

Article

REVUE TRIMESTRIELLE DE DROIT FINANCIER (n° 2 - 2014)

La réforme du droit des faillites a-t-elle manqué d'ambition ?

2014 – par Arnaud Pérès et Hadrien Schlumberger

1. La réforme du droit des procédures collectives¹, annoncée depuis de longs mois et très attendue par les praticiens² a généralement reçu un accueil favorable en doctrine. Les commentateurs ont observé que cette ordonnance marquait un nouveau mouvement de balancier dans le rapport de force opposant débiteur et créanciers – cette fois en faveur de ces derniers. S'il introduit en effet un certain nombre de nouveautés qui sont bienvenues, le texte demeure toutefois assez modeste dans ses ambitions. On a préféré procéder par petites touches, nombreuses (l'ordonnance crée 34 nouveaux articles du code de commerce et en modifie 92), pour faire évoluer le dispositif et le moderniser, mais il ne s'agit nullement d'une refondation ni d'une réécriture d'ensemble. Avant comme après cette réforme, nous avons des recettes, des techniques, des procédures – et l'ordonnance enrichit encore le mille feuille procédural. Mais cela reste sans doute insuffisant pour faire émerger les principes fondamentaux qui permettraient d'atteindre l'objectif central que se fixe notre système juridique : redresser rapidement l'entreprise et relancer l'activité du débiteur.

2. Notre droit des faillites avant cette réforme était sans doute excessivement favorable à l'actionnaire, à la fois propriétaire et dirigeant de l'entreprise. Les dérives du système, abondamment commentées et critiquées, et mises en lumière dans certaines affaires récentes, ont causé un tort considérable à la crédibilité du droit français et de notre système judiciaire auprès des investisseurs internationaux. L'une des anomalies est qu'il donne à l'actionnaire un droit de veto sur toute solution impliquant une modification du capital (coup d'accordéon, conversion de créances en capital, etc.). La menace du rééchelonnement de la dette sur dix ans, qui peut être imposé aux créanciers en sauvegarde s'ils refusent le plan du débiteur³, a aussi été critiquée. Comme il s'agit d'une mesure très lourde de conséquences pour eux, c'est un moyen de pression pour les amener à négocier un plan et à consentir des sacrifices pour éviter l'issue du rééchelonnement imposé. Moyennant quoi, l'actionnaire-dirigeant, abrité derrière l'enveloppe juridique du débiteur, peut lui ne consentir aucun

¹ Ordonnance 2014-326 du 12 mars 2014.

² Voir notamment entretien H. Bourbouloux et G. Sonier dans *Option Droit et Affaires* n°207 du 19 mars 2014 et l'article « Quelle réforme du droit des faillites ? » Arnaud Pérès, Christophe Perchet, Juliette Loget et Hadrien Schlumberger, *Banque & Droit*, Hors-série octobre 2013.

³ Article L. 626-18 du code de commerce.

sacrifice : le rééchelonnement imposé ne l'affecte pas, il peut conserver l'intégralité de son capital, le contrôle, et le plus souvent son fauteuil de dirigeant. Cette situation est particulièrement sensible en présence d'un actionariat familial, quand le fondateur ou ses héritiers ont une participation significative au capital et que l'entreprise représente une part importante de leur patrimoine.

3. Le système peut donc avoir cette conséquence curieuse où, comme à front renversé, les efforts sont demandés exclusivement aux créanciers tandis que l'on préserve l'actionnaire dirigeant. Or bien souvent celui-ci porte la responsabilité de la gestion de l'entreprise (qui a conduit à la sauvegarde ou au redressement judiciaire), et surtout, comme actionnaire, il était censé supporter au premier chef les pertes sociales. Le législateur a pourtant fait le choix de protéger cette catégorie d'acteurs économiques, les investisseurs en capital, à un moment où la déconfiture de l'entreprise dont ils sont propriétaires devrait au contraire les disqualifier. Et ce au détriment des autres investisseurs, ceux qui ont prêté à l'entreprise, et des partenaires commerciaux, autant de créanciers à qui la loi permet au contraire d'imposer des moratoires et un rééchelonnement de leur créance.

