

## « La faillite du droit des faillites » : les économistes rendent leur verdict au Premier Ministre

**Le Conseil d'analyse économique (CAE) a rendu au Premier Ministre, le 5 juin dernier, une analyse sans concession du droit des faillites<sup>1</sup>. Notre droit des entreprises en difficulté 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. Cette singularité nuirait selon le CAE à la capacité de financement des entreprises, notamment petites et moyennes, et in fine à l'emploi. Les économistes recommandent une meilleure protection des créanciers, inspirée des procédures actuellement en vigueur aux Etats-Unis. Notre législateur va-t-il suivre ?**



Par Sophie Vermeille,  
Institut Droit & Croissance

Presque trente ans après la loi sur le redressement judiciaire (loi de 1985), et en dépit des multiples réformes (1994, 2005, 2008, 2009), trois économistes membres du CAE<sup>2</sup>, appellent de leurs vœux à une réforme de la loi française sur le modèle du Chapter 11. La finalité première de la procédure collective, à savoir la préservation de l'emploi, est jugée contre-productive au regard des résultats des études empiriques réalisées. La finalité de la procédure collective devrait être la maximisation de la valeur des actifs de l'entreprise. Reste à savoir si cette proposition est compatible avec notre pays de culture civiliste, à l'aube d'une nouvelle réforme du droit des entreprises en difficulté, en même temps que celle des juridictions consulaires.

Comme évoqué précédemment<sup>3</sup>, pour les économistes, lorsque la société est viable, la procédure collective devrait permettre aux parties de s'accorder sur un plan de restructuration après évaluation du passif comptable et de la valeur d'entreprise, déterminée en fonction d'une actualisation des flux futurs de trésorerie de la société. Lorsque la valeur d'entreprise retenue est inférieure au passif, le plan de restructuration proposé par les dirigeants de la société, à défaut par les créanciers, devrait prévoir un transfert du contrôle de la société insolvable, bien avant la cessation des paiements. Ce transfert du contrôle permettrait de réduire les coûts de détresse financière<sup>4</sup> que subit la société, bien en amont de la date initiale de paiement des créances, concept devenu obsolète.

Parmi tous les créanciers du débiteur, le transfert du contrôle devrait s'opérer au profit des créanciers en situation de subir les conséquences (positives, comme négatives) de leurs actes, ce que nos trois

économistes appellent les «créanciers pivots». Ces créanciers, qui ont ainsi le plus intérêt à maximiser la valeur des actifs, sont les nouveaux propriétaires résiduels de la société, en remplacement des actionnaires existant. Selon l'ordre de priorités initialement convenu entre eux et compte tenu de la valorisation retenue de la société, ce sont les créanciers qui 1) ne peuvent plus espérer un remboursement complet de leurs créances au regard de la valorisation retenue de la valeur d'entreprise, mais 2) qui n'ont pas complètement perdu tout droit à être remboursé, ne serait-ce que partiellement. En permettant le transfert du contrôle aux créanciers résiduels plutôt qu'à des tiers (tels que le juge), la procédure collective remplirait l'objectif de maximiser la valeur des actifs de la société. Les créanciers propriétaires auraient à choisir entre devenir les nouveaux actionnaires de la société (en convertissant leurs créances) ou transférer l'ensemble des actifs à des tiers selon l'option qui permet le mieux de valoriser leurs titres. Les créanciers «junior» et les actionnaires seraient alors grandement dilués, voire même perdraient tous droits dans la société<sup>5</sup>. Les créanciers «senior» ne seraient pas affectés par la procédure de sauvegarde/redressement.

La réaffectation des actions du débiteur sur la base d'une valorisation de ce dernier conduit bien à une expropriation des actionnaires et ce, même si la société est insolvable au regard de ses perspectives de trésorerie future. La valeur résiduelle des titres détenus par les actionnaires n'est jamais complètement égale à zéro tant que la société n'est pas en défaut. Le coût supporté par les actionnaires dépend principalement de deux facteurs :

- la durée existant entre le moment où ils sont expo-

priés et la date à laquelle est prévu le remboursement initial de la dette que la société ne serait pas en mesure de payer ;

- la volatilité de la valeur d'entreprise entre la date d'expropriation et la date normale de remboursement de la dette.

Le dirigeant, qui prend l'initiative d'ouvrir une procédure de sauvegarde, qui serait conforme aux recommandations des économistes, prendrait ainsi une décision contraire aux intérêts des actionnaires. Adopter une approche économique de la procédure collective, c'est admettre que la finalité de celle-ci est l'efficacité économique au sens des théorèmes de Pareto, ou plus généralement de Kaldor-Hicks. Nombreux sont ceux qui pensent que c'est contraire à notre culture juridique. Nous ne partageons pas cet avis.

