



Les enjeux économiques du droit des faillites

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 7, juin 2013

L'endettement est la principale source de financement externe des entreprises. Lorsqu'une entreprise débitrice n'apparaît plus en mesure de faire face à ses engagements, sa dette doit être renégociée et l'entreprise peut être liquidée. Ce processus est mené par le juge et encadré par le droit des faillites. Les modalités de gestion des défaillances d'entreprises sont un enjeu essentiel pour les entreprises françaises. D'une part, elles doivent permettre aux entreprises défaillantes de se réorganiser rapidement en vue de redéployer efficacement leurs ressources et leur capital humain. D'autre part, les anticipations initiales des prêteurs potentiels quant à la résolution d'éventuelles défaillances sont un déterminant important de l'offre de crédit, et donc de la capacité de financement des entreprises.

Le droit des faillites français se distingue très nettement dans les comparaisons internationales par une protection faible des intérêts des créanciers par rapport à ceux des autres parties prenantes, notamment les actionnaires. Nous pensons que cette singularité nuit à la capacité de financement des entreprises, notamment petites et moyennes, et *in fine* à l'emploi. Nous recommandons une évolution mesurée du droit des faillites vers une meilleure protection des créanciers, inspirée des procédures actuellement en vigueur aux États-Unis.

Nos recommandations s'articulent autour de trois axes. Premièrement, la priorité actuellement donnée à la préservation de l'emploi lors des procédures collectives nous

semble contre-productive. Les conséquences, parfois dramatiques pour les employés, des réorganisations d'entreprises doivent être prises en compte par d'autres outils que la poursuite coûte que coûte et souvent vaine de l'activité. Nous proposons de mettre au premier plan la valorisation des actifs de l'entreprise.

Deuxièmement, nous recommandons un rééquilibrage des procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire en faveur des créanciers. Nous proposons qu'ils puissent contrôler la durée des procédures, qu'ils aient la faculté de rejeter rapidement les plans de réorganisation du débiteur et de formuler des contre-propositions qui forcent éventuellement la dilution des actionnaires (par exemple par la conversion de dettes en actions). Nous recommandons que le juge ne puisse approuver un plan sans un soutien suffisant des classes de créanciers pivots – celles dont les créances sont partiellement, mais pas intégralement couvertes par l'actif disponible selon le plan.

Enfin, nous considérons que l'introduction de juges professionnels en première instance n'est pas le remède adapté aux dysfonctionnements relevés dans les Tribunaux de commerce compte tenu de leur distance vis-à-vis du monde de l'entreprise. Nous privilégions une réforme du statut des juges élus, de leurs obligations en matière de formation juridique, ainsi que du traitement des conflits d'intérêts. Nous proposons également des pistes de réforme des professions d'administrateur et de mandataire.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

^a École d'économie de Toulouse (TSE) et IDEI, membre du CAE.

^b HEC Paris, membre du CAE.

^c École d'économie de Toulouse (TSE), IDEI et IAST, membre du CAE.

Introduction

Le contrat de dette est une transaction financière par laquelle un prêteur transfère des ressources vers un emprunteur en contrepartie d'une créance, c'est-à-dire d'un engagement de l'emprunteur à verser des flux futurs dont les montants et les échéances sont prédéterminés. L'emprunteur est dit défaillant lorsqu'il y renonce délibérément. Lorsqu'une entreprise est défaillante, le juge de commerce décide, selon les cas, une restructuration de la dette (allongement de sa maturité ou diminution de son montant) éventuellement assortie d'une cession d'une partie de l'activité, ou bien une liquidation de l'entreprise, c'est-à-dire la vente de ses différents actifs – biens immobiliers, équipements, brevets, etc. Cette procédure est encadrée par un droit des faillites¹ qui, dans le cas de la France, accorde aux créanciers un traitement relativement peu favorable par rapport à d'autres pays. Nous pensons que cette caractéristique française doit être corrigée pour deux raisons : d'une part, parce qu'elle n'est finalement pas favorable à la poursuite de l'activité et à l'emploi ; d'autre part, parce qu'elle rend plus difficile l'accès des entreprises, notamment les PME, aux financements par endettement. Nous proposons de faire évoluer le droit des faillites vers une protection plus forte des créanciers, à la manière du « *Chapter 11* » du Code américain, qui assure un traitement des défaillances plus rapide et plus favorable aux créanciers.

La récession qui frappe les pays européens induit mécaniquement une résurgence du nombre de faillites (61 000 défaillances en 2012, en hausse de 1,5 % par rapport à 2011)². Par ailleurs, legs des années pré-crise, de nombreuses entreprises ont aujourd'hui des niveaux de dette élevés, liés en particulier à des opérations d'acquisition par endettement. Ces entreprises, qui sont de taille importante et souvent viables économiquement, risquent de devoir renégocier leurs dettes dans les années à venir. Le premier enjeu est donc que le droit des faillites permette des renégociations rapides et peu coûteuses en termes d'emploi.

L'endettement est la principale source de financement des entreprises, très loin devant les émissions d'actions. Or, même si la faillite est un événement relativement rare³, les créanciers l'anticipent dans leurs calculs : une résolution qui leur est très défavorable les rend réticents à prêter. À l'heure où de nombreux experts diagnostiquent un déficit de financement de nos PME, il convient de réduire autant que possible les barrières au financement par endettement, à l'aide d'un droit des faillites

plus favorables aux créanciers. C'est là le second enjeu d'une réforme du droit des faillites.

Évoluer dans la direction du « *Chapter 11* » conduirait à placer la France dans une position médiane par rapport aux grands pays développés, sachant que le droit français fait actuellement figure d'exception :

- au Royaume-Uni, les créanciers ont un droit de veto sur les décisions de restructuration des passifs. Les dispositions des contrats de dette ne cessent pas de s'appliquer lorsque la procédure collective⁴ s'ouvre. Par exemple, les créanciers peuvent récupérer les sûretés qui leur ont été promises, et ceci avant la fin de la procédure ;
- en France, à l'inverse, le tribunal de commerce a pour mandat de permettre la poursuite de l'activité économique et le maintien de l'emploi, avant le remboursement des créances. Les procédures de sauvegarde et de redressement lui confèrent une grande latitude vis-à-vis du respect des rangs et sûretés des créanciers. Le législateur met à la disposition des entreprises surendettées un large éventail de procédures destinées à leur permettre de restructurer leurs dettes avant la cessation des paiements : mandat *ad hoc*, conciliation et, depuis 2005, procédure de sauvegarde et procédure de sauvegarde financière accélérée (encadré 1). Seuls les débiteurs (non les créanciers) ont la faculté d'engager ces procédures. Les actionnaires peuvent s'opposer à toute dilution par conversion des créances en actions, alors que la logique économique veut qu'ils perdent l'essentiel de leur investissement en cas d'insolvabilité. Le débiteur a le monopole de présentation du plan de sauvegarde ; les créanciers sont seulement invités à formuler un avis non liant sur ce plan⁵ ;
- l'Allemagne se situe dans une position intermédiaire en termes de protection des créanciers : un juge dirige la procédure collective, mais il doit obtenir l'accord des créanciers pour toute restructuration du passif ;
- aux États-Unis, les procédures du « *Chapter 11* » étaient considérées comme très favorables au débiteur jusqu'en 2005. Elles ont depuis été réformées dans l'intérêt des créanciers (encadré 2). Ces derniers ont désormais la possibilité de proposer leur propre projet de restructuration rapidement s'ils rejettent celui du débiteur. Les classes de créanciers dont les droits ne sont pas complètement couverts par l'actif disponible votent sur le plan de restructuration. Le juge peut imposer *in fine* un plan à des classes qui l'auraient rejeté.

Les auteurs remercient les membres du CAE, Hélène Bourbouloux, Bruno Biais, Corinne Houin-Saint-Alary, Yves Lelièvre, Lucien Rapp et Sophie Vermeille. L'aide de Jean Beuve, en particulier, a été décisive.