4. Pourtant, on n'a jamais démontré que le sauvetage de l'entreprise devait passer par la préservation de l'intégrité des droits de l'actionnaire, propriétaire et dirigeant. Au pays de la libre entreprise et du capitalisme, les actionnaires sont au contraire les premiers à passer au laminoir de l'*absolute priority rule*, principe cardinal du *Chapter 11* américain, selon lequel on ne peut pas dégrader la situation d'un créancier contre son gré si un actionnaire (ou un créancier subordonné) conserve ses droits. C'est connu, dans la faillite de General Motors, les actionnaires anciens ont tout perdu, et la restructuration et le redressement spectaculaire de l'entreprise n'ont été rendus possibles dans des délais extraordinairement brefs, que parce que les actionnaires ont d'emblée été écartés. Il ne s'agit donc pas de savoir si telle catégorie d'investisseurs (les actionnaires) a plus ou moins de mérite que telle autre (les créanciers), mais de trouver des règles simples et efficaces qui permettent de redresser l'entreprise et relancer l'activité.

I. L'incertitude, mal récurrent du droit des faillites

5. Par essence, le droit des faillites doit traiter une situation pathologique, de crise. Le débiteur n'est plus en mesure d'honorer ses dettes et payer ses créanciers, ou ne le sera plus à brève échéance. Le rétablissement de l'entreprise passe donc nécessairement par des sacrifices qui seront demandés aux différentes parties prenantes. Toute la question est de savoir comment répartir cet effort.

6. La logique voudrait que les sacrifices soient repartis selon l'ordre de priorité initialement accepté par chacun. Les actionnaires devraient donc absorber ces pertes en premier : c'est l'essence du contrat de société, qui veut qu'ils soient aussi les premiers bénéficiaires de la création de valeur quand la société prospère (dividendes, plus-values en cas de cession, etc.). Selon la formule traditionnelle, le capital social est le « *gage des créanciers* ». Entre les créanciers eux-mêmes, les pertes devraient être supportées en priorité par ceux d'entre eux qui ont accepté d'être subordonnés (convention de subordination, titres subordonnés, etc.), en contrepartie d'une rémunération plus importante. Enfin, les créanciers munis de suretés devraient effectivement pouvoir protéger leur créance, au moins à hauteur de la valeur de

l'actif sur lequel porte leur droit. Et si, pour les besoins de la restructuration, il est nécessaire de porter atteinte aux droits de ces créanciers privilégiés, il n'y a aucune raison que cela se fasse au profit d'actionnaires ou de créanciers qui leurs sont subordonnés.

7. Le respect de ces règles de priorité et de répartition des risques, qui ont été consenties par chacun, au moment crucial où il est le plus nécessaire, doit être au cœur du dispositif de notre droit des faillites. L'efficacité de la procédure en dépend.

8. Mais il n'en est rien. On l'a dit, l'actionnaire-dirigeant peut trop souvent tirer profit des règles censées protéger le « débiteur ». Entre créanciers eux-mêmes, le respect de l'ordre de priorité n'est pas davantage respecté. Par exemple, les créanciers subordonnés ont moins à craindre que les créanciers seniors des conséquences d'un rééchelonnement imposé sur dix ans. Mais tous, créanciers seniors et subordonnés, se retrouvent ensemble au sein des mêmes comités appelés à voter sur le projet de plan, alors que leurs intérêts sont divergents et qu'ils sont inégaux devant la menace d'un rééchelonnement.

En effet, l'organisation des comités, fixée de façon rigide par la loi, ne tient aucun compte des rangs de priorité. Si l'article L. 626-30-2 prévoit que le plan peut désormais prévoir un traitement différencié en fonction des accords de subordination entre créanciers, il n'empêche pas les créanciers subordonnés de monnayer leur vote dans le cadre de la négociation du plan, et de faire en sorte qu'il prévoie des concessions en leur faveur.

9. Le système donne donc trop souvent un droit de veto aux actionnaires comme aux créanciers subordonnés. Il conduit donc à des transferts de valeur au profit de ces différentes catégories, qui sont souvent le prix d'interminables tractations avec les créanciers seniors. Cette situation, peu satisfaisante au plan des principes, entretient l'incertitude sur l'issue de la procédure et ralentit tout le processus de restructuration. Au final, elle est surtout dommageable pour l'entreprise elle-même.

10. Quelles sont en effet les conséquences de cette situation ? En amont des difficultés, elle entraîne la raréfaction et le renchérissement du crédit pour l'entreprise. Ayant peu de visibilité sur le traitement qui leur sera réservé en cas de difficulté du débiteur, les prêteurs potentiels préféreront soit s'abstenir soit faire payer une prime de risque plus importante à l'emprunteur, qui se traduit par des taux d'intérêts plus élevés. Pour les acquisitions à effet de levier de type LBO, on voit aussi se développer la technique dite de la double Luxco⁴, qui vise essentiellement à contourner les juridictions françaises et dont le coût de mise en place est supporté par l'emprunteur.

11. Quand les difficultés sont là, la capacité d'emprunt du débiteur devient quasiment nulle, au moment où l'entreprise a le plus besoin de financements nouveaux. En pratique, les prêteurs potentiels susceptibles malgré tout d'intervenir à ce moment-là exigent des garanties assises sur la propriété – cession Dailly des créances clients, crédit-bail, etc. – qui restent efficaces en cas de déconfiture du débiteur. Mais encore faut-il disposer d'actifs libres

⁴ Pour une description de cette structure et un retour sur ses origines, voir par exemple « Les structures double luxco et leur effet sur la structuration des garanties financières luxembourgeoises », M. Lattard et F. Fayot, Elvinger, Hoss&Prussen, publié au Bulletin droit et banque de l'Association luxembourgeoise des juristes de droit bancaire n° 49, mai 2012, pages 31 à 35.

de suretés. Cette situation contraste avec le marché très actif du « DIP financing »⁵ qui existe aux États-Unis et qui fournit une offre abondante de crédit aux entreprises américaines en procédure collective. Ce marché attire de nombreux prêteurs, qui acceptent de mettre à disposition des financements à des conditions relativement compétitives, essentiellement sur la garantie offerte par le privilège légal de créancier postérieur prévu par le Bankruptcy code américain. En droit français aussi, le prêteur en période d'observation jouit théoriquement d'un privilège légal, mais on sait que cette protection n'est pas suffisante pour susciter une offre, un marché. Car le privilège légal reste purement théorique si en fait la procédure traîne en longueur, s'enlise, et que le débiteur s'est vidé de sa substance.

12. Tout cela explique sans doute la prééminence, l'hypertrophie des procédures amiables en France. Faute de pouvoir anticiper ce que pourrait être l'issue et la durée d'une procédure collective, on choisit de passer par un mandat *ad hoc* ou une conciliation. Ce qui permet d'éviter le stigmate de la faillite et parfois de trouver une issue négociée. Mais ces procédures sont longues, les tractations souvent difficiles, et on est souvent conduits à se contenter d'expédients pour régler un problème immédiat tout en remettant à plus tard les restructurations nécessaires à un redressement durable de l'entreprise. Avec des règles de priorité préétablies et claires en procédure collective, on faciliterait *dès la phase amiable* les discussions entre les parties à la restructuration sur la répartition des sacrifices financiers. Bien entendu, les parties seraient loïsibles de déroger conventionnellement à ces règles de priorité et, en fonction de la situation, de faire le choix du maintien de l'actionnaire-dirigeant.

13. Rien ne semble s'opposer à la mise en place de tels principes dans notre droit des faillites. On note d'ailleurs avec intérêt que le législateur les a déjà consacrés, mais seulement en matière de restructuration des établissements de crédit en difficulté.

14. En effet, la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 a introduit un article L. 613-31-16 dans le code monétaire et financier, qui permet au collège de résolution de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (l'ACPR) d'imposer l'annulation des titres de capital ou la conversion de dette en capital afin d'apurer les pertes, mais seulement selon un ordre de priorité clair entre actionnaires et créanciers, puis entre créanciers. Les dépréciations sont imputées d'abord sur les capitaux propres, puis sur les titres subordonnés, puis sur les créances en respectant le rang des créanciers⁶. L'égalité de

⁵ *Debtor-In-Possession Financing*. Un article de S. Gilson, Harvard Business School, publié par Morgan Stanley à l'automne 2012 dans *Journal of Applied Corporate Finance* « *Coming Through in a Crisis : How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy* » résume parfaitement la situation aux États-Unis : « *DIP financing represents a major source of funding to bankrupt companies, and is often lined up in advance so it can be accessed the moment a company files. Because of their seniority, DIP lenders rarely fail to be fully repaid, and lending fees can be lucrative. This market has attracted capital from both traditional lending institutions and, more recently, hedge funds and other investors. During the period 2000-2008, almost \$100 billion was raised through DIP financing.* ». Voir l'article de S. Vermeille « Règle de droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... » paru dans la RTDF n°2 2012 pages 28 et suivant pour une comparaison avec la situation en France.

⁶ « [Le collège de résolution de l'ACPR peut] imposer la réduction du capital, l'annulation des titres de capital ou des éléments de passif ou la conversion des éléments de passif afin d'absorber le montant des dépréciations, selon l'ordre et les modalités suivantes : a) En premier lieu, les dépréciations sont imputées sur les capitaux propres ; b) En deuxième lieu, les dépréciations qui demeurent sont imputées sur les titres subordonnés de dernier rang émis en application de l'article L. 228-97 du code de commerce, les titres participatifs [...]. Les mesures qui précèdent peuvent consister en une réduction du principal, en une annulation ou en une conversion de ces titres à hauteur des dépréciations constatées sur les actifs ; c) En troisième lieu, les

traitement des créanciers de même rang est expressément prévue, avec une réduction du montant principal de leurs créances dans une égale mesure proportionnellement à leur valeur. De même, le collège de résolution de l'ACPR doit s'assurer que chaque créancier muni de sûreté recevra dans la restructuration au moins l'équivalent de ce qu'il aurait reçu en cas d'exercice de sa sûreté.

15. Ces mêmes principes, que la France et l'Europe viennent d'introduire pour traiter la faillite des banques, doivent à présent être étendus au-delà du seul domaine bancaire et guider le législateur pour inspirer une future réforme des procédures collectives.

II. Les améliorations de la réforme pour rendre la restructuration plus prévisible

16. L'objet n'est pas ici de dresser un catalogue exhaustif des diverses mesures introduites par l'ordonnance du 12 mars 2014, celle-ci ayant déjà fait l'objet de nombreux commentaires⁷ – mais simplement, à l'aune de l'analyse qui précède, de revoir les dispositions nouvelles qui pourraient conduire à davantage de prévisibilité de la procédure.

