

Les effets pervers du dispositif du projet de loi « Macron » relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation : les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites

Sophie Vermeille¹

Présidente de Droit & Croissance²,
Avocat à la Cour,
Chercheur au laboratoire d'analyse économique du droit
de Paris II

L'article 70 du projet de loi dite « Macron » soumis à l'examen des députés depuis le 11 décembre 2014 dernier³ prévoit pour la première fois en droit français la possibilité d'évincer les actionnaires majoritaires d'une entreprise cotée ou non, en procédure collective en dehors de toute idée de faute. L'objectif poursuivi est la sauvegarde de l'entreprise et la préservation des emplois.

Nombreux sont ceux, en particulier l'auteur de ces lignes, à avoir depuis plusieurs années insisté sur la nécessité de prévoir un mécanisme d'éviction des actionnaires, afin de permettre le rebond des sociétés viables mais néanmoins insolubles, au regard de leurs perspectives de trésorerie futures et du montant de leurs dettes⁴. Cette éviction peut en effet s'avérer indispensable afin de permettre aux entreprises d'émerger de la procédure collective avec un niveau de dette cohérent au regard des perspectives raisonnables de trésorerie future.

Néanmoins, cette éviction ne doit être rendue possible qu'à la condition qu'elle s'organise dans un cadre juridique prévisible et protecteur des droits des différentes catégories d'investisseurs, actionnaires comme créanciers, ce dernier devant être respectueux de l'ordre d'absorption des pertes initialement convenu entre eux. À défaut, notre cadre juridique est alors peu respectueux des droits de propriété en général. Il ne peut en conséquence aider notre économie à sortir véritablement de la phase de rattrapage dans laquelle

elle se trouve⁵. Une économie tournée vers l'innovation est pourtant la condition essentielle à la croissance sur le long terme.

L'article 70 du projet de loi Macron, dans sa forme initiale, n'est malheureusement pas à la hauteur des attentes et des enjeux.

L'erreur principale des rédacteurs du projet est d'avoir refusé de faire de la valeur d'entreprise le critère déterminant des conditions de la restructuration du bilan de l'entreprise. Nombreux sont pourtant ceux, et en particulier les économistes dont le nouveau lauréat du Prix Nobel⁶, qui s'accordent à dire qu'une éviction des actionnaires en procédure collective, quelle que soit sa forme, ne se justifie qu'à la condition que la valeur de l'entreprise soit inférieure à la somme des dettes de cette dernière (comme c'est déjà le cas dans le cadre d'un *bail-in* à la main de l'ACPR⁷ ou d'un *Chapter 11* à la main du juge américain⁸).

Pourquoi la valeur d'entreprise de la société est-elle ainsi le critère essentiel⁹ ? Car pour les tenants d'une analyse économique du droit des entreprises en difficulté le sauvetage de la société en procédure collective peut se justifier uniquement s'il permet de préserver davantage de valeur que sa liquidation judiciaire. C'est à cette condition que la loi devrait interdire dans les relations contractuelles, la limite étant de ne pas porter atteinte aux droits de propriété des investisseurs. Pour les économistes, à partir du moment où il est acquis que l'activité de l'entreprise doit être préservée, il n'y a pas fondamentalement de différence entre une procédure de sauvetage (quelle que soit le type de procédure) et une procédure de liquidation (après un « plan de cession ») si ce n'est qu'elles aboutissent à transférer le contrôle des actifs de l'entreprise à des repreneurs différents. Ainsi, alors que la liquidation judiciaire entraîne la cession des actifs de l'entreprise à un tiers, le sauvetage en procédure collective conduit – implicitement – à la cession desdits actifs à ses créanciers en leur permettant de devenir actionnaire.

C'est pour cette raison que les économistes jugent important d'instaurer dans tout dispositif légal prévoyant l'éviction des actionnaires, en dépit du maintien de la société, un garde-fou aux termes duquel les actionnaires ne peuvent encourir davantage de perte que si la société avait été liquidée immé-

1 Droit & Croissance (Rules for Growth) (www.droitetcroissance.fr) est un institut indépendant et non-partisan ouvert aux juristes et aux économistes, et plus généralement aux acteurs privés, partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. La mission de Droit & Croissance est d'interpeller les acteurs publics et privés et de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'importance de l'analyse économique du droit (Law & Economics) comme vecteur d'efficacité économique. Droit & Croissance s'attache à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements des disciplines du droit, de l'économie et de la finance, responsable, selon nous, de l'inadaptation relative du système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance en France. L'indépendance de Droit & Croissance est assurée exclusivement par le soutien de ses membres et de ses bienfaiteurs.

2 Remerciements à Adrien Bézert et Jérémy Martinez pour leur précieuse contribution à la rédaction de cet article.

3 Loi pour la croissance et l'activité, n° 2447, déposé le 11 décembre 2014, disponible sur le site de l'Assemblée nationale www.assemblee-nationale.fr.

4 V. Par ex. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bézert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, RTDF n°3, 2013, p. 17 ; S. Vermeille, T. François, *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, JCP éd. E, n°40, 4 oct. 2012, 1582, p. 27.

5 Sur l'importance des institutions et du cadre juridique pour les économies qui souhaitent dépasser la barrière de l'innovation : v. D. Acemoglu, S. Johnson, J. Robinson, *Institutions as the fundamental cause of long-run growth*, 2004, Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research.

6 G. Plantin, D. Thesmar, J. Tirole, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note du CAE n°7, juin 2013.

7 A. Salord, H. De Vauplane, *Le pouvoir de bail-in correspond-il à une expropriation ?* ; S. Vermeille, *Un Chapter 11 bancaire ?*, Revue Banque, janvier 2013, n°755-756.

8 S. Vermeille, *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?* JCP E 2009, n°28, 9 juillet 2009, 1709.

9 La valeur d'entreprise est estimée à partir de ses perspectives raisonnables de trésorerie future.

diatement ou fait l'objet d'un plan de cession¹⁰. Il est à noter que ce garde-fou n'existe pas dans le projet de loi soumis à commentaires. Cette protection a été pourtant mise en place dans la procédure de *bail-in* prévue par le Code monétaire et financier applicable aux établissements bancaires défaillants¹¹.

En ne faisant pas référence à la valeur d'entreprise, les rédacteurs du projet souhaitent éviter d'instaurer un recours systématique à des experts financiers dans les tribunaux, qu'ils jugent trop contraignant et impraticable pour les raisons évoquées ci-après. Cette position entraîne cependant de graves effets pervers.

Nous relèverons ici les principaux. Le mécanisme de dilution forcée des actionnaires proposé conduit à une expropriation des actionnaires existants lorsque la société demeure solvable. Lorsque cette dernière est insolvable, l'intérêt de ce mécanisme est limité en pratique, faute de prévoir un mécanisme d'annulation forcée des créances les plus *junior* (I). Par ailleurs, la cession forcée des titres des actionnaires dirigeants couplée avec un droit à indemnisation, tels que prévus par le texte, ne peuvent en réalité être envisagés par le juge que si les créanciers ont été forcés d'absorber, au préalable, les pertes en violation des accords de départ. Ce mécanisme suppose donc une atteinte préalable aux droits de propriété des créanciers (II).

I. Les limites et les effets pervers du mécanisme proposé de dilution forcée des actionnaires

1. Le risque d'expropriation des actionnaires en présence d'une société solvable

Dans la rédaction actuelle du texte, le juge peut discrétionnairement diluer très fortement la participation des actionnaires d'une société en redressement judiciaire, dans des conditions ne permettant pas de garantir le respect de leurs droits. Contrairement à ce qui est indiqué dans l'étude d'impact du projet de loi¹², il est inexact d'affirmer que les règles relatives à l'augmentation de capital permettent de protéger les actionnaires existants. Dans une hypothèse de dilution forcée – que ce soit dans un scénario de conversion de la dette en actions ou d'augmentation de capital en espèces – les droits des actionnaires ne sont absolument pas protégés.

Le texte prévoit que les actionnaires existants peuvent voir leurs droits être fortement dilués, alors même que leurs actions conservent une valeur économique significative. Les actionnaires n'ont ainsi pas la possibilité de s'opposer à la décision du juge qui peut, seul, en dehors de toute considération pour la valeur d'entreprise de la société, déterminer la

quotité d'actions qu'est en droit d'obtenir un tiers dans le cadre de l'augmentation de capital. Alors même qu'ils sont susceptibles d'être très fortement dilués par l'effet de cette décision, les actionnaires n'ont pas la possibilité de contester cette décision du juge. Ils n'ont d'ailleurs pas la possibilité de démontrer que la valeur d'entreprise, implicitement retenue pour déterminer le montant de la quote-part du capital à laquelle aurait droit le tiers, est significativement erronée.

Or, les actionnaires ont légitimement le droit de s'opposer à toute mesure de dilution forcée lorsque la valeur d'entreprise est supérieure à la valeur du passif, puisqu'ils sont en mesure de mettre fin à la cessation des paiements. Dans cette hypothèse, la société serait en effet en mesure de pouvoir s'acquitter de sa dette au regard de ses perspectives de trésorerie futures.

Les rédacteurs du texte n'ont sans doute pas imaginé qu'une société puisse se retrouver dans une telle situation, alors qu'elle est en redressement judiciaire, la dilution forcée des actionnaires ne pouvant pas, en l'état actuel du droit français, intervenir en amont d'un état de cessation des paiements. Cette hypothèse est pourtant loin d'être théorique. On peut ainsi très bien imaginer une société en état de cessation des paiements (rendant obligatoire l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire) après que ses créanciers ont accéléré le paiement de la dette, par exemple à la suite d'un bris de *covenant* financier. Dans cette situation, un tiers, certes avec l'accord préalable des créanciers initiaux¹³, pourrait très bien proposer au juge une dilution forcée des actionnaires (réduits à détenir 0.1 % du capital) en démontrant qu'il est prêt à injecter une importante somme d'argent.

Imaginons par exemple que la valeur d'entreprise d'une société est égale à 700 et que le montant de ses dettes est de 600 ; la société n'est alors pas, par hypothèse, insolvable. Un repreneur peut juger pertinent, par exemple, d'injecter 400, sous forme d'un apport en capital. Les actionnaires existants peuvent ne pas voir l'intérêt de réinjecter 400 dans la société compte tenu de sa situation financière et de ses projets d'investissement à venir. À la limite, les actionnaires existants peuvent proposer de réinjecter seulement par exemple le quart, soit 100, c'est-à-dire un montant qui leur paraît amplement suffisant, non pas pour rembourser la dette, mais pour financer les besoins en fonds de roulement de la société durant la période d'observation, le temps que les actionnaires trouvent un moyen de refinancer la dette de l'entreprise par hypothèse solvable. Le juge sera alors complètement libre de retenir l'offre du tiers qui propose 400 et imposer une dilution forcée – parce qu'il trouve préférable que l'entreprise ait 400 de fonds propres en plus (surtout si le tiers s'engage vis-à-vis du juge que ces 400 permettront de créer plus d'emplois...). Par conséquent, le texte déposé à l'Assemblée nationale est susceptible d'entraîner la spoliation des droits des actionnaires existants.

L'étude d'impact de la loi « Macron » laisse entendre que les droits des actionnaires ne sont pas violés dans cette hypothèse sous prétexte qu'en réalité on leur offre la possibilité de souscrire par préférence à l'augmentation de capital (de 400 dans notre exemple). Mais que se passe-t-il s'ils n'ont pas cette capacité financière ? Le tiers repreneur souscrira à leur

10 Même si la portée de ce garde-fou est limitée dans la mesure où le juge français n'a pas l'obligation de céder les actifs de l'entreprise au meilleur offrant. Sur ce point, v. S. Vermeille, S. Bardasi, *La réforme des tribunaux de commerce : un autre regard – Dans quelle mesure le droit des entreprises en difficulté nuit-il au fonctionnement des tribunaux de commerce ?*, RTDF, n°2, 2014, p. 46.

11 L'article L. 613-31-16 du Code monétaire et financier prévoit la dilution forcée des actionnaires ainsi que celle des créanciers lorsque les circonstances l'exigent.

12 Disponible sur le site de légifrance : www.legifrance.fr.

13 Cela signifie qu'un repreneur aurait préalablement reçu l'aval des créanciers de l'entreprise désireux de provoquer un changement de contrôle de l'entreprise.

place et les actionnaires existants seront alors évincés¹⁴. Si la société n'est pas cotée, ils n'auront même pas la possibilité de pouvoir essayer de réduire le risque de spoliation en cédant leur droit préférentiel de souscription à un tiers. Dans cette situation, le risque de spolier les droits des actionnaires est encore plus important que dans l'hypothèse d'un « coup d'accordéon » (c'est-à-dire une réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital). Si le texte est adopté, il ne sera en effet même plus nécessaire de démontrer que les pertes comptables de l'entreprise sont supérieures aux fonds propres. Pour mémoire, le coup d'accordéon est en effet lui-même susceptible de conduire à des cas d'expropriation, puisque la valeur réelle des actions peut différer de leur valeur comptable¹⁵.

Le risque d'expropriation des actionnaires est encore plus important en cas de conversion de la dette en actions. Dans cette hypothèse, le projet de loi ne laisse même pas aux actionnaires existants une chance de souscrire à l'augmentation de capital. Comment les actionnaires peuvent-ils contester la décision du juge d'imposer la conversion de la dette en actions (qui peut très bien réduire les droits des actionnaires à 0,1% du capital social), s'il ne leur est pas possible de contester la valorisation sur la base de laquelle le juge autorise un tiers de rentrer au capital ?

La possibilité d'exproprier les actionnaires sans que cela soit justifié par l'intérêt général (la préservation de l'entreprise et la protection des salariés ne nécessitant pas que de telles mesures soient prises) apparaît d'autant plus contestable, que les actionnaires n'ont pas de droit d'accès au juge, droit pourtant si ardemment défendu par la Cour européenne des droits de l'homme (« CEDH »)¹⁶. À aucun moment, l'actionnaire n'a ainsi le droit de faire appel de la décision du juge. Rappelons que la CEDH exige la mise en place d'un recours effectif pour redresser une situation contraire à la CEDH.

À titre de comparaison, la procédure du « pre-pack cession » introduite par l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014, permettant la cession de l'ensemble des actifs de l'entreprise placée en redressement judiciaire au profit d'un repreneur, et ce, sans procédure d'enchère préalable, contient au moins un certain nombre de garde-fous, afin d'éviter la spoliation des actionnaires et des créanciers (organisation de la cession dans le cadre d'une conciliation ouverte à l'initiative exclusive du débiteur, sollicitation des créanciers lors du processus de vente en amont, etc.). À noter toutefois, que cette nouvelle procédure n'est pas dépourvue de critiques, compte tenu du silence des textes sur un certain nombre de points essentiels¹⁷. Le malaise des rédacteurs de l'ordonnance du 12 mars 2014 à faire de la valeur d'entreprise le critère déterminant des

conditions de la restructuration était déjà palpable à cette époque. Il n'est donc pas surprenant que certains auteurs soulèvent déjà le risque de collusion entre investisseurs/repreneurs résultant du silence des textes¹⁸.

2. Un intérêt mineur en présence d'une société insolvable

Dans l'hypothèse plus classique (pour les raisons évoquées en deuxième partie) dans laquelle la valeur de l'entreprise qui entre en redressement judiciaire est inférieure au montant de la dette, le risque d'expropriation des actionnaires est exclu, car la valeur de leurs actions est égale à zéro. Cependant, même dans cette hypothèse, le mécanisme prévu conduisant à forcer la dilution des actionnaires n'est pas satisfaisant, car il ne permet pas, parallèlement, de réduire « *de force* » la dette, comme cela est le cas dans la procédure de *bail-in* prévue par le Code monétaire financier¹⁹. En effet, dans cette hypothèse et par essence, à moins que les créanciers ne soient contraints à absorber les pertes de l'entreprise, le tiers n'a aucun intérêt à accepter de prendre le contrôle de l'entreprise grâce à une augmentation de capital par apport en numéraire comme cela est envisagé par le texte. Lorsque la société est insolvable, comme dans notre hypothèse, tout euro investi dans la société sous forme de fonds propres, bénéficiera automatiquement aux créanciers (puisque cela améliorera les chances de ces derniers d'être remboursés à terme).

En réalité, dans sa rédaction actuelle, le texte ne présenterait un intérêt que dans l'hypothèse où il ne serait pas nécessaire que chacun des créanciers abandonne une partie significative de sa créance au regard des perspectives de trésorerie future. Un simple rééchelonnement d'office de ces dernières par le juge (jusqu'à 10 ans et intérêt constant²⁰) serait alors suffisant pour que le repreneur puisse envisager que son investissement en fonds propres lui permette d'atteindre une rentabilité suffisante au regard des risques encourus. Dans un contexte de crédit à bas coût, compte tenu de la politique monétaire actuelle et du niveau faible d'inflation, on mesure les limites en pratique de ce texte. Le rééchelonnement d'office des créances sur dix ans devient une mesure de plus en plus insuffisante pour assainir la situation financière de l'entreprise.

Des problèmes similaires se posent lorsque le repreneur envisage de rentrer au capital, *via* une conversion de la dette en actions. L'impossibilité de diluer de force les créances des créanciers *junior* risque de poser de graves problèmes. La procédure collective peine encore à classer les créanciers en fonction de leurs droits véritables et non en fonction de la nature de leurs créances. Pour mémoire, lors de la procédure collective, selon la taille de l'entreprise, les créanciers de cette dernière sont répartis en comités selon leur qualité juridique et non en fonction du rang de remboursement de leur créance²¹. La position du droit français est à cet égard en totale contradiction avec la nécessité de respecter les accords

14 Il est en effet certain que le tiers repreneur n'acceptera jamais de verser de l'argent frais dans la société, en fonds propres, s'il n'a pas l'assurance de prendre le contrôle de l'entreprise. Donc si le repreneur sait qu'il n'a le droit de souscrire des actions que pour autant que ces actions ne seront pas souscrites par les actionnaires existants, et sans garantie d'avoir le contrôle, il n'y a aucune chance qu'il participe, ne serait-ce qu'*a minima* à l'augmentation de capital.

15 S. Vermeille, J. Roquette, *Coup d'accordéon, spoliation et pouvoir de nuisance - Sortons de l'impasse en réconciliant droit et économie*, Revue Option Droit & Affaires, n°153, 23 janv. 2013, pp. 11-12.

16 CEDH, 16 déc. 1992, *Geoffre de La Pradelle v. France*, n° 12964/87 qui consacre le principe selon lequel le droit effectif à un tribunal ne peut être limité par des conditions trop complexes à remplir pour contester la violation de ses droits.

17 L. Assaya, M. Petijean, *L'introduction en droit français du pre-pack cession par l'ordonnance du 12 mars 2014*, RTDF, n°2, 2014, p. 46.

18 *Ibid.*

19 Article L. 613-31-16 du Code monétaire et financier.

20 À noter qu'il s'agit d'une spécificité du droit français, inconnue dans les droits des pays voisins.

21 Articles L. 626-30 et L. 626-32 du Code de commerce.

initiaux relatifs à l'ordre d'absorption des pertes, nécessité mise en avant par les enseignements de l'analyse économique du droit²².

II. Une indemnisation des actionnaires en cas de cession forcée qui repose sur la violation des droits des créanciers

Le texte prévoit par ailleurs un mécanisme de cession forcée des titres des actionnaires majoritaires. L'idée est de « punir » les actionnaires qui ne veulent pas sauver l'entreprise. Or, souvent, si ces derniers ne réinvestissent pas dans l'entreprise, c'est justement parce qu'ils savent, comme dans le cas précédent, que l'entreprise est dans une situation dite de « *debt overhang*²³ », autrement dit, que tout euro investi sous forme d'un apport en capital dans l'entreprise va directement dans la poche des créanciers. Les actionnaires n'ont par conséquent pas d'intérêt à réinvestir en fonds propres. La valeur d'entreprise est alors par hypothèse nécessairement inférieure au montant total de la dette. Ce scénario est le plus fréquent lorsque l'entreprise ouvre une procédure de redressement judiciaire, car souvent la crise de liquidité découle de la situation d'insolvabilité (sauf par exemple dans notre hypothèse précédente d'accélération du paiement de la dette suite à un bris de *covenant*). Si l'entreprise n'est pas dans cette situation d'insolvabilité, par hypothèse, les actionnaires feront le nécessaire afin de pouvoir réinvestir dans la société en fonds propres et probablement, il ne serait pas question d'ouvrir une procédure de redressement judiciaire.

Pourtant, au lieu de prévoir un système d'annulation des actions, justifiée compte tenu de l'état d'insolvabilité de la société, le texte organise un système de cession forcée couplé à un mécanisme d'indemnisation des actions cédées dont la valeur réelle est pourtant supposée nulle.

Est-ce à dire que le mécanisme de cession forcée ne fonctionnerait jamais en pratique ? Une réponse négative doit être apportée : ce système peut fonctionner mais à la condition de violer l'ordre d'absorption des pertes entre investisseurs au détriment des créanciers existants. On entrevoit les effets pervers du mécanisme de cession forcée.

En effet, un repreneur ne trouverait intérêt à verser une indemnité aux actionnaires afin d'obtenir de force le contrôle d'une entreprise insolvable qu'à la condition qu'il réussisse préalablement à faire absorber au moins une partie des pertes de l'entreprise aux créanciers. C'est à cette condition que des actions – qui en principe ne devraient avoir aucune valeur – retrouvent mécaniquement et subitement de la valeur du point de vue d'un repreneur qui investit de cette manière en fonds propres, en dépit du niveau élevé d'endettement. Cette situation est envisageable dans plusieurs cas : par exemple, à

la suite d'un rachat auprès des créanciers existants de leurs créances avec une décote par rapport au prix nominal (la décote reflétant non seulement la perte de valeur de l'entreprise mais aussi le coût pour le créancier d'un droit des procédures collective en sa défaveur), ou si le repreneur parvient parallèlement à obtenir du juge un rééchelonnement d'office des créances à intérêt constant sur dix ans par exemple, ce qui a mécaniquement pour effet d'appauvrir les créanciers²⁴.

Dans ces deux hypothèses, « l'indemnisation » versée aux actionnaires n'est donc en aucun cas le reflet de la « vraie » valeur des actions, c'est-à-dire, celle qui serait constatée si l'ordre d'absorption des pertes devait être respecté, autrement dit, si les actionnaires absorbent les pertes de la société avant les créanciers. Cette indemnisation est en réalité le reflet des pertes que les créanciers ont dû absorber en violation des accords initiaux prévoyant que les actionnaires doivent absorber les pertes en premier. En l'état, le projet de loi risque donc d'entraîner de nouvelles sources d'abus manifestes, puisque qu'il risque de faire naître des situations dans lesquelles, les créanciers d'origine auront absorbé certaines pertes, alors même que les actionnaires majoritaires pourront sortir de la société en cédant leurs actions à titre onéreux. Le texte prévoit même que les minoritaires pourront bénéficier d'un prix de sortie équivalent à celui proposé aux majoritaires. Il s'agira là d'un cadeau fait aux actionnaires, au détriment des droits des créanciers, et ce, avec l'aide de l'Autorité des marchés financiers lorsque la société est cotée.

Par ailleurs, en se focalisant sur les actionnaires majoritaires, le texte ne donne aucune solution pour régler le passif des sociétés cotées qui n'ont pas d'actionnaire de référence. Ces sociétés-là n'ont-elles pas également besoin de forcer leurs actionnaires à absorber les pertes de l'entreprise dans certaines circonstances ?

Pour toutes ces raisons, il aurait été préférable de prévoir plutôt un mécanisme d'annulation des actions applicable à tous les actionnaires, majoritaires ou non, sous réserve de démontrer que la valeur de ces dernières est égale à zéro et d'instituer un recours spécifique, à l'encontre de cette décision, au profit des actionnaires. C'est le sens de la proposition qui avait été précédemment avancée par Droit & Croissance²⁵, étant précisé que l'éviction envisagée devait pouvoir intervenir dès l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. L'affaire Belvédère²⁶ est une illustration de la nécessité d'intervenir le plus tôt possible, en amont de l'apparition de la situation de cessation des paiements, et ce, afin de réduire les coûts de détresse financière.

Il est donc malheureux qu'aussi louable soit l'intention des rédacteurs de la proposition, nous n'arrivons toujours pas en France, à tirer les enseignements de l'analyse économique du droit, afin de faciliter le rebond des entreprises et la préservation des emplois. Faudra-t-il attendre quinze autres réformes supplémentaires du droit des faillites ? L'argument invoqué par les pouvoirs publics selon lequel nos tribunaux de com-

22 G. Plantin, D. Thesmar, J. Tirole, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op. cit.

23 L'expérience enseigne en effet que si le niveau d'endettement de la société est trop élevé, les associés refusent le plus souvent de remettre de l'argent frais dans la société, sous forme d'apport en capital, quand bien même cet argent servirait à financer des projets rentables. 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.

24 Car taux d'intérêt constant ne tenant pas compte de la variable temps.

25 V. Par ex. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, op. cit., S. Vermeille, T. François, *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, op. cit.

26 Pour une illustration : S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, op. cit.

merce ne seraient par prêts à une telle évolution ne peut être reçu. Il est en effet de la responsabilité de ces mêmes pouvoirs publics de doter notre pays d'un cadre juridique et de tribunaux adéquats au regard des besoins de notre économie. C'est la raison pour laquelle la spécialisation en cours des tribunaux de commerce doit être encouragée²⁷. ■

27 S. Vermeille, S. Bardasi, *La réforme des tribunaux de commerce : un autre regard – Dans quelle mesure le droit des entreprises en difficulté nuit-il au fonctionnement des tribunaux de commerce ?*, *op. cit.*