¹ Droit des faillites, droit de la faillite et droit des entreprises en difficulté peuvent être considérés comme synonymes.

² Cf. Banque de France.

³ Les crédits portés par les entreprises ayant été défaillantes en 2012 ne représentent que 0,5 % de l'encours total de crédit aux entreprises (1,4 % pour les PME). Ce montant est stable, à peine supérieur à son niveau antérieur à la crise de 2007. La faible fréquence des événements de crédit pour les entreprises françaises ne doit cependant pas conduire à sous-estimer l'importance des règles de gestion de la défaillance dans l'équilibre du contrat de dette.

⁴ On appelle procédure collective une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation mettant en jeu l'ensemble des parties prenantes du passif de l'entreprise. Voir l'encadré 1.

⁵ Dès lors, il n'est pas surprenant que les créanciers introduisent dans les contrats de prêt des clauses impliquant l'équivalent d'un défaut de paiement si des jalons ou des ratios ne sont pas atteints (covenants) ; le but de telles clauses n'est pas forcément de mettre l'entreprise en faillite, mais de regagner du pouvoir de négociation avant le passage devant un juge.

1. Les différentes procédures du droit des faillites

Les différentes procédures du droit des faillites se distinguent selon leur caractère amiable (procédure non collective) ou judiciaire (procédure collective, c'est-à-dire mettant en jeu l'ensemble des parties prenantes du passif de l'entreprise) et selon qu'elles interviennent en amont ou en aval de la cessation des paiements (quand l'entreprise ne peut plus faire face à son passif exigible avec son actif disponible).

Les procédures amiables

Le **mandat ad hoc** est une procédure, préventive et confidentielle, de règlement amiable des difficultés. Ouverte à la demande du débiteur, son but (sous l'égide du Président du tribunal et avec le concours d'un mandataire *ad hoc*) est de rétablir la situation de l'entreprise avant qu'elle ne soit en cessation des paiements. La mission du mandataire est d'aboutir à un accord entre l'entreprise et certains de ses créanciers (délais de paiements, remises éventuelles, etc.).

La **conciliation** est une procédure confidentielle de règlement des difficultés. Ouverte à la demande du débiteur avant la cessation des paiements, son but (sous l'égide du Président du tribunal et avec le concours d'un conciliateur) est de rechercher un accord amiable entre l'entreprise et ses principaux créanciers et partenaires. À la différence du mandat *ad hoc*, la conciliation peut aussi être ouverte dans les 45 jours qui suivent la cessation des paiements (le but étant alors de traiter avec rapidité les difficultés), elle est limitée dans le temps (quatre mois plus un mois supplémentaire) et l'on peut choisir de lui faire perdre son caractère confidentiel afin de bénéficier des effets de l'homologation de l'accord de conciliation du juge.

Introduite en 2005, la **sauvegarde financière accélérée** constitue une passerelle entre la procédure de conciliation et la procédure de sauvegarde (*cf.* plus bas). Cette procédure amiable et confidentielle ne concerne que les grandes et très grandes entreprises. Elle n'a d'effet que sur les créanciers financiers (banques, établissements de crédit), et se déroule dans un laps de temps très bref (deux mois maximum). Son but est notamment de résoudre très rapidement les difficultés dues au refus d'une minorité de créanciers financiers de participer à l'accord de conciliation.

Les procédures judiciaires

Le **redressement judiciaire**, qui doit être demandé par toute entreprise en cessation des paiements, est destiné à permettre la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité et de l'emploi et l'apurement de ses dettes. Ouverte à la demande du débiteur, d'un créancier^a ou du ministère public, il peut donner lieu à l'adoption d'un plan de redressement ou de cession à l'issue d'une période d'observation (de 6 à 18 mois), pendant laquelle un bilan économique et social de l'entreprise est réalisé. Durant la période d'observation, l'entreprise continue son activité sous le contrôle d'un administrateur judiciaire (représentant de l'entreprise) et/ou d'un mandataire judiciaire (représentant des créanciers).

La procédure de **liquidation judiciaire** suppose que l'entreprise concernée est en état de cessation des paiements et que son rétablissement est manifestement impossible. Ouverte à la demande du débiteur, d'un créancier ou du ministère public, elle met fin à l'activité du débiteur, dont les biens sont vendus pour permettre le paiement des différents créanciers selon l'ordre de priorité prévu par le Code de commerce. La liquidation judiciaire peut intervenir directement, faire suite à l'impossibilité de mise en place d'un plan de redressement ou à l'échec de ce dernier.

Introduite en 2005, la **sauvegarde** est une procédure préventive permettant de traiter les difficultés d'une entreprise avant que celle-ci ne soit en cessation des paiements. Ouverte à la demande du débiteur, elle a pour but de permettre à l'entreprise de continuer son activité, au besoin en procédant à sa réorganisation, de maintenir l'emploi et d'apurer ses dettes. À l'instar du redressement judiciaire, elle lui permet de bénéficier d'un certain nombre de mesures prononcées par le juge et qui s'imposent à l'ensemble de ses créanciers : arrêt des poursuites individuelles, suspension des échéances des dettes, etc.

^a En pratique, les créanciers ne demandent quasiment jamais l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. En effet, les juridictions veillent à éviter qu'ils utilisent ces demandes comme moyen de pression pour recouvrer leurs créances alors qu'il existe des solutions amiables ou judiciaires. Ainsi, si un créancier demande l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation alors que l'entreprise n'est pas en cessation des paiements, il risque d'être condamné à des dommages et intérêts pour procédure abusive.

2. Le « Chapter 11 » américain

Le chapitre 11 du titre 11 du Code des États-Unis offre aux entreprises en difficulté la possibilité de renégocier leurs passifs en vue de poursuivre leur activité. Cette procédure dite du « Chapter 11 » a été fortement critiquée avant 2005 car elle offrait au débiteur un pouvoir de renégociation de ses engagements trop important, du fait notamment de l'incapacité des créanciers à se prémunir contre les stratégies attentistes et dilatoires d'un débiteur sous la protection du Chapter 11. Le Chapter 11 a été significativement réformé en 2005, globalement en faveur des créanciers. Les caractéristiques principales de la procédure ainsi réformée sont les suivantes :

- le débiteur a la faculté exclusive de proposer un plan de réorganisation pendant 120 jours seulement. Les créanciers peuvent rejeter ce plan et faire des propositions concurrentes à l'expiration de ce délai. Par ailleurs, les extensions que le tribunal a la faculté d'accorder au débiteur ne peuvent excéder 18 mois ;
- un plan de réorganisation comporte des projections d'activité détaillées et une répartition des créanciers en classes. Au sein d'une même classe, toutes les créances ont le même rang. Des projections d'activité découlent trois types de classes : celles dont les droits initiaux ne sont pas affectés par le plan, celles qui perdent intégralement leurs droits au titre du plan, et les classes intermédiaires ou pivots qui ne recouvrent que partiellement leurs créances initiales du fait du plan ;
- pour le vote du plan, seules les classes pivots – celles dont les créances initiales sont partiellement remboursées selon le plan – prennent part au vote ;
- une classe votante est réputée accepter le plan si la moitié de ses membres au moins, dont les créances représentent au moins deux tiers du total de la classe, l'accepte ;
- le tribunal ne peut valider le plan que si au moins une classe votante l'accepte. En revanche, il peut sous certaines conditions imposer le plan à tous dès lors qu'au moins une classe votante l'accepte.

Au total, trois aspects de cette procédure offrent aux créanciers une protection de leurs intérêts supérieure à celle que leur offre la procédure de sauvegarde française. Premièrement, les créanciers peuvent limiter la durée de la procédure. Deuxièmement, ils ont la faculté de faire une contre-offre s'ils estiment celle du débiteur contraire à leurs intérêts. Enfin, le pouvoir de négociation de chaque classe de créanciers dépend directement de leur rang dans le passif de l'entreprise.

Il y a lieu de noter que les entreprises américaines ont fréquemment recours au « *pre-packaged plan* », qui consiste en la possibilité pour le débiteur de présenter au tribunal de faillite un plan de restructuration négocié avec les créanciers en amont de la procédure afin qu'il puisse être accepté rapidement.

Les actifs des entreprises entrées en Chapter 11 en 2008-2009 se sont montés à 1 800 milliards de dollars, soit vingt fois plus que lors des deux années précédentes. De nombreux observateurs estiment que la procédure a permis une réorganisation ordonnée de ces entreprises, et donc d'éviter des liquidations massives d'actifs aux conséquences macroéconomiques importantes^a.

^a Voir Gilson S. (2012) : « Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the US Economy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24, n° 4, pp. 23-35.

Une étude comparative des différents droits des faillites illustre ces différences en attribuant un score minimal de 0 à la France en termes de protection des créanciers, tandis qu'elle attribue le score maximum de 4 au Royaume-Uni, ainsi qu'une note de 3 à l'Allemagne⁶. Or les recherches existantes indiquent qu'un droit des faillites plus protecteur des créanciers améliore le financement des entreprises saines et contribue à la survie des entreprises en difficulté (voir plus bas). Tout d'abord et de façon peu surprenante, une meilleure protection des créanciers améliore leur taux de recouvrement.

La seconde observation est un corollaire de la première : la protection des créanciers facilite l'accès au crédit des entreprises ; ce fait empirique peut expliquer en partie le plus faible endettement des entreprises françaises par rapport à leurs concurrentes étrangères. Enfin, la protection des créanciers semble augmenter la probabilité de poursuite de l'activité des entreprises défailtantes. Cette troisième observation est *a priori* contre-intuitive dans la mesure où, comme nous le verrons, les actionnaires et dirigeants ont généralement intérêt à la poursuite de l'activité d'une entreprise défailtante, ce qui

⁶ Voir La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R.W. Vishny (1998) : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1113-1150. Soulignons que cette étude date d'avant la réforme française de 2005, elle-même peu favorable aux créanciers.

n'est pas nécessairement le cas des créanciers. Une explication possible est que, lorsque les actionnaires conservent un contrôle important sur une entreprise défaillante, ils mettent en œuvre (pour « sortir la tête de l'eau ») des stratégies excessivement risquées qui échouent fréquemment, impliquant *in fine* une probabilité plus faible de continuation de l'activité.

Cette *Note* développe une analyse économique du traitement de la défaillance des entreprises. Nous présentons d'abord l'état de la réflexion économique sur la gestion de la défaillance. Puis nous nous intéressons aux conséquences du droit des faillites sur l'emploi, avant de formuler six propositions pour faire évoluer le droit des faillites en France.

Procédures collectives : l'efficacité économique

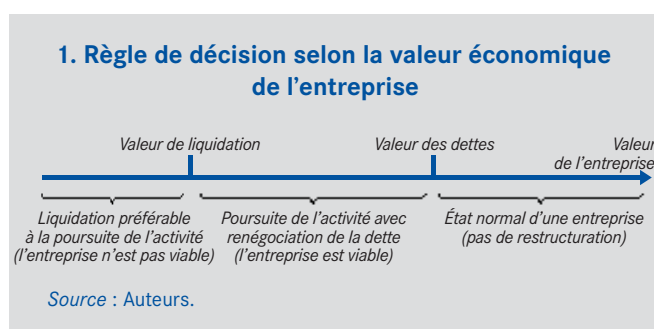
Le droit des faillites a un rôle dual. En aval, il agit comme un tamis séparant, parmi les entreprises surendettées, celles qui sont viables (c'est-à-dire celles pour lesquelles la poursuite de l'activité est préférable à la liquidation) et celles qui ne le sont pas. En amont, il doit faciliter le financement des entreprises. L'analyse classique du droit des faillites ne prend en compte que les actionnaires et les créanciers figurant au passif de l'entreprise. Elle ne tient pas compte du fait que d'autres parties prenantes, telles que les employés ou l'État, peuvent être affectées par une défaillance au-delà des garanties apportées dans le cadre des super-privileges (priorités du Trésor, des URSSAF, de l'AGS⁷ et des frais de justice). Le contraste est saisissant entre la vision essentiellement patrimoniale de cette analyse classique et le droit français, qui place le maintien de l'emploi au premier plan des procédures collectives. Nous analyserons les sources de cette divergence et nous observerons que le droit français n'est qu'en apparence plus favorable à l'emploi.

L'analyse patrimoniale de la défaillance

La santé d'une entreprise se mesure schématiquement en comparant sa valeur économique, ses dettes et sa valeur de liquidation. La valeur d'entreprise, ou valeur économique, est la valeur actualisée des *cash-flows* futurs de l'entreprise en cas de continuation de l'activité, c'est-à-dire l'écart entre ses encaissements et ses décaissements liés à l'exploitation (ventes, salaires, matières premières...) moins l'investissement net et les taxes. La valeur d'entreprise, concept central en finance d'entreprise, correspond donc à la richesse créée par l'entreprise pour tous ses investisseurs. La valeur de liquidation correspond au produit de la vente de l'entreprise (soit en tant que telle à un repreneur, soit actif par actif) net des coûts associés à la cession. Lorsque la valeur de l'entreprise excède cette valeur de liquidation, l'entreprise est

considérée comme viable économiquement. Au contraire, si la valeur de l'entreprise est inférieure à sa valeur de liquidation, l'entreprise n'est pas viable. La valeur totale de l'entreprise est alors le maximum de la valeur d'entreprise et sa valeur de liquidation.

Une entreprise connaît des difficultés financières si sa valeur économique est inférieure à celle de ses dettes (défaut de paiement durable). Il faut alors soit restructurer la dette pour la faire baisser en dessous de la valeur économique de l'entreprise, soit liquider l'entreprise (c'est-à-dire vendre ses différents actifs) afin de rembourser les dettes qui peuvent l'être. Le choix dépend alors de la valeur de liquidation. Si la valeur de liquidation est supérieure à la valeur de l'entreprise, alors le choix sera de liquider afin de mieux rembourser les différents créanciers. Si, en revanche, la valeur de liquidation est inférieure à la valeur de l'entreprise, les créanciers seront mieux lotis si l'activité continue avec une restructuration de dette (figure 1).



Notons que la décision de liquider une entreprise dont la valeur économique est inférieure à la valeur de liquidation correspond à l'optimum social. En effet, les actifs de l'entreprise seront mieux valorisés par les nouveaux acheteurs – c'est pourquoi ceux-ci sont prêts à payer plus cher – que par les investisseurs dans le cadre de l'entreprise actuelle. Il se peut aussi que la valeur économique de l'entreprise soit négative, c'est-à-dire que les coûts d'exploitation excèdent les recettes ; dans ce cas, l'efficacité veut que l'activité cesse, même s'il n'y a aucun repreneur pour les actifs.

Comment restructurer

Lorsqu'il est décidé de restructurer la dette pour la ramener sous la valeur économique de l'entreprise, deux difficultés pratiques se posent. Premièrement, la valeur de l'entreprise n'est pas facile à estimer. Dans un contexte d'urgence et d'incertitude, la distinction entre les problèmes économiques structurels et les difficultés transitoires ou purement financières est délicate. Deuxièmement, la fixation du nouveau niveau de dette fait typiquement l'objet d'âpres négociations. Les divergences de vues et d'intérêts des parties rendent l'émergence d'un consensus difficile, en particulier en présence d'une structure de bilan complexe.

⁷ L'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés, qui garantit les arriérés de salaire.