17. La faculté qui est désormais accordée à tout créancier membre d'un comité⁸ de pouvoir présenter, en sauvegarde comme en redressement judiciaire, son propre projet de plan est l'innovation la plus notable de la réforme. Cette nouvelle faculté renforce sans doute les créanciers : s'ils sont face à un actionnaire-dirigeant décidé à leur imposer un plan excessivement lourd, à peine plus clément qu'un rééchelonnement sur dix ans, les créanciers auront désormais la faculté de proposer leur propre projet de plan concurrent. Mais cette mesure ne donne malheureusement pas plus de certitudes sur l'issue de la restructuration, puisque l'article L. 626-31 du Code de commerce dans sa nouvelle rédaction⁹ laisse entendre qu'il reviendra au tribunal de décider – sans préciser les principes selon lesquels il se déterminera – s'il arrêtera le plan des créanciers ou celui proposé par le débiteur et rejeté par les comités. En pratique, il nous semble difficile de voir comment le tribunal pourrait imposer aux actionnaires le projet de plan proposé par les créanciers si celui-ci prévoit une capitalisation partielle des créances (*debt-to-equity swaps*), puisque le concours des actionnaires est toujours requis pour procéder à ces opérations. En effet, si le nouvel article L. 626-16-1 du Code de commerce permet d'abaisser à la majorité simple (au lieu des deux-tiers) le seuil requis en assemblée générale pour modifier le capital, l'accord de la majorité des actionnaires demeure indispensable. Ainsi, si cette majorité s'oppose au plan, le tribunal pourrait être tenté de retenir le plan proposé par le débiteur, quand bien même ce dernier

dépréciations qui demeurent sont imputées sur les autres obligations dont le contrat d'émission prévoit que, en cas de liquidation de l'émetteur, elles ne sont remboursées qu'après désintéressement des créanciers privilégiés et chirographaires. Les mesures qui précèdent peuvent consister en une réduction du principal, en une annulation ou en une conversion de ces titres à hauteur des dépréciations constatées. Ces mesures s'appliquent de manière égale entre créanciers de même rang, en réduisant le montant en principal de ces créances ou l'encours exigible à leur titre dans une égale mesure proportionnellement à leur valeur ».

⁷ Voir par exemple l'article de François-Xavier Lucas publié dans le Bulletin Joly Entreprises en difficultés de mars-avril 2014, « Présentation de l'ordonnance portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives ».

⁸ L'article L. 626-30-2 du Code de commerce dans sa nouvelle rédaction visant « tout créancier membre d'un comité », il semblerait que le législateur ait – involontairement ? – privé les membres de l'assemblée des obligataires de cette faculté.

⁹ « lorsque le projet de plan a été adopté par chacun des comité [...] le tribunal statue sur celui-ci ainsi que sur le projet de plan mentionné à l'article L. 626-2 [celui proposé par le débiteur] ».

aurait été rejeté par les comités de créanciers, pour la seule raison qu'il sera le seul plan qui pourra être mis en œuvre.

18. De même, en cas de rejet des projets de plan de sauvegarde par les comités, le tribunal a désormais le choix entre deux issues radicalement opposées : le traditionnel rééchelonnement imposé sur dix ans et, c'est nouveau, une conversion de la procédure de sauvegarde en redressement judiciaire à la demande de l'administrateur, du mandataire judiciaire ou du ministère public (article L. 622-10). Mais, encore une fois, la loi reste muette sur les principes selon lesquels le tribunal devra se déterminer.

19. On le voit, si l'ordonnance du 12 mars 2014 a donné plus d'armes aux créanciers, elle a en réalité rendu l'issue de la procédure *encore plus imprévisible*.

20. Qu'en est-il des autres mesures prises en faveur des créanciers? La réforme a consacré dans la loi la pratique des conventions de vote entre créanciers (mais il n'y avait pas de raison de douter de leur validité). Les conventions de vote et les conventions de subordination doivent désormais être portées à la connaissance de l'administrateur judiciaire et, en cas de non-respect de ces conventions, celui-ci peut désormais saisir le tribunal pour enjoindre le créancier dissident de respecter son engagement. La réforme va dans le bon sens, mais il existe de nombreux cas dans lesquels les créanciers n'auront conclu entre eux aucune convention de vote ou de subordination.

21. En effet, elle ne règle en rien la situation la plus courante où il existe des différences fondamentales dans la nature des droits des créanciers : tel créancier sera muni de sûreté, tel autre sera chirographaire, un troisième aura souscrit des titres subordonnés, et ces différences ne résultent nullement de conventions de vote ou de subordination. Il faudrait donc tenir compte de ces différences de situation dès la constitution des comités plutôt que d'en assurer le respect par des conventions de vote qui parfois n'existent pas.

22. Il est regrettable de ne pas avoir modifié les dispositions légales sur la composition des comités, trop rigides et simplistes pour pouvoir appréhender correctement la réalité de la situation propre à chaque débiteur. Il devrait revenir à l'administrateur judiciaire, sous le contrôle du tribunal, de répartir les créanciers en autant de groupes homogènes formant chacun un comité.

23. Surtout, le tribunal devrait pouvoir passer outre le vote négatif de certains comités et imposer à tous un plan « par défaut », sans être limité à un choix binaire entre le rééchelonnement imposé sur dix ans et l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. Ce plan imposé devrait respecter certains principes cardinaux rappelés plus haut – et déjà applicables aux banques – comme l'ordre de priorité et le fait que les créanciers ne se retrouvent dans une situation plus défavorable qu'en cas de liquidation.

24. Dans la même logique et pour réduire l'incertitude, le plan de restructuration ne devrait pouvoir être remis en cause que dans un nombre *très* limité de situations. Or, pour censément rééquilibrer la procédure en faveur des créanciers, l'ordonnance introduit une nouvelle faculté permettant au commissaire à l'exécution du plan de demander la modification du plan en cours d'exécution. Là encore, cette pseudo « clause de retour à

meilleure fortune », nous semble soulever plus de difficultés qu'elle n'en résout, puisqu'elle crée une incertitude supplémentaire sur l'entreprise qui sera nuisible à son rétablissement. Si l'on peut changer les règles du jeu, y compris des années après l'adoption du plan, on risque d'obérer toute chance pour ces sociétés de trouver de nouveaux financements pendant la durée du plan.

25. La solution réside au contraire dans une répartition plus cohérente des sacrifices financiers entre créanciers et actionnaires avant d'arrêter le plan. Dans le cadre actuel, pendant toute la durée du plan, l'entreprise encourt en permanence le risque d'une résolution rétroactive du plan. Il faudrait mettre fin à cette précarité et assurer véritablement à l'entreprise un nouveau départ dès la sortie de la procédure et non plus à l'issue du plan. Si l'entreprise devait ultérieurement connaître de nouvelles difficultés, il suffirait simplement d'ouvrir une nouvelle procédure pour traiter le problème, sans chercher à réécrire le passé ou défaire rétroactivement le plan initial, avec les difficultés pratiques, parfois insurmontables, que cela implique.

26. Au final, il nous semble que la réforme la plus utile réside dans la simplification de la procédure de déclaration de créances. La démonstration n'est plus à faire : les règles de déclaration des créances, passablement abstruses, étaient non seulement ineptes mais également nuisibles. On se contentera de relever que le législateur ne tire aucune conséquence de ces règles pour les besoins de la composition et du vote des comités de créanciers. L'administrateur judiciaire peut réunir les comités et faire procéder au vote sur des décisions fondamentales pour les créanciers comme pour le débiteur (abandon de créances, étalement, etc.) sans même que ces créances aient été « vérifiées » et « admises ». De même, la décision du tribunal qui arrête le plan après le vote des comités peut parfaitement intervenir avant le délai maximum de quatre mois de déclaration des créances. Comment mieux démontrer l'inutilité de la procédure de déclaration des créances ? On doit donc se féliciter de cet allègement du formalisme de déclaration des créances. Même s'il aurait fallu, sur ce point aussi, aller plus loin en faisant reposer directement sur le chef du débiteur l'obligation de déclaration de créances. Ainsi, seules les créances dont la réalité ou le montant seraient contestés feraient l'objet d'une déclaration de créance.