Un exemple permet d'illustrer l'efficacité au sens de Pareto, puis de Kaldor-Hicks. Supposons qu'il existe une ressource X appartenant à A. Ce dernier souhaite conserver X qu'il valorise à 5 euros. Supposons que B souhaite acquérir X, qu'il valorise à 10 euros. Le transfert de X à B est efficace au sens de Pareto sous réserve que 1) B indemnise complètement A pour la perte de X, 2) le transfert de X reste une opération bénéfique pour B et 3) personne d'autre ne subisse de conséquences négatives déclenchées par ce transfert. En pratique, il est particulièrement rare qu'une transaction puisse être efficace au sens de Pareto. Il existe toujours des tiers, qui ne font pas partie de la transaction, qui souffrent des conséquences engendrées par l'opération, c'est encore plus vrai lorsqu'il s'agit d'une loi. Pour cette raison, pour les tenants de l'analyse économique, une transaction ou une loi est efficace au sens de Kaldor-Hicks. Dans notre exemple, le transfert de X est efficace au sens de Kaldor-Hicks à partir du moment où 1) B pourrait complètement indemniser A pour la perte de X, 2) B pourrait également complètement indemniser toute autre personne qui subirait des conséquences négatives attachées déclenchées par le transfert de X et 3) le transfert de X reste une opération bénéfique pour B, peu importe que dans les faits, B indemnise ou non les personnes ayant souffert des conséquences de la transaction.

Ainsi, le droit des entreprises en difficulté qui autoriserait l'expropriation des actionnaires n'en serait pas moins efficace au sens de Kaldor-Hicks à partir du moment où avancer la date du transfert du contrôle de l'entreprise procure un bénéfice à la collectivité (l'ensemble des parties prenantes, des partenaires actuels ou futurs), supérieur au coût supporté par les tiers. Peu importe que les action-

naires ne soient pas indemnisés. Comme évoqué précédemment, le bénéfice dont profite la collectivité tient au fait que la réaffectation anticipée des droits dans l'entreprise permet de réduire notamment les conséquences de l'excès d'endettement sur l'outil de production dont dépend la pérennité des emplois au sein de l'entreprise défaillante. Le coût de la détresse financière est évalué aux Etats-Unis, selon une étude, à 4,5 % de la valeur des actifs<sup>6</sup>. De plus, des études aux Etats-Unis ont démontré que les coûts directs liés à l'ouverture d'une procédure collective représentent entre 3 et 5 % de la valeur totale de la société<sup>7</sup>. Ces coûts sont probablement supérieurs au coût supporté par les actionnaires, dans l'hypothèse où l'expropriation a lieu sur la base d'une estimation de la valeur d'entreprise de la société montrant que cette dernière est probablement insolvable.

L'atteinte aux droits de propriété des actionnaires au nom de l'efficacité économique qui résulterait d'une déchéance anticipée des droits des actionnaires ne nous paraît pas incompatible avec nos principes civilistes. Dès lors que les difficultés de l'entreprise défaillante sont telles que la créance résiduelle des actionnaires sur cette dernière est d'un montant pouvant être considéré comme négligeable, leur expulsion n'apparaît pas être une atteinte disproportionnée sur le plan de la morale et de l'éthique aux droits des actionnaires. Le juge permettrait d'assortir l'expropriation de garanties procédurales (comme le contrôle sur la valeur), bien supérieures aux garanties données aux actionnaires des établissements bancaires faisant l'objet d'une procédure de bail in comme il est envisagé aux termes de la loi. ■

1. Le rapport est disponible sur le site du CAE : [www.cae.gouv.fr](http://www.cae.gouv.fr).

2. Guillaume Plantin est professeur à l'Ecole d'économie de Toulouse (TSE) et à l'IDEI, David Thesmar est professeur à HEC Paris et Jean Tirole est professeur à TSE, à l'IDEI et à l'IASR.

3. VERMEILLE S. et ROQUETTE J., « Coup d'accordéon, spoliation et pouvoir de nuisance - Sortons de l'impasse en réconciliant droit et économie », *Revue Option Droit&Affaires*, n° 153, 23 janvier 2013, p. 11-12.

4. Les coûts de détresse financière sont l'ensemble des coûts directs et indirects liés à l'augmentation du risque de défaut du débiteur.

5. Dans leur note, les économistes du CAE n'évoquent que la dilution forcée des actionnaires, renseignement pris auprès des auteurs, la possibilité d'exproprier les actionnaires est tout à fait envisageable.

6. ALMEIDA H., PHILIPPON T., « The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, n° 4, 2008.

7. V. WARNER J., « Bankruptcy Costs: Some Evidence », *Journal of Finance*, vol. 32, 1977, pp. 337-347 ; WEISS L., « Bankruptcy Resolution. Direct Costs and Violation of Priority of Claims », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, pp. 255-311.