Une approche raisonnable pour faire fonctionner ce processus consiste alors à constater clairement les rangs des différents créanciers de l'entreprise, puis à donner le contrôle de l'entreprise à la classe d'investisseurs dont la créance est partiellement mais pas intégralement couverte par l'actif disponible – les investisseurs pivots. Puisqu'un euro marginal de valeur créée ou détruite se répercute intégralement sur la valeur de leur créance partiellement couverte, les intérêts de ces créanciers pivots sont relativement alignés avec la maximisation de la valeur d'entreprise, contrairement à ceux des créanciers soit très juniors soit très seniors ou à ceux des actionnaires.

Pour comprendre le rôle clef joué par les rangs des créanciers, prenons l'exemple d'une entreprise dont la valeur économique est évaluée à 150. Cette entreprise a trois types de créanciers : hypothécaires (100), senior (100) et junior (50). Le créancier hypothécaire est prioritaire : c'est par exemple une banque qui a accepté un bien immobilier comme nantissement. Le créancier junior a le dernier rang. C'est, par exemple, un fournisseur. Le créancier senior est intermédiaire. Ce peut être un fonds d'investissement, qui a prêté sans gage mais est par contrat prioritaire devant les fournisseurs. La valeur des fonds propres (propriété des actionnaires) se calcule comme la différence entre la valeur de l'entreprise (150) et la somme de toutes les dettes (250). Elle est donc négative de 100. Ces fonds propres négatifs sont indiqués à gauche du bilan sur la figure 2.

En théorie donc, le créancier hypothécaire devrait recevoir 100, le créancier senior 50 et le créancier junior 0, l'actionnaire perdant lui aussi l'intégralité de sa mise. En pratique, la négociation s'éternise souvent : les investisseurs ont des objectifs divergents car ils ne bénéficient pas de la même manière de la prise de risque. Les créanciers hypothécaires, qui disposent de créances garanties et prioritaires, souhaitent adopter une stratégie conservatrice pour minimiser leurs pertes. Par exemple, si la valeur de liquidation de l'entreprise est supérieure à leur propre créance (100), les créanciers hypothécaires préfèrent liquider l'entreprise plutôt que de prendre le risque de relancer l'activité, ce qui impliquerait pour eux une possibilité de ne pas recouvrer *in fine* leur créance. Ils préféreront cette option même si la valeur de l'entreprise excède la valeur de liquidation, et donc même si cette option détruit de la valeur. À l'inverse, les créanciers juniors savent qu'ils perdront tout si le processus de renégociation de dette va à son terme (puisque la valeur de l'entreprise est inférieure aux dettes d'un rang supérieur). Ils ont donc intérêt à retarder la discussion au maximum en pariant sur un retour hypothétique à meilleure fortune, quitte à ce que ce pari soit destructeur de valeur. Les créanciers hypothécaires vont chercher à accélérer la liquidation de l'entreprise,

2. Un exemple d'entreprise surendettée

Actif	Passif
Valeur de l'entreprise 150	Dettes hypothécaires 100
Fonds propres négatifs 100	Dettes senior 100
	Dettes junior 50

↑
Priorité croissante

Source : Auteurs.

alors que les créanciers juniors, comme les actionnaires, ont intérêt à adopter une prise de risque excessive et potentiellement destructrice de valeur. Dans notre exemple, les créanciers les mieux placés pour décider de poursuivre l'activité ou de liquider l'entreprise sont les créanciers seniors, car ils internalisent complètement les conséquences de cette décision sur la valeur totale d'entreprise.

Ainsi, donner aux créanciers pivots le contrôle de la restructuration permet en général d'obtenir que la procédure collective aboutisse au choix le moins inefficace, même en amont de la cessation des paiements. Elle permet une restructuration plus simple, plus lisible et plus rapide. C'est l'approche adoptée dans le chapitre 11 du Code des faillites américain. Le plan de restructuration proposé par le débiteur comporte une projection de l'activité (estimation de la valeur d'entreprise) et une répartition des créanciers en classes telles que les créances au sein d'une classe ont toutes le même rang. De la projection d'activité découle l'identification des classes de créanciers pivots, c'est-à-dire les classes intermédiaires qui ne recouvrent que partiellement leurs créances initiales du fait du plan et n'ont donc ni une incitation forte à liquider comme les créanciers hypothécaires ni une incitation forte à continuer coûte que coûte, comme les créanciers juniors et les actionnaires (il s'agit, dans notre exemple, du créancier senior). Ces classes votent pour ou contre le plan. Le juge a la faculté d'imposer le plan à toutes les classes sous certaines conditions dès lors que l'une des classes pivots le vote (encadré 2).

Faciliter le financement des PME

Comme on vient de le voir, il est possible d'améliorer le droit des faillites de manière à le rendre plus efficace au sens où il préserverait mieux la valeur de l'entreprise. Cette efficacité améliorerait également en amont l'accès des entreprises au crédit. En effet, un projet d'entreprise est d'autant mieux valorisé aujourd'hui que ses bailleurs de fonds sont convaincus que les actifs de l'entreprise seront exploités au mieux demain quelles que soient les circonstances, en particulier en cas de difficultés financières⁸.

⁸ Ce raisonnement, qui reflète une vision prospective, n'est pas toujours exact. Pour des raisons d'aléa moral, il peut être important que les actionnaires et la direction soient pénalisés lorsque leurs décisions ont été néfastes pour l'entreprise. Cette vision rétrospective implique en particulier que lorsque les choses vont mal, la gestion des actifs de l'entreprise doit être excessivement conservatrice, donc dans l'intérêt des créanciers les plus seniors (voir Dewatripont M. et J. Tirole (1994) : « A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n° 4, pp. 1027-1054). Ceci néanmoins n'affecte pas le message suivant : une maximisation de la valeur de l'entreprise est préférable à des décisions favorisant les actionnaires vis-à-vis des créanciers.

Pour les entreprises dont l'accès au crédit est difficile, il peut même être préférable de prévoir un régime dérogatoire favorisant encore davantage les créanciers que ce qui est proposé plus haut. Ce peut être le cas lorsque l'effort et la motivation du dirigeant sont critiques pour la survie de l'entreprise, alors que le créancier n'a pas les moyens de les vérifier (penser par exemple à un petit commerçant dont l'effort et la motivation seraient critiques pour écouler un stock). Dans ce cas, le créancier sait qu'il risque d'être contraint d'abandonner une grande partie de sa créance pour encourager l'entrepreneur à travailler pour lui. Anticipant cela, il refusera initialement de prêter à l'entreprise, ou le fera seulement à un taux très élevé. Les deux parties (entrepreneur et créancier) se trouvent donc dans une situation où, initialement, elles préféreraient que l'entreprise soit systématiquement liquidée en cas de cessation des paiements, sans discussion ni renégociation, même si cela détruit de la valeur au sens expliqué plus haut. Le créancier serait mieux protégé, tandis que l'entrepreneur recouvrerait l'accès au crédit. Ce régime peut être intéressant aussi lorsque l'entreprise a peu d'actifs corporels, ou bien lorsqu'elle émerge d'une procédure collective, avec un avenir particulièrement incertain.

Les avantages d'un droit plus favorable aux créanciers

Les travaux empiriques comparatifs sont peu nombreux et individuellement discutables, mais ils suggèrent dans l'ensemble qu'une meilleure protection des droits des créanciers augmente leurs taux de recouvrement lors des défaillances et facilite l'accès au financement des entreprises. La protection des créanciers semble aussi conduire à une plus grande probabilité de survie des entreprises surendettées.

La protection des créanciers améliore leurs taux de recouvrement

Une étude empirique menée sur un échantillon de 2 300 procédures collectives en France, en Allemagne et au Royaume-Uni fait état, pour des entreprises comparables, d'un taux de recouvrement des créanciers en France inférieur de 12 points de pourcentage à celui de l'Allemagne, et environ de 20 points de pourcentage à celui du Royaume-Uni⁹. C'est pourquoi les banques françaises cherchent à éviter les restructurations formelles et préfèrent les procédures en amont, où elles ont un peu plus de pouvoir de négociation. Une étude dont les données sont régulièrement mises à jour par la Banque mondiale

confirme ce diagnostic : sur 31 pays de l'OCDE, la France se classe 25^e du point de vue du taux de recouvrement de la dette hypothécaire, avec 45 %, contre une moyenne de 65 %. Une faiblesse qui n'est pas compensée par la rapidité de la procédure, qui place la France en 19^e position¹⁰.

La protection des créanciers facilite l'accès au crédit des entreprises

Même si cet effet est difficile à mesurer avec précision, les études empiriques existantes concluent en général que des procédures trop favorables aux actionnaires finissent par nuire à la capacité d'endettement des entreprises. Il est ainsi montré que les prêts bancaires sont plus onéreux et de maturité plus courte dans les pays qui protègent moins leurs créanciers¹¹. Cet effet est particulièrement prononcé pour les entreprises risquées et disposant de peu d'actifs corporels. Dans le même ordre d'idées, d'autres études montrent que les pays qui protègent davantage leurs créanciers ont un marché du crédit plus développé ou encore que les entrepreneurs individuels localisés dans les États américains où les individus sont très bien protégés contre leurs créanciers (*via* la sanctuarisation de certains actifs) ont plus de mal à emprunter, ou empruntent de plus faibles montants à des taux plus élevés¹².

La protection des créanciers augmente la probabilité de poursuite de l'activité des entreprises défaillantes

L'étude d'un échantillon de 2 300 procédures collectives précitée montre que la probabilité de préservation de l'entreprise est plus élevée au Royaume-Uni que dans les autres pays. Cette conséquence d'une meilleure protection des créanciers est confirmée par une seconde étude s'appuyant sur la pratique (simulée) du droit, plus que sur sa lecture littérale¹³. Elle est fondée sur le traitement d'un cas fictif, celui de *Mirage*, un petit hôtel rentable, mais héritant du passé une dette hypothécaire trop élevée. Le cas est simple et sa solution théorique aussi : maintenir l'entreprise en l'état (elle est viable) et réduire le montant de dette tout en transformant le créancier hypothécaire en seul actionnaire. Ce cas est soumis aux cabinets d'avocats spécialisés de l'*International Bar Association* dans un grand nombre de pays. Il leur est demandé de prédire le résultat de la procédure collective dans leurs juridictions respectives. Il apparaît que les pays où le droit est le plus favorable aux créanciers (c'est-à-dire ceux où le taux de recouvrement des créances est le plus élevé) sont ceux où l'activité de *Mirage* a le plus de chance d'être préservée et où la procédure est la plus rapide.

⁹ Voir Davydenko S. et J. Franks (2008) : « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the U.K. », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 2, pp. 565-608.

¹⁰ Voir Djankov S., C. McLiesh et A. Shleifer (2007) : « Private Credit in 129 Countries », *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n° 2, pp. 299-329. Si l'on prend les estimations au pied de la lettre, l'introduction du dispositif de sauvegarde en 2005, qui a eu pour effet de donner le pouvoir aux actionnaires en cas de restructuration, pourrait avoir fait baisser le volume de crédit total de 10 points de PIB. Ces estimations sont fragiles, car elles se basent sur des pays très différents les uns des autres et des mesures parfois très approximatives, mais elles suggèrent que le droit des faillites pourrait avoir un impact de premier ordre sur la disponibilité du crédit aux entreprises.

¹¹ Qian J. et P. Strahan (2006) : « How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, pp. 2803-2834.

¹² Voir Djankov S., C. McLiesh et A. Shleifer (2007), *op. cit.* et Berkowitz J. et M.J. White (2004) : « Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit », *RAND Journal of Economics*, vol. 35, n° 1, pp. 69-84.

¹³ Voir Djankov S., O. Hart, C. McLiesh et A. Shleifer (2008) : « Debt Enforcement Around the World », *Journal of Political Economy*, vol. 116, n° 6, pp. 1105-1149.



Quel impact sur l'emploi ?

Dans la vision patrimoniale exposée ci-dessus, les employés de l'entreprise¹⁴ ne sont ayants droit (super-prioritaires en France) qu'à hauteur d'éventuels arriérés de salaires, de congés payés et d'indemnités de licenciement. Les salaires futurs que l'entreprise leur versera en cas de poursuite de l'activité ne sont pas des engagements de l'entreprise envers eux. De même, le capital humain qu'ils mettront au service de l'entreprise en contrepartie de ces salaires n'est pas considéré comme un actif de l'entreprise. Ainsi, la maximisation de la valeur de l'entreprise lors de sa restructuration ne fait pas référence explicitement aux intérêts des salariés. À l'inverse, le maintien de l'emploi est au cœur du droit français. On peut dès lors s'interroger sur la compatibilité entre préservation des intérêts des créanciers et préservation de l'emploi.

Avant d'aborder cette question, deux remarques préliminaires s'imposent. En premier lieu, la liquidation d'une entreprise n'implique pas nécessairement la disparition de son activité. Il faut distinguer une fermeture de site d'une cession avec continuation d'activité par le repreneur ; c'est seulement dans le premier cas que les parties prenantes (notamment les salariés) subissent un préjudice. En second lieu, le préjudice en cas de fermeture de site dépend beaucoup d'autres cadres réglementaires : le droit des faillites interagit avec d'autres législations et régulations ; cette observation explique en partie l'accent beaucoup plus important mis sur la sauvegarde de l'emploi en France que dans la plupart des autres pays. Les dysfonctionnements de notre marché du travail créent naturellement du chômage ; le coût humain d'un licenciement est beaucoup plus élevé qu'il n'a lieu d'être : perdre son emploi est souvent perçu comme un drame humain du fait de faibles perspectives de retour à un emploi stable. À ce coût humain s'ajoute un coût financier lié aux dépenses additionnelles pour l'assurance-chômage. *In fine*, ce sera aussi l'État (s'il prend en charge l'arboise laissée) ou les autres salariés (sous la forme de chômage lié à la moindre création d'emplois du fait de charges sociales en hausse) qui seront victimes du licenciement¹⁵.

Face à ce constat, la réaction intellectuellement satisfaisante consiste à soutenir que la gestion du marché du travail n'est pas l'objet du droit des faillites et qu'il vaut mieux s'attaquer directement aux institutions du marché du travail plutôt que d'essayer d'atténuer leurs effets pervers au détour de lois, telle que celle portant sur les procédures collectives et ayant des objectifs tout autres. C'est, par exemple, la solution choisie par la Suède qui préfère protéger le salarié plutôt que l'emploi et dispose d'un droit des faillites beaucoup plus favorable aux créanciers que ne l'est le droit français.

Cependant, un changement radical de notre marché du travail et un passage de la protection de l'emploi à celle du salarié relèvent du pari, et l'on doit bien se poser la question des modifications à apporter au droit des faillites en l'absence d'un tel changement radical.

Nous pensons que les imperfections du marché du travail français ne justifient pas de renoncer à des procédures collectives qui respectent les rangs des créanciers et délèguent la décision de poursuite de l'exploitation au créancier pivot. Qui plus est, le choix de maintenir l'activité à tout prix est probablement néfaste à l'emploi :

- en aval, c'est-à-dire lors d'une défaillance, le droit français risque de ne sauvegarder des emplois qu'à très court terme, puisqu'*in fine* la probabilité de continuation de l'activité n'est pas accrue et semble même réduite, d'après les études disponibles ;
- en amont, il rend le financement ou refinancement des entreprises plus délicat, et donc réduit leur croissance ou met en péril leur survie, et ainsi empêche la création d'emploi ou la préservation des emplois existants.

On retrouve ici la dualité classique entre destructions d'emploi et créations d'emploi, le législateur français se focalisant sur les premières (qui font les manchettes des journaux) et oubliant les secondes (qui ne le font pas).

Nous pensons donc qu'une réforme du droit des faillites dans le sens d'un plus grand respect des droits des créanciers, et ainsi plus conforme à la norme internationale, n'augmenterait pas le chômage à court terme et le réduirait à moyen et long terme. On pourrait aussi envisager une réforme ne prenant effet qu'un an ou deux après son vote, afin d'éviter les effets de très court terme tout en profitant immédiatement d'un accès au crédit plus aisé et donc d'une création nette d'emplois.

Six propositions pour une réforme du droit des faillites

Une réforme du droit des faillites doit à notre avis veiller au bon fonctionnement du système de financement de l'entreprise. Élargissant le sujet, nous discutons également la question des institutions judiciaires du traitement des faillites et les nouveaux défis auxquels est confronté le droit en la matière.

Proposition 1. Faire de la maximisation de la valeur totale de l'entreprise l'objectif privilégié des procédures collectives.

¹⁴ D'autres parties prenantes sont elles-aussi affectées par la défaillance de l'entreprise : la collectivité quand la fermeture d'un site se traduit par un coût important de sa dépollution, les fournisseurs qui peuvent y perdre un débouché, etc. Nous ne traiterons pas de ces autres parties prenantes dans cette Note.

¹⁵ En France, la liquidation est malheureusement parfois une façon (socialement inefficace) de contourner les procédures de licenciement collectif.

La loi française assigne aux procédures collectives trois autres objectifs : « permettre la poursuite de l'activité économique, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif »¹⁶. La poursuite de ces objectifs peut parfois coïncider avec la maximisation de la valeur totale. Elle paraît cependant créer, par construction, un biais systématique en faveur de la poursuite de l'activité et de la prise de risque, au détriment d'une réalisation rapide de la valeur de liquidation de l'entreprise lorsque cela est optimal.

Il ne s'agit pas de négliger les coûts importants que la restructuration ou la cessation d'activité d'une entreprise peut créer pour ses employés et pour le tissu économique local. Toutefois, nous pensons qu'un biais de principe des procédures collectives en faveur de la continuation est un outil inadapté pour prendre en compte ces coûts. Une prise en compte explicite de ces externalités par une approche « pigouvienne » (s'appuyant, par exemple, sur un système de bonus/malus en fonction du comportement de l'entreprise en matière de licenciements) paraît plus appropriée. De plus, nous avons vu que la loi actuelle ne semble *in fine* pas favorable à l'emploi.

Proposition 2. Dans le cadre des procédures de redressement judiciaire et de sauvegarde, classer les créanciers en fonction de leur rang et mettre la décision finale entre les mains de la classe pivot.

Afin de clarifier le processus de décision lors des procédures collectives et d'éviter les conflits d'intérêts délétères entre investisseurs, nous proposons une évolution du redressement judiciaire (et de la procédure de sauvegarde) qui s'articule autour des trois étapes suivantes :

- une classification des créanciers en fonction de leur rang, en prenant en compte toutes les sûretés ;
- la proposition, d'abord par le débiteur puis éventuellement par les créanciers, d'un plan de réorganisation qui comporte une projection de l'activité et une identification des classes pivots – celles dont les créances sont partiellement modifiées, sans être totalement annulées par le plan de réorganisation ;
- un vote sur le plan de réorganisation au sein de ces classes pivots seulement, assorti de la possibilité pour le juge d'imposer le plan si seules certaines classes l'approuvent.

Comme nous l'avons indiqué plus haut, cette approche a deux avantages principaux. D'une part, le processus est clair et sa mise en œuvre plus rapide, ce qui permet à l'entreprise de retrouver plus vite un bilan assaini et limite le stigmate et la désorganisation liés aux restructurations de dette. D'autre part, les classes pivots n'ont *a priori* ni le biais en faveur de la continuation et de la prise de risque de celles qui perdent

vraisemblablement tout en cas de cessation d'activité (par exemple, les actionnaires), ni le conservatisme des classes de créanciers les mieux protégés. Leurs incitations sont donc mieux alignées avec l'objectif de maximisation de la valeur totale.

Il y a lieu de souligner que cette proposition introduit trois ruptures majeures avec les procédures sous leur forme actuelle :

- les rangs des créanciers et leurs sûretés sont respectés tout au long de la procédure. Dans la législation actuelle, au contraire, les créanciers sont regroupés en classes qui ne reflètent pas nécessairement le rang de leurs créances (fournisseurs, banques, créanciers obligataires) ;
- l'actionnaire devient un acteur marginal, ce qui reflète l'idée selon laquelle la valeur de ses droits résiduels sur les actifs est *a priori* très faible à ce stade. Dans les procédures actuellement en place, les actionnaires ne sont en général pas obligés par le juge d'absorber les pertes et de perdre leurs droits, sauf dans l'hypothèse d'une liquidation judiciaire ;
- le nouveau rôle du juge consulaire est de s'assurer que les créanciers implémentent la procédure correctement et arrivent à une décision. Il peut éventuellement imposer un plan à tous dès lors qu'au moins une classe de créanciers pivots vote en sa faveur.

Proposition 3. Réduire le pouvoir de négociation des actionnaires dans les procédures en amont de la liquidation judiciaire.

Le législateur met une large palette de procédures à la disposition des entreprises en difficulté (encadré 1). Une analyse individuelle de chacun des dispositifs n'a pas de sens. En effet, ces procédures sont typiquement utilisées séquentiellement ; les anticipations des parties quant au déroulement des procédures ultérieures déterminent donc leurs pouvoirs et stratégies de négociation dans le cadre de la procédure courante.

La principale faiblesse de cet enchaînement de procédures est à nos yeux qu'il crée une situation excessivement favorable aux actionnaires :

- l'étape finale du redressement judiciaire ne garantit pas aux créanciers un recouvrement conforme à leurs rangs et/ou sûretés respectifs. En effet, le juge peut toujours décider d'allonger uniformément la maturité de leurs créances, quelle que soit leur priorité, ou de réduire leur montant. Ceci affaiblit considérablement leurs positions lors des procédures précédentes. Notre proposition 2 pallie cette insuffisance ;

¹⁶ Article premier de la loi de 1985, dite loi Badinter.

- le dirigeant, qui représente souvent voire incarne l'intérêt des actionnaires, a le monopole de présentation du plan de redressement lors de la procédure de sauvegarde ;
- lors de cette procédure, les actionnaires conservent leurs droits de propriété sur l'entreprise et sont donc en mesure de bloquer toute dilution par une conversion de créances en nouveaux titres de propriété. Au contraire, la possibilité de rééchelonnement ou de réduction des dettes conduit à l'absorption des pertes par les seuls créanciers.

Nous proposons de rééquilibrer l'ensemble de la séquence des procédures disponibles au profit des créanciers, dans le respect de leurs rangs et sûretés respectifs :

- les dirigeants doivent perdre le monopole de présentation des plans de sauvegarde ;
- le mode d'adoption du plan doit accorder un poids prépondérant à la classe d'ayants droit pivot. En particulier, il n'est pas souhaitable que les actionnaires puissent s'opposer à leur dilution.

Une conséquence importante des propositions 2 et 3 sera de favoriser le développement d'un marché secondaire des créances douteuses, qui, en retour, viendra aider le financement des entreprises risquées. Ce marché est très actif aux États-Unis, mais embryonnaire en France. Le respect des rangs des créanciers et de leurs droits sur l'actif devrait faciliter l'entrée d'institutions financières spécialisées sur un marché secondaire des créances qui devrait donc devenir plus liquide. La perspective de pouvoir céder leurs créances à de telles institutions lorsque l'emprunteur est en difficulté peut à son tour conduire les prêteurs à offrir des conditions de (re)financement plus favorables. Cet effet serait particulièrement important pour les entreprises en difficulté (dont la restructuration est probable) nécessitant l'injection de nouveaux capitaux.

Proposition 4. Créer la possibilité d'opter, au moment où le crédit est accordé, pour un régime dérogatoire d'administration séquestre.

Pour les entreprises sujettes à un fort rationnement du crédit, une procédure de liquidation expéditive peut être le seul moyen de lever des fonds, même si la liquidation est inefficace au sens où elle détruit de la valeur. C'est le cas de la plupart des petites entreprises où l'implication du dirigeant est essentielle et non aisément vérifiable par le créancier.

Pour tenir compte de telles situations, nous proposons que les entreprises aient l'option de déroger aux principes généraux de la défaillance en offrant aux créanciers, au moment où le crédit est accordé, la faculté d'utiliser une forme d'administration séquestre inspirée du droit anglais.

L'administration séquestre (*administrative receivership*) déroge au caractère collectif de la défaillance. Il octroie à un créancier un moyen d'action individuel. Le créancier détient soit une sûreté portant sur un actif spécifique de l'entreprise (*fixed charge*), soit une sûreté générale non affectée à un actif particulier (*floating charge*). Ces sûretés lui confèrent le droit de désigner un administrateur-séquestre (*receiver*), qui agit pour son compte et dont l'unique mission est de recouvrer la créance sur la base des biens qui constituent l'assiette de la *floating/fixed charge*. Le créancier détenteur d'une telle sûreté a également la possibilité de nommer un administrateur qui se voit confier la gestion courante de l'ensemble de l'entreprise. Cet administrateur est souvent en pratique la même personne que le *receiver*.

Nous considérons que cette option n'est appropriée qu'en cas de fortes difficultés de financement de l'entreprise. Cette option doit être réservée aux entreprises qui n'ont aucune dette financière existante. Lorsqu'elle opte pour ce régime, l'entreprise rend naturellement cette information publique¹⁷.

Proposition 5. Préférer une réforme de la justice consulaire à un rôle accru des magistrats professionnels dans le droit des faillites

La réforme des tribunaux de commerce est un projet de longue date. Elle vise à corriger un certain nombre de dysfonctionnements au sein de la justice consulaire, tels que :

- un manque de représentativité des juges élus ;
- un manque de compétence juridique des juges élus, qui peut parfois conduire le greffe à prendre en charge l'intégralité de la rédaction des jugements ;
- une compétence territoriale qui conduit à un émiettement de l'expertise et peut créer des conflits d'intérêts ;
- un contrôle insuffisant des administrateurs et mandataires judiciaires.

Les projets de réforme discutés au cours des quinze dernières années recommandent un rôle accru des juges professionnels au sein des tribunaux de commerce afin de pallier le manque de compétences juridiques des juges élus et de réduire les conflits d'intérêts. Nous n'y sommes pas favorables pour deux raisons. En premier lieu, la compétence économique nous paraît de première importance en matière de justice commerciale. Dans le cas des procédures collectives en particulier, il paraît opportun que la décision soit entre les mains de juges ayant une expérience récente de dirigeant et une solide connaissance de l'environnement économique des entreprises sur lesquelles ils statuent. Il s'agit là d'une conséquence positive de l'exception française du juge consulaire, qu'il est opportun de conserver. En second lieu, les magistrats français n'ont, dans la très grande majorité

¹⁷ Ce régime rend difficile pour l'entreprise de contracter de nouveaux crédits dans sa vie ultérieure, avant extinction de cette dette sous régime dérogatoire. Il paraît toutefois raisonnable de supposer que l'entreprise anticipe ce type de problématique dans ses calculs d'endettement. Nous voyons cette possibilité comme une augmentation de l'éventail des choix proposés aux entreprises.

des cas, ni formation, ni expérience économique¹⁸. De plus, une étude récente montre que les magistrats du siège font preuve d'une défiance vis-à-vis de l'économie de marché et des entreprises privées très supérieures à celle des autres employés de la fonction publique à niveau de diplôme, revenu, sexe et âge équivalents. Les employés de la fonction publique sont eux-mêmes nettement plus défiant que le reste de la population française, qui l'est davantage que 90 % de la population mondiale¹⁹. En cohérence avec notre proposition principale qui consiste à instaurer la maximisation de la valeur totale d'entreprise comme principe directeur des procédures collectives en lieu et place de la préservation de l'emploi, il nous paraît inopportun de renforcer à court terme le rôle des juges professionnels en matière commerciale. Leurs convictions collectives en matière économique, qui sont naturellement parfaitement respectables, paraissent peu compatibles avec les évolutions que nous préconisons.

En revanche, le législateur peut aider à lever la suspicion d'éventuels conflits d'intérêts qui nuit à la réputation des juges consulaires. Une première étape serait de demander une déclaration annuelle sur l'honneur de leurs intérêts économiques et contraindre les juges consulaires à les rendre publiques. Le législateur doit également renforcer le contrôle effectif sur les conflits d'intérêts potentiels des juges : empêcher qu'ils soient amenés à délibérer sur des entreprises avec lesquelles ils entretiennent des liens commerciaux, et leur interdire d'investir dans des entreprises sur lesquelles ils ont statué ; il faut être vigilant sur la mise en application de l'article L. 111-6 du Code de l'organisation judiciaire en particulier. Enfin, une refonte des règles de compétence des juridictions et un recours plus souple et fréquent au dépaysement peuvent permettre à la fois d'éviter les conflits d'intérêts et de pallier l'émiettement de l'expertise.

De plus, si la formation juridique des juges consulaire est jugée insuffisante, on pourrait envisager de soumettre les juges élus à des obligations supplémentaires²⁰. Rappelons toutefois que le fonctionnement de ces tribunaux repose sur le bénévolat, et qu'il s'agit nécessairement d'un équilibre fragile qu'un trop grand nombre d'obligations supplémentaires peut finir par perturber s'il ne s'accompagne pas de compensations.

Deux autres acteurs importants interviennent dans le traitement des défaillances. En aval, le mandataire judiciaire est

censé représenter les créanciers au moment de la liquidation. Sa rémunération est composée d'une partie non incitative (fixe plus droits proportionnels à la taille de l'entreprise) et d'une partie incitative (intéressement au résultat de la vente)²¹. En amont, l'administrateur judiciaire (obligatoire au-delà d'une certaine taille d'entreprise) a pour mission la sauvegarde ; ses émoluments²² augmentent de 50 % si un plan²³ est préféré à la liquidation par le tribunal réuni en formation collégiale. Un vif débat porte depuis de nombreuses années sur le niveau des rémunérations et sur les incitations des administrateurs et des mandataires. Par exemple, dans le cas des mandataires judiciaires, il serait opportun de relâcher le *numerus clausus* et de veiller à ce qu'il y ait suffisamment de concurrence au sein de cette profession (tout en conservant un niveau élevé de compétences). Ensuite, les administrateurs et les mandataires sont rémunérés par une partie fixe plus un intéressement au résultat. *A priori*, rien d'anormal dans le fait que les rémunérations soient liées au résultat. Mais le diable est dans le détail. De nombreux observateurs (dont le Syndicat de la magistrature) préconisent d'asseoir les honoraires des administrateurs sur le nombre d'emplois sauvegardés. Outre le fait que le « nombre d'emplois sauvegardés » est un concept flou (pour combien de temps ? à quel prix ? quels emplois ? par rapport à quel contrefactuel ?), cette préconisation va à l'encontre de l'analyse économique ; et comme nous l'avons expliqué précédemment, elle a toutes les chances d'être néfaste à l'emploi *in fine*. Plus généralement, nous suggérons que les incitations restent ou soient mises en conformité avec les objectifs retenus pour le droit des faillites.

Proposition 6. Adapter le droit des faillites aux défis du XXI^e siècle : redéfinir les « super-privileges », infléchir le droit des groupes, poursuivre la suppression des stigmates des faillites et favoriser une convergence européenne pour limiter l'arbitrage réglementaire.

Comme toutes les régulations, celle du droit des faillites doit évoluer pour s'adapter aux nouveaux défis économiques. Citons quelques exemples, l'idée étant non pas d'apporter des réponses précises, mais d'insister sur le fait qu'une réflexion préalable sur ces sujets et d'autres serait souhaitable avant toute réforme du droit des faillites.

¹⁸ Certains partisans de l'échevinage ou plus généralement d'un rôle accru des magistrats professionnels préconisent logiquement une spécialisation des juges professionnels, telle qu'elle existe pour le droit de la concurrence par exemple.

¹⁹ Cahuc P. et S. Carcillo (2012) : *Les juges et l'économie : une défiance française*, Institut Montaigne.

²⁰ Voir à ce sujet les nombreuses recommandations du rapport Untermaier : Untermaier C. et M. Bonnot (2013) : « Conclusion des travaux de la mission d'information sur le rôle de la justice en matière commerciale », *Rapport d'Information de l'Assemblée nationale*, n° 1006.

²¹ Ceci n'empêche pas forcément les concussions, car les gains potentiels d'une vente à prix bradés peuvent s'avérer bien supérieurs à l'intéressement. Par ailleurs, le mandataire judiciaire peut choisir des transactions de gré à gré avec des acheteurs.

²² L'article R663-4 du Code de commerce spécifie que sa rémunération est fixée en fonction du nombre de salariés employés par le débiteur ou de son chiffre d'affaires. Par ailleurs, l'article R663-12 alloue à l'administrateur judiciaire un droit proportionnel calculé sur le montant de l'augmentation des fonds propres prévue par un plan de sauvegarde ou de redressement.

²³ Un plan comporte un assainissement des activités, un volet financier rallongeant la maturité des créances ou en réduisant la valeur, et un volet social (nombre de licenciements par catégorie).

Tout d'abord, il faudra réfléchir au périmètre exact des super-privilèges. Prenons le problème nouveau de l'hébergement des données, qui fait courir un risque important aux opérateurs de commerce électronique. Dans l'hypothèse d'une cessation des paiements, le client court le risque de perdre son nom de domaine et l'ensemble des données qu'il a confiées à son hébergeur ; or, ces données constituent ou peuvent constituer la substance de son fonds de commerce s'il est, par exemple, un opérateur de commerce électronique ou plus généralement une entreprise du secteur de la distribution ; de plus, les données peuvent être revendues aux enchères avec les actifs de la société liquidée et passer entre les mains de concurrents. Le développement du *Cloud Computing* accroît très sensiblement l'importance de ce problème et la nécessité de lui apporter une réponse adéquate, si possible collective²⁴.

Il serait utile ici de se souvenir de l'exemple du marché des « repos » (opérations de pension) qui a connu un essor spectaculaire dès lors que l'incertitude juridique sur le droit de propriété fut résolue. La loi du 19 février 2007 sur la fiducie a de fait introduit la possibilité de tenir des actifs séparés du patrimoine propre, les mettant ainsi hors procédure collective ; l'on pourrait s'interroger sur les causes du manque de popularité²⁵ de cette solution (contrairement au crédit-bail qui lui aussi sort des actifs des procédures collectives). Inversement, une réflexion devrait être entamée sur ses limites ; dans quelle mesure l'exercice de la fiducie pourrait-il permettre à certains créanciers d'acquiescer une priorité excessive sur les autres créanciers, qui se retrouveraient alors face une « coquille vide » (cette réflexion est entamée en matière prudentielle, où les banques de plus en plus cantonnent des actifs au profit de prêteurs particuliers cherchant à devenir prioritaires par rapport aux autres prêteurs).

Une autre piste de réflexion concerne le droit des groupes. En France, comme le rappelle l'affaire Petroplus, la société mère n'est en général pas responsable sauf en cas de direction de fait. Cela crée une incitation à externaliser les activités risquées pour l'emploi et l'environnement et à « ne pas trop savoir ce qui se passe dans

la filiale ». Les coûts et bénéfices de l'approche anglo-saxonne très extensive d'« *extended liability* » méritent réflexion.

Ensuite, on reproche traditionnellement au droit français des faillites ses conséquences néfastes pour les dirigeants d'entreprises. Le gouvernement a récemment fait un pas dans le bon sens en supprimant le fichage FIBEN (fichier bancaire des entreprises) des dirigeants d'entreprise à la Banque de France en cas de faillite non frauduleuse. Il y a lieu de s'interroger sur l'opportunité de supprimer d'autres stigmates de la faillite.

Enfin, les entreprises sont de plus en plus plurinationales. La question de la résolution des défaillances dans ce contexte a des conséquences importantes pour la localisation des activités, pour le rapatriement des actifs en cas de difficulté, etc. D'une manière générale, l'intégration européenne facilite l'arbitrage réglementaire en matière de droit des faillites comme dans beaucoup d'autres domaines. Ainsi, l'utilisation de holdings luxembourgeoises, qui assurent que les dirigeants ne se placent pas sous la protection du droit français en cas de défaillance, a d'ores et déjà eu lieu pour certains montages financiers. Le risque de développement accéléré d'un tel « *forum shopping* » par les prêteurs serait réel si le droit de la défaillance français devait garder un fort particularisme contre leurs intérêts.

Conclusion

La faiblesse relative de la protection des droits des créanciers dans les procédures collectives françaises pourrait se révéler particulièrement coûteuse dans un contexte post-crise de réduction de la taille des bilans des institutions financières. Nous estimons que deux réformes conceptuellement simples peuvent rapidement améliorer la situation actuelle : redéfinir l'objectif des procédures collectives et renforcer le pouvoir de proposition et de décision des créanciers lors de leur déroulement. ●

²⁴ Le problème des hébergeurs n'est pas spécifique à la France. Voir, par exemple, Kaplan D. (2012) : « Bankruptcy in the Cloud », *NYSBA The Senior Lawyer*, vol. 4, n° 1, pp. 12-19, pour les États-Unis et Lifshitz L.R. (2011) : « Cloud Computing: Legal Risks and Pitfalls », *CCH Commercial Times*, n° 529, août, pp. 1-7, pour le Canada. En Europe, seul le Luxembourg a adopté, à la fin de l'année 2012, un projet de loi qui instaure un droit de revendication en faveur de la personne ou de l'entreprise qui a confié des biens meubles incorporels non fongibles à une entreprise d'hébergement de données qui a déposé son bilan. Les dispositions du nouvel article 567 du Code de commerce luxembourgeois pourraient ainsi constituer une référence utile pour une évolution comparable des dispositions du Code de commerce français. En France, la CNIL et l'ENISA recommandent que les offres de Cloud Computing comportent des dispositions spécifiques sur la réversibilité, qui permettent non seulement la portabilité des données confiées dans l'hypothèse d'un changement d'hébergeur, mais plus encore leur restitution ou leur destruction complète, notamment dans le cas d'un dépôt de bilan.

²⁵ Les causes du manque de popularité semblent être, d'une part, le fait que la pratique est jeune et demande à être rôdée par la jurisprudence (notamment que des décisions de la Cour de cassation interviennent) et, d'autre part, le fait que toutes les fiducies ne sont pas à l'abri d'une procédure collective (cf. art. L. 622-23-1 du Code de commerce).



**conseil d'analyse
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

Présidente déléguée Agnès Benassy-Quéré

Secrétaire général Pierre Joly

Conseillers scientifiques

Jean Beuve, Clément Carbonnier,
Jézabel Couppey-Soubeyran,
Manon Domingues Dos Santos,
Cyriac Guillaumin, Stéphane Saussier

Membres Philippe Askenazy, Agnès Benassy-Quéré,
Antoine Bozio, Pierre Cahuc, Brigitte Dormont,
Lionel Fontagné, Cecilia García-Peñalosa,
Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin,
Guillaume Plantin, David Thesmar, Jean Tirole,
Alain Trannoy, Étienne Wasmer, Guntram Wolff

Correspondants Patrick Artus,
Laurence Boone, Jacques Cailloux

Directeur de la publication Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef Pierre Joly

Réalisation Christine Carl

Contact Presse Christine Carl
Tél. : 01 42 75 77 47
christine.carl@cae-eco.fr