

SAUVEGARDE DES ENTREPRISES

> Le volet droit des faillites de la loi « Macron » : une intention louable au départ, mais un résultat dangereux à l'arrivée

par **Sophie Vermeille ***, *Présidente de Droit & croissance, Avocat à la Cour,
Chercheur au laboratoire d'analyse économique du droit de Paris II*

L'article 70 du projet de loi pour la croissance et l'activité, dit « Macron », prévoit pour la première fois en droit français la possibilité d'évincer les actionnaires majoritaires d'une entreprise cotée ou non, en redressement judiciaire, en dehors de toute idée de faute. La nouvelle réforme n'est cependant pas à la hauteur des attentes et des enjeux.

4

L'idée novatrice de ce texte est que le sauvetage de l'entreprise dans le cadre d'un plan de continuation peut nécessiter l'éviction des actionnaires, en dehors de toute idée de faute lorsqu'il y a « un trouble grave à l'économie et au bassin d'emploi ». Cette éviction peut se réaliser sous deux formes. Premièrement, une dilution forcée des droits des actionnaires dans le cadre d'une augmentation de capital par apport en espèces ou par conversion de créances approuvée en assemblée générale par un mandataire de justice nommé par le tribunal, afin précisément de voter à la place des actionnaires s'opposant au renforcement des fonds propres. Une telle augmentation de capital sous la contrainte revient à forcer les actionnaires à absorber les pertes de l'entreprise. Deuxièmement, une cession forcée des titres en capital détenus par les actionnaires majoritaires contre une juste « indemnisation » versée par le repreneur qui prendrait le contrôle de l'entreprise (S. Vermeille, 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, RTDF 2015, n° 1, à paraître).

L'idée de dissocier ainsi le sort des actionnaires de celui de la société a fait son chemin depuis le début de la crise parmi les praticiens. Depuis plusieurs années, nombreux sont ceux à avoir 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 dettes. Cette éviction peut en effet s'avérer indispensable pour permettre aux entreprises d'émerger de la procédure collective, non seulement avec un niveau de dette cohérent au regard des perspectives raisonnables de trésorerie future, mais aussi avec une nouvelle gouvernance d'entreprise, parfois déterminante pour l'avenir de l'entreprise.

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 cadre doit donc être respectueux de l'ordre d'absorption des pertes initialement convenu entre eux. À défaut, le droit des faillites contreviendrait frontalement au droit de propriété, sans parvenir à stimuler une économie encore en phase post-crise de rattrapage. La recherche académique a, en effet, mis en évidence qu'une économie est condamnée à rester à la frontière de l'innovation si son cadre juridique n'est pas adapté à l'évolution de l'économie et de la finance et si, en particulier, la protection des droits de propriété n'est pas assurée (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 et J. Robinson, *Institutions as the fundamental cause of long-run growth*, 2004, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research).

L'article 70 du projet de loi Macron, en cours d'approbation par les députés et sénateurs, n'est malheureusement pas à la hauteur des attentes et des enjeux. Pire, il peut conduire à des violations du droit de propriété des investisseurs.

L'erreur principale des rédacteurs du projet est d'avoir refusé de faire de la valeur d'entreprise le critère détermi-

nant 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 Nobel (G. Plantin, D. Thesmar et J. Tirole, Les enjeux économiques du droit des faillites, note du CAE n° 7, juin 2013), 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 de son passif (comme c'est déjà le cas dans le cadre d'un *bail-in* à la main de l'ACPR ou d'un *Chapter 11* à la main du juge américain).

Pourquoi la valeur d'entreprise de la société est-elle ainsi le critère essentiel de sa restructuration ? Car, pour les tenants d'une analyse économique du droit des entreprises en difficulté, le sauvetage de la société en procédure collective ne se justifie que s'il permet de préserver davantage de valeur que sa liquidation judiciaire. À défaut, l'intervention des pouvoirs publics dans les relations contractuelles de l'entreprise (actionnaires, créanciers, salariés, etc.) n'a pas de raison d'être.

Cette approche économique de la procédure collective est tout à fait conciliable avec notre droit constitutionnel. Puisque les économistes érigent comme condition à un plan de sauvetage qu'il génère plus de valeur qu'une liquidation, il devient inenvisageable qu'un plan de sauvetage conduite à moins bien traiter les actionnaires que dans une situation de liquidation judiciaire.

Il est dès lors tout à fait possible d'instaurer dans la loi un principe selon lequel la dissociation du sort des actionnaires et de celui de la société lors d'une procédure de sauvetage n'est envisageable qu'à la condition que les actionnaires concernés n'auraient pas été moins bien traités en cas de liquidation de la société. Sous cette réserve, le mécanisme d'éviction des actionnaires ne peut être inconstitutionnel, puisqu'il n'y a nullement une perte de richesse pour les actionnaires. Adopter un point de vue contraire reviendrait à raisonner par l'absurde : le droit de propriété et la liberté d'entreprendre deviendraient des obstacles à toute procédure de liquidation (V. S. Vermeille et J. Martinez, La constitutionnalité du projet de loi Macron et l'éviction des actionnaires : la révolution n'a pas eu lieu, Banque, mars 2015, à paraître).

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. Cette position entraîne cependant de graves effets pervers, en particulier un risque de violation des droits de propriété de l'ensemble des investisseurs.

Nous nous contenterons d'énoncer les problèmes principaux posés par le projet de loi. Le mécanisme de dilution forcée des actionnaires proposé conduit à une expropriation des actionnaires existants lorsque la société demeure solvable (S. Vermeille, préc.). Le législateur confond en effet solvabilité et liquidité en présupposant que toutes les entreprises en redressement judiciaire sont insolubles à cause d'une crise d'illiquidité. Ce postulat est pour le moins erroné dans le contexte de révolution numérique que nous connaissons. Il n'est pas rare, en effet, qu'une entreprise en pleine croissance brûle sa trésorerie plus vite que prévu. Ainsi, trois conséquences découlent de cette erreur.

Tout d'abord, lorsque l'entreprise est insolvable, l'intérêt du mécanisme de dilution forcée devient, en pratique, limité. Faute de prévoir un mécanisme d'annulation forcée des créances les plus *junior*, le risque est grand que l'éviction des actionnaires soit insuffisante pour permettre le redressement de l'entreprise. Il reste trop de dettes.

Ensuite, 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. Les droits des actionnaires étant supposés être d'une valeur nulle si, par hypothèse, la société est insolvable, ce mécanisme aboutit nécessairement à une atteinte aux droits de propriété des créanciers, ce qui n'est pas satisfaisant.

Enfin, l'insertion d'une condition tenant à l'existence d'un « trouble de l'ordre à l'économie et au bassin d'emploi », au-delà de sa totale inadéquation, est dangereuse, car difficilement définissable (V. S. Vermeille et J. Martinez, préc.).

Le législateur, par cette condition, prive la plupart des entreprises d'une chance de rebond. La nécessité de l'éviction des actionnaires ne se mesure pas à la situation sur un plan macro-économique, mais aux besoins et spécificités propres à chaque entreprise.

Par conséquent, si après une première tentative avortée à l'occasion de l'ordonnance du 12 mars 2014, les pouvoirs publics entendent à nouveau rendre possible la dissociation entre le sort de l'entreprise et les actionnaires, le législateur encourt, à force de frilosité et d'hésitations, la censure par le Conseil constitutionnel. Quel paradoxe !

* Remerciements à Jérémy Martinez et Adrien Bézert pour leur précieuse relecture sur une version antérieure de cet article.