

L'éviction des actionnaires en amont de la cessation des paiements : un impératif pour lutter contre l'excès d'endettement ¹

par Sophie Vermeille, Institut Droit & Croissance/Rules for Growth
et Adrien Bézert, Institut Droit & Croissance/Rules for Growth ²

L'essentiel > Pendant des années jusqu'en 2007, les acteurs économiques se sont habitués à l'idée que l'accès au crédit était facile et bon marché. Dans ce contexte, certaines entreprises ont profité de cette aubaine pour financer leurs projets et se retrouvent aujourd'hui avec un niveau d'endettement excessif. L'obligation pour une entreprise de porter le fardeau d'une dette devenue trop élevée a un coût important pour elle, bien en amont d'un défaut de paiement. Transférer, le plus rapidement possible, le contrôle du destin d'une société insolvable à certains créanciers est la solution permettant d'empêcher qu'aux difficultés financières, succèdent les difficultés économiques. Il s'agit certes une atteinte aux droits de propriété des actionnaires, mais c'est la seule solution à la fois légitime et proportionnée. Il convient donc de l'assumer mais aussi d'encadrer strictement cette dépossession pour éviter les abus.

La panique bancaire de l'automne 2008 a entraîné une crise financière, puis économique, qui s'est propagée aux quatre coins du globe. Cette panique a mis fin à la plus grande bulle financière qu'ait connue notre histoire ³. Cette bulle financière a provoqué une hausse de l'endettement des ménages, des entreprises et des États souverains. Dans ce contexte, il est important que notre droit s'adapte afin de lutter de manière appropriée contre les situations d'excès d'endettement. Or, en dépit de l'évolution de l'économie et de la finance qui tend à multiplier les situations dans lesquelles une société peut être viable d'un point de vue opérationnel ⁴, mais insolvable sur un plan financier ⁵, le droit français des entreprises en difficulté reste principalement focalisé sur une vision de la société entrepreneuriale. Il peine dès lors à dissocier le sort des actionnaires de celui de l'entreprise, c'est-à-dire l'outil de biens de production ou de service, et ce, même lorsque les sociétés sont de taille significative. Cette situation empêche le désendettement

dans des proportions suffisantes des sociétés qui ont, au cours de ces dernières années, beaucoup eu recours à la dette pour financer leurs projets d'investissement.

Ainsi, en procédure de sauvegarde, les dirigeants et les actionnaires conservent le contrôle de la société, même si la société est insolvable. En effet :

- seul le dirigeant peut présenter un plan de sauvegarde ;
- la conversion de la dette en actions est une opération sur le capital qui nécessite l'approbation des actionnaires ;
- un plan de sauvegarde peut être adopté en dépit du désaccord de l'ensemble des créanciers ;
- un plan de cession est impossible, sauf en cas d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire.

Le problème est que, dans certaines sociétés, le recours à la dette a été tel que même la sanction du rééchelonnement d'of-

(1) Cette chronique est un résumé de la partie III d'un article consacré à l'affaire *Belvédère*, qui a débuté le 16 juill. 2008 par l'ouverture d'une procédure de sauvegarde au bénéfice de la société *Belvédère* par le tribunal de commerce de Beaune (24 oct. 2008, n° 2008/001673) et s'est achevée par l'homologation du plan de redressement de la société par le tribunal de commerce de Dijon (19 mars 2013, n° 2012/008452) : S. Vermeille, R. Bourgueil et A. Bézert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté*. Plaidoyer pour une réforme ambitieuse, RTDF 2013, n° 3, à paraître. (2) Droit & Croissance (*Rules for Growth*) est un institut apolitique ayant pour mission de réaliser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance afin d'interpeller les pouvoirs publics et les membres de la société civile : a) sur l'importance de la règle de droit, comme instrument au service de la croissance, ainsi que b) sur le lien à établir entre le retard de la recherche universitaire française aux croisements du droit, de l'économie et de la finance et la relative inadaptation de notre système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance. Droit & Croissance s'est ainsi fixé pour objectif de contribuer concrètement à l'amélioration de l'attractivité de notre système juridique : x) en servant de passerelle entre les différents acteurs impliqués principalement dans le domaine du droit et de la finance, afin de réduire les asymétries d'information, y) en aidant à la création de bases de données quantitatives pour faciliter le travail des chercheurs, z) ainsi qu'en établissant des liens entre les centres de recherche français, d'une part et les centres européens et nord-américains d'autre part. Droit & Croissance a besoin de soutiens financiers et scientifiques afin de pouvoir rester indépendant. www.droitetcroissance.fr (3) P. Artus, J.-P. Betzeze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, Rapp. du Conseil d'analyse économique, 4 sept. 2008, disponible sur le site du Conseil d'analyse économique. (4) Une société est dite « viable » d'un point de vue opérationnel lorsqu'elle génère ou est susceptible de générer un résultat opérationnel positif. (5) Une société est dite « insolvable » lorsqu'il est anticipé qu'elle ne pourra pas rembourser sa dette à terme compte tenu de ses perspectives de trésorerie futures. Une société peut donc être insolvable sans être pour autant dans une situation de cessation des paiements.

fice des créances sur dix ans par le juge ne permet pas de désendetter la société dans des proportions suffisantes. Il faut alors attendre l'état de cessation des paiements de la société, et l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire, pour envisager le transfert du contrôle entre d'autres mains que celles des actionnaires et du dirigeant, propice à un désendettement significatif.

Or les sociétés viables, mais insolubles, souffrent bien avant l'état de cessation des paiements de coûts dits « de détresse financière », constitués par l'ensemble des coûts directs et indirects liés à l'augmentation du risque de défaut du débiteur. Ainsi, la situation d'excès d'endettement :

- détourne l'attention des dirigeants et des salariés de l'activité opérationnelle pendant la durée des négociations avec leurs créanciers ;
- incite au départ des employés les plus performants et rend plus difficile le recrutement de nouveaux employés ;
- empêche le financement de projets créateurs de valeur ;
- aggrave les effets de chocs externes (par ex., les effets des grèves des transports publics, des catastrophes naturelles, de soulèvements politiques à l'étranger où la société exerce une activité, etc.) ;
- nuit au maintien de bonnes relations avec les tiers, à commencer par les fournisseurs et les clients de la société ;
- encourage l'entrée de nouveaux concurrents et/ou exacerbe la concurrence existante (par ex., par l'effet d'une baisse généralisée des prix des concurrents dans un secteur d'activité en difficulté) ;
- peut conduire la société à se séparer d'actifs essentiels à son activité ;
- réduit ou élimine l'accès de la société aux instruments dérivés de couverture, faute de pouvoir trouver une contrepartie qui accepte son risque de crédit (la société est dès lors moins à même de se protéger contre un certain nombre de risques financiers, par ex. augmentation des taux d'intérêt, des cours de change, des prix de matières premières, etc.).

L'existence de ces coûts de détresse financière, particulièrement pénalisants dans une économie concurrentielle, justifie que le droit permette aux sociétés de se désendetter de manière radicale - *via* une diminution forcée du montant de sa dette -, et ce, bien en amont de l'état de cessation des paiements.

Non seulement la solution du rééchelonnement d'office par le juge des dettes sur dix ans est insuffisante dans certaines situations, mais, de plus, elle conduit à privilégier les actionnaires par rapport aux créanciers. L'étalement forcé des dettes à taux d'intérêt constant provoque, en effet, une baisse de la valeur économique des créances, alors que les droits des actionnaires sont préservés. L'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes sur lequel les différentes catégories d'investis-

seurs (actionnaires et créanciers) se sont mises d'accord est donc systématiquement violé. Cette situation, comme nous le verrons, a des effets pervers sur l'accès au crédit des entreprises, en particulier des entreprises fragiles, comme les PME.

Pour ces raisons, il est important que le droit des entreprises en difficulté tienne compte des enseignements de l'analyse économique du droit (« *Law & Economics* »). Au niveau international, il existe un consensus parmi les économistes selon lequel le droit des entreprises en difficulté devrait avoir pour finalité le respect de l'ordre de priorité des paiements (et d'absorption des pertes) et la maximisation de la valeur des actifs. Maximiser la valeur revient à faciliter le redressement de l'activité des sociétés viables. Dans cette perspective, le droit des entreprises en difficulté devrait permettre le transfert du contrôle de l'entreprise en d'autres mains, dès lors que la valeur d'entreprise retenue, déterminée en fonction d'une actualisation des flux futurs de trésorerie, est inférieure au montant du passif. Autrement dit, l'éviction des actionnaires, comme de certains créanciers, doit être possible, même en amont de l'état de cessation des paiements, lorsque la valorisation de la société le justifie. Cette vision de la procédure collective n'est pas incompatible avec notre culture française qui voue un attachement important aux droits de propriété des actionnaires (I), n'exclut pas de tenir compte d'autres considérations tenant à la morale (II) et a des effets *ex ante* positifs, tant sur l'accès au financement des entreprises, que sur les conditions dans lesquelles celles-ci peuvent espérer voir leurs difficultés être traitées (III).

I - Une atteinte acceptable aux droits de propriété des actionnaires

A - Modélisation

Les travaux de modélisation du Prix Nobel d'économie, Robert Merton⁶, permettent de saisir la réalité du préjudice causé aux actionnaires lorsque, à l'issue d'une procédure collective ouverte par le dirigeant, ils sont évincés en amont d'une cessation des paiements. D'après ce modèle, le capital social d'une société doit être compris comme une option financière. Une option financière est un contrat donnant droit à un acheteur (en l'occurrence, les actionnaires) le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre des actifs à un prix spécifique, avant ou à une certaine date. Dans notre cas, le prix d'exercice de l'option est égal au montant du passif de la société. A la date convenue avec les créanciers, si les actionnaires ne payent pas le montant de la dette, ils perdent tout droit dans la société et en sont donc évincés.

Lorsque la procédure collective conduit à l'éviction des actionnaires de leur société en amont d'un défaut de paiement, leur

(6) R. Merton a utilisé les formules de Black-Scholes permettant de valoriser les options financières afin de modéliser les probabilités de défaut des entreprises. R. C. Merton, *Theory of Rational Option Pricing*, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 4, n° 1, 1973, p. 141-183 ; F. Black et M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, *The Journal of Political Economy*, vol. 81, n° 3 (mai-juin 1973), p. 637-654.

préjudice est égal à la valeur de leur option. L'ouverture de la procédure collective conduit en effet à :

- cristalliser la valeur d'entreprise de la société, correspondant au sous-jacent de l'option des actionnaires ;
- avancer la date à laquelle les actionnaires sont susceptibles d'exercer leur option d'achat sur les actifs de l'entreprise, l'ouverture de la procédure collective survenant, dans notre hypothèse, avant la date initiale de remboursement des dettes ;
- considérer *de facto* que les actionnaires n'exerceront pas leur option venant à expiration dès lors que la valeur de l'actif sous-jacent à leur option (la valeur d'entreprise) est inférieure au passif de la société.

La valeur d'option des actionnaires, et donc l'étendue de leur préjudice, dépend alors de plusieurs facteurs, en particulier de l'écart entre le montant du passif et la valeur d'entreprise de la société retenue sur la base d'une actualisation de ses flux futurs de trésorerie. Dans le contexte actuel, à la crise économique s'ajoutant les conséquences de l'éclatement de la bulle de crédit, cet écart n'a jamais été aussi grand dans certaines entreprises ayant beaucoup eu recours à la dette.

Dès lors que la société est insolvable, il faut considérer que les actionnaires ont perdu leur droit d'option. Dans une telle situation, aucune recapitalisation de la société à leur initiative n'apparaît envisageable ⁷. Il n'y a pas d'autre issue économiquement souhaitable pour l'entreprise que la cession de l'ensemble des actifs à un tiers ou la conversion d'un montant suffisant de dette en actions, et donc, *in fine*, le transfert du pouvoir de décider du sort de l'entreprise à d'autres acteurs que les actionnaires actuels.

B - Eviction efficace

Dans ces conditions, l'atteinte aux droits de propriété des actionnaires est acceptable dans la mesure où elle produit un résultat qui est efficace d'après l'optimum de Pareto et, plus généralement, selon la théorie de l'efficacité de Kaldor-Hicks.

La loi qui autoriserait l'expropriation des actionnaires n'en serait en effet 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 l'ensemble des parties prenantes (lié à la réduction de l'excès d'endettement) supérieur au coût supporté par les tiers. Des études réalisées aux Etats-Unis ont permis de démontrer que le coût de la détresse financière représente environ 4,5 % de la valeur des actifs ⁸ de

l'entreprise défaillante et que les coûts directs liés à l'ouverture d'une procédure collective représentent entre 3 et 5 % de la valeur totale de la société ⁹. Ces coûts sont probablement supérieurs au coût supporté par les actionnaires d'une entreprise insolvable lorsqu'ils sont évincés, ainsi qu'au coût supporté par les éventuels créanciers, également évincés).

C - Eviction proportionnée

Il ne suffit pas que le bénéfice que retire la collectivité de l'éviction des actionnaires soit supérieur au coût supporté par ces derniers pour que celle-ci soit acceptable. Conformément à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme en la matière ¹⁰, il est encore nécessaire que cette atteinte soit proportionnée et assortie de garanties procédurales ¹¹. Une procédure collective devrait ainsi comprendre un certain nombre de règles procédurales permettant de s'assurer que les droits des actionnaires évincés étaient bien d'une valeur « négligeable » au moment du transfert du contrôle de l'entreprise en d'autres mains. Les actionnaires devraient donc pouvoir avoir un accès au juge afin de contester la valeur d'entreprise sur la base de laquelle ils ont été évincés. Lorsque le juge est saisi, ce dernier devrait pouvoir s'entourer, le cas échéant, d'experts afin de lui permettre de trancher le contentieux, et ce, avant la fin de la procédure collective.

II - Une prise en compte mesurée des considérations d'ordre moral

Dans un contexte de défaillance d'entreprise, il peut certes paraître injuste de ne pas pénaliser les créanciers, professionnels avertis, ayant sciemment accepté de financer la société à des conditions hasardeuses, lorsque seuls les actionnaires sont évincés (étant précisé que certaines catégories de créanciers *junior* le sont également souvent). Cependant, compte tenu du fait que les titres de dettes de sociétés (qu'ils soient ou non cotés) tendent à être de plus en plus librement cessibles, l'incertitude qui naît de décisions prises au nom de principes d'ordre moral peut finalement nuire aux droits des personnes que la morale conduit à protéger. La violation de l'ordre de priorité a des effets négatifs difficilement maîtrisables.

Cependant, il est exact qu'il peut être moralement souhaitable de favoriser le créancier salarié au détriment du créancier financier (qui d'ailleurs aura pu se protéger contre le risque de défaillance de l'emprunteur). Ce traitement préférentiel se jus-

(7) Si le niveau d'endettement de la société est trop élevé, les actionnaires refusent bien souvent de remettre de l'argent frais dans la société, sous forme d'apport en capital. Ils rechignent car ils savent qu'une partie servira à régler prioritairement les créanciers sociaux. L'augmentation de capital social va en effet opérer un transfert de richesse au profit des créanciers, selon un phénomène de « *debt-overhang* », décrit par l'économiste S. Myers. V. S. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics*, 5, 147-75, 1977. (8) H. Almeida et T. Philippon, *The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, n° 4, 2008. (9) V. J. Warner, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, *Journal of Finance*, vol. 32, 1977, p. 337-347 ; L. Weiss, *Bankruptcy Resolution. Direct Costs and Violation of Priority of Claims*, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 255-311. (10) A ce sujet, V. la jurisprudence rendue par la CEDH, et not. : 23 sept. 1982, n° 7151/75, *Sporrong et Lönnroth c/ Suède* ; 18 déc. 1984, n° 7151/75, *Sporrong et Lönnroth c/ Suède* ; 21 févr. 1986, n° 8793/79, *James c/ Royaume-Uni*. (11) Pour un ex. de jurisprudence sur ce point en droit interne, V. not. : Com. 22 mai 2013, n° 12-15.305, D. 2013. 1343, obs. A. Lienhard ; JCP E 2013. 1357, note A. Cerati-Gauthier.

tifierait, par ailleurs, en raison du fait que les salariés peuvent devoir supporter des coûts supplémentaires, par exemple les frais liés à la nécessité de déménager pour retrouver un emploi.

Néanmoins, cette finalité « redistributive » de la procédure collective ne doit pas pour autant conduire à des destructions de richesse en empêchant le redressement de l'entreprise ou entraîner un rationnement du crédit. Le traitement privilégié des salariés doit donc être mesuré et prévisible du point de vue des autres créanciers¹². A défaut, il aura un effet repoussoir sur les investisseurs susceptibles de participer au retournement du débiteur. Dans son rapport, le Conseil d'analyse économique préconise à la place une approche dite « pigouvienne » afin de traiter les externalités¹³.

III - Une approche économique aux effets induits ex ante bénéfiques

A - Amélioration de l'accès au financement de l'entreprise

La violation de l'ordre de priorité entre les différentes catégories d'investisseurs engendre des conséquences négatives sur l'accès au crédit des entreprises. Les créanciers tiennent compte du risque de transferts de richesses induits par l'ouverture d'une procédure collective, en particulier lorsque la probabilité de défaut de l'emprunteur est élevée. Cette situation pénalise en particulier les entreprises de taille réduite et les sociétés souffrant de difficultés financières¹⁴.

La France se singularise par la très faible profondeur de son marché du financement des entreprises entrant en procédure collective. Cette situation a pour effet pervers d'encourager les sociétés en difficulté à suspendre, en amont de la procédure collective, le paiement de leurs dettes sociales et fiscales. L'argent public est ainsi souvent utilisé pour financer les besoins en trésorerie des sociétés durant la période d'observation¹⁵. Il convient de souligner en contrepoint que trois entreprises sur quatre placées sous la protection du *Chapter 11* aux Etats-Unis bénéficient d'un nouveau financement servant à assurer le maintien de l'activité pendant la période d'arrêt des

poursuites (« *DIP-financing* »)¹⁶, soit auprès des établissements bancaires déjà prêteurs, soit auprès de tiers investisseurs, et que, souvent, elles ont la possibilité de choisir entre plusieurs offres. Le développement de ce marché serait de surcroît générateur d'emplois, en plus de ses effets vertueux sur la sauvegarde des entreprises et la préservation de l'emploi.

B - Le développement du marché du retournement

L'incapacité du droit des entreprises en difficulté à respecter l'ordre de priorité entre les différentes catégories d'investisseurs est, de plus, un frein au développement d'un véritable marché secondaire de la dette, susceptible de permettre la réalisation d'opérations de « *loan to own* » en France, bien en amont d'une crise de liquidité. Les opérations de « *loan to own* » sont des opérations permettant le retournement de sociétés en difficultés par des fonds ayant préalablement acquis leur dette afin d'en prendre le contrôle¹⁷. Une étude américaine a en effet montré que les résultats opérationnels des sociétés qui émergent d'un *Chapter 11* sont meilleurs si un investisseur spécialisé dans le retournement d'entreprise a pu prendre le contrôle de la société¹⁸. Le recours à de tels investisseurs permettrait, en outre, aux prêteurs initiaux de ne plus rester, malgré eux, exposés à des risques qu'ils n'avaient pas anticipés.

C - Un meilleur traitement en amont des difficultés

En empêchant un transfert du contrôle contre la volonté du dirigeant et de ses actionnaires durant la procédure de sauvegarde, le législateur espérait encourager le dirigeant à ouvrir une procédure de sauvegarde suffisamment en amont des difficultés. L'objectif avoué était de réduire de cette manière le nombre de procédures de liquidation judiciaire. Cet objectif repose cependant sur un constat et un raisonnement erronés.

Les liquidations judiciaires concernent, dans la très grande majorité des cas, des petites entreprises qui n'ont pour seul actif que les qualités de leur dirigeant-proprétaire et pour lesquelles la procédure collective (de redressement) telle qu'envisagée dans cette chronique ne présente aucun intérêt. Il n'y existe pas de « coût de coordination »¹⁹ ou de « coût de moti-

(12) La décision de renoncer au strict respect de l'ordre de priorité doit revenir à ceux qui subissent les conséquences de leurs actes, en l'occurrence les créanciers, et non à un tribunal de commerce ou tout autre tiers. (13) V. not. G. Plantin, D. Thesmar et J. Tirole, Les enjeux économiques du droit des faillites, note du Conseil d'analyse économique, n° 7, juin 2013, disponible sur www.cae.gouv.fr. (14) V. S. Vermeille, Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire..., RTDF 2012. 28-64. (15) Il se pose d'ailleurs la question de la compatibilité de cette pratique généralisée avec le droit européen en matière d'aide d'Etat. (16) K. Ayotte et K. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, in *Journal of Legal Analysis*, 2009, p. 511-551. Le *DIP financing* représente la source principale de financement des sociétés en faillite. En raison du niveau de séniorité accordé aux pourvoyeurs de *DIP financing* et de la possibilité pour les sociétés d'émerger d'une procédure de *Chapter 11* avec un bilan assaini, il est très rare que ce type de financement ne soit pas remboursé. Durant la période 2000-2008, ce marché a pratiquement atteint la somme de 100 milliards de dollars aux Etats-Unis. Même au plus fort de la crise en 2009, la société Lyondell Chemical a réussi à lever 8 milliards de dollars. V. not. S. Gilson, *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. (17) S. Vermeille, Peut-on prêter pour posséder (*loan to own*) en droit français?, JCP E 2009. 21-31. (18) E. S. Hotchkiss et R. Mooradian, *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms*, *Journal of Financial Economics*, 1997, 43: 401. (19) Les coûts de coordination sont tous les coûts qui résultent du fait qu'il existe une limite, dans les faits, à la capacité d'anticipation des parties ainsi que des biais cognitifs qui les induisent en erreur lorsqu'il s'agit de choisir la bonne option entre plusieurs propositions. Ces coûts existent également en présence d'asymétries d'informations importantes. V. R. J. Mokal, *Contractarianism, Contractualism and the Law of Corporate Insolvency*, *Singapore Journal of Legal Studies*, juill. 2007, p. 51-95.

vation »²⁰ à éviter, justifiant, du point de vue des économistes, l'ouverture d'une procédure de redressement. Il est alors souvent préférable pour le dirigeant de pouvoir mettre fin à une activité non viable pour mieux pouvoir en recréer une autre par la suite. D'un point de vue de politique publique, ces liquidations judiciaires ne devraient pas être perçues comme des échecs. La mise en œuvre de la loi sur la procédure de sauvegarde, sans surprise, n'a pas modifié la proportion de liquidations judiciaires en France par rapport au nombre total de procédures collectives ouvertes.

Afin d'éviter la disparition inutile d'entreprises confrontées à un problème de solvabilité et/ou de trésorerie, il serait utile d'encourager le traitement en amont des difficultés de l'entreprise, au-delà des efforts constatés avec la loi de sauvegarde, qui a permis de dépasser le seul critère de la cessation des paiements. Les solutions à court terme ou gravement destructrices de valeur seraient ainsi évitées. La nécessité d'anticiper les difficultés est assez souvent suivie de peu d'effet. Les dirigeants-entrepreneurs ont, par nature, une forte appétence au risque qui peut les conduire à être excessivement optimistes. Les règles de la procédure de sauvegarde jouent cependant à contre-emploi de l'objectif annoncé d'anticiper les difficultés de l'entreprise :

- le traitement de faveur conféré par la loi aux dirigeants-actionnaires empêche les créanciers de pouvoir bénéficier de l'avantage que doit, en principe, leur procurer l'insertion de covenants dans la documentation financière (au regard de leur pouvoir de demander le remboursement anticipé des créances). La loi modifie ainsi la dynamique de la négociation qui est supposée être, dans l'éventualité d'un bris de covenant, à la main des créanciers. Cette situation peut expliquer que les négociations

amicales portant sur la restructuration de la dette peuvent être très longues en France et conduire à des solutions insatisfaisantes ;

- les entreprises connaissant des difficultés de trésorerie, en dépit du fait qu'elles soient viables, sont souvent confrontées à une offre de crédit d'autant plus faible que l'environnement juridique pénalise systématiquement les créanciers. Les créanciers sont en effet enclins à réduire leur soutien dès l'apparition des premières difficultés, lorsqu'ils anticipent que l'issue d'une éventuelle ouverture de procédure collective conduira à des transferts de richesse indus, et ce, en dépit de l'instauration d'un privilège de procédure, censé protéger les droits du pourvoyeur d'argent frais²¹.

Conclusion - La crise financière, puis économique, a entraîné de manière générale en Europe une situation dite de « *debt overhang* » - de surendettement - généralisée au niveau des entreprises. Cette situation rend difficilement envisageable un retour à une croissance significative. La nature même de la crise financière (*boom* du crédit entraînant une hausse généralisée du niveau d'endettement des entreprises accompagnée d'une défaillance du système bancaire) laisse en effet à penser que le retour à la croissance en Europe sera, dans un premier temps, sans hausse du crédit, compte tenu de la situation de surendettement généralisée. Par nature, les retours à la croissance qui ne se conjuguent pas avec une hausse du crédit sont des croissances de faible ampleur. Afin de réunir les conditions d'une croissance notable à l'avenir, une réforme ambitieuse du droit des entreprises en difficulté est nécessaire. A défaut, tout comme le Japon dans les années 90, la France est menacée d'une Décennie Perdue.

(20) Les « coûts de motivation » sont liés notamment au phénomène dit de « passager-clandestin » ou « *free rider* », qui traduit une situation dans laquelle certains créanciers décident volontairement de ne pas participer aux négociations amiables dans l'espoir que les coûts de la restructuration seront supportés par les autres créanciers. Les créanciers dont l'exposition est relativement faible par rapport à celle des autres sont davantage sujets à ce type de comportement ; ils ont moins à souffrir des conséquences d'un mauvais accord que les créanciers les plus exposés. Dans certaines situations, les objectifs et les contraintes des différents acteurs sont simplement irréconciliables. (21) Art. L. 622-17 c. com.

/ Sauvegarde des entreprises : Rectificatif du titre

(Recueil n° 27 du 25 juillet 2013, p. 1852)

La procédure d'enquête pour le rétablissement professionnel (PERP)

De la liquidation judiciaire au rétablissement professionnel

par François-Xavier Lucas, Professeur à l'École de droit de la Sorbonne, Directeur de l'IEJ de Paris 1 et Marc Sénéchal, Mandataire judiciaire (BTSG),

Président du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ)

Dans le sens de cette suggestion doctrinale, V. l'article 2, 5°, du projet de loi d'habilitation à prendre par ordonnances diverses mesures de simplification et de sécurisation de la vie des entreprises, présenté le 4 septembre 2013, qui vise la création d'une « procédure spécifique destinée aux débiteurs

qui ne disposent pas d'actifs permettant de couvrir les frais de procédure et en facilitant la clôture pour insuffisance d'actif lorsque le coût de la réalisation des actifs résiduels est disproportionné » (*supra*, p. 2028).

NDLR