

Faculté de Droit, d'Economie et de Finance

PhD-FDEF-2011-08

Ecole doctorale Augustin Cournot

60101456

THÈSE

Soutenue le 27/06/2011 à Strasbourg

En vue de l'obtention du grade académique de

DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DU LUXEMBOURG EN SCIENCES FINANCIERES ET DE L'UNIVERSITÉ DE STRASBOURG EN GESTION

Par

Agnès Fimayer

Née le 28 octobre 1983 à Sarrebourg (France)

LA DETRESSE FINANCIERE DES ENTREPRISES : TRAJECTOIRE DU DECLIN ET TRAITEMENT JUDICIAIRE DU DEFAUT

Jury de thèse

Dr Régis Blazy, directeur de thèse
Professeur, Université de Strasbourg

Dr Tibor Neugebauer, directeur de thèse
Professeur, Université du Luxembourg

Dr Jean-Daniel Guigou, président
Professeur, Université du Luxembourg

Dr Bruno Deffains, rapporteur
Professeur, Université Paris 2 Panthéon Assas

Dr Jocelyn Martel, rapporteur
Professeur, ESSEC Business School

Les universités n'entendent donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

REMERCIEMENTS

J'adresse tout d'abord mes profonds remerciements à mon directeur de thèse M. Régis Blazy pour sa disponibilité et sa confiance. Son souci constant de me faire progresser et ses remarques constructives m'ont été extrêmement précieux au cours de ces quatre années. J'exprime également toute ma reconnaissance à M. Tibor Neugebauer qui a accepté d'encadrer ma recherche au Luxembourg et à MM. Bruno Deffains, Jean-Daniel Guigou et Jocelyn Martel qui m'ont fait l'honneur de composer mon jury.

Je remercie le Fonds National de Recherche pour son soutien financier qui m'a permis de poursuivre ma recherche avec sérénité. Mes remerciements s'adressent également à la Luxembourg School of Finance qui m'a accueillie pendant mes vingt premiers mois de thèse et permis de présenter mes travaux dans plusieurs colloques et conférences ; cela m'a permis de bénéficier de nombreux conseils qui ont contribué à l'amélioration de la qualité de ma thèse. Merci à Bertrand Chopard et Jean-Daniel Guigou pour leur collaboration enrichissante.

Je remercie les équipes de l'IEP de Strasbourg qui a joué un rôle fondamental dans ma formation et développé mes compétences d'enseignement et du LaRGE de m'avoir intégrée dans l'achèvement de cette recherche.

Merci également à Caroline Herfroy et à Danielle Génevé pour leur aide dans mes nombreuses démarches administratives.

Enfin, une pensée pour tous ceux qui, au Canada comme en France, m'ont encouragée à me lancer dans l'aventure du doctorat, m'ont réconfortée dans les moments délicats et ont cru en moi jusqu'à la fin.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE

CHAPITRE 1 : LA COMPLEXITE DU PROCESSUS DE DEFAILLANCE ET SON IMPACT SUR L'EFFICACITE ECONOMIQUE

Section 1 : La défaillance comme résultante d'une double-trajectoire

Section 2 : L'efficacité du traitement judiciaire du défaut

CHAPITRE 2 : EVALUATION EMPIRIQUE DE LA TRAJECTOIRE DE DEFAUT ET DE SON TRAITEMENT JUDICIAIRE : UNE ETUDE ORIGINALE SUR DONNEES FRANÇAISES

Section 1 : En quoi la législation française constitue-t-elle un objet de recherche intéressant ?

Section 2 : Une étude originale sur le processus de défaut et sa résolution

CHAPITRE 3 : LA COHERENCE MACROECONOMIQUE DU TRAITEMENT JUDICIAIRE DU DEFAUT : UNE APPROCHE INTERNATIONALE COMPAREE

Section 1 : Les règles de défaillance dans la littérature

Section 2 : Le puzzle des codes de faillite nationaux

Section 3 : L'environnement des procédures collectives

CONCLUSION GENERALE

BIBLIOGRAPHIE

ANNEXES

Introduction générale

Ampleur économique et sociale de la défaillance

« Le libéralisme enseigne que la faillite est un mode d'assainissement du circuit économique »¹. La faillite est en effet une réalité socio-économique qui fait partie intégrante de l'environnement des entreprises ; tous les ans, près de 60 000 entreprises françaises et 300 000 salariés sont touchés par la défaillance, phénomène qui s'amplifie en période de crise. En se propageant à la majorité des pays et des secteurs, la récession mondiale de 2007-2010 est considérée comme la plus sévère depuis la seconde guerre mondiale. Elle s'est accompagnée d'une accélération sans précédent de la dégradation de la situation financière des entreprises et de leurs difficultés de paiement. Le nombre de défaillances est ainsi passé de 43 000 en 2007 à 62 000 en 2010, soit une progression de près de 45% en l'espace de trois ans. Si les défaillances d'entreprises ont en juin 2010 reculé de 7,2% par rapport à juin 2009², « le redémarrage de l'activité a davantage permis d'enrayer la hausse des défaillances que d'enclencher un véritable et solide mouvement de repli de la sinistralité »³. Euler Hermes estime ainsi que le nombre de défaillances pourrait s'aggraver en cas de détérioration des conditions de financement ou d'affaiblissement des mesures de soutien aux entreprises mises en place en 2008 et qui ont permis à entre 15 000 et 30 000 entreprises de traverser la crise, ce qui a probablement préservé entre 50 000 et 100 000 emplois. Sur les 16 milliards de mesures fiscales comptabilisées du plan de relance, 40%, soit 6,4 milliards d'euros, étaient destinées aux petites et moyennes entreprises (PME), définies comme les entreprises de moins de 250 salariés et de moins de 50 millions de chiffre d'affaires⁴.

En effet, l'avenir économique d'un pays dépend en grande partie du nombre et de l'importance des PME. Sources de croissance économique, de cohésion sociale, d'innovation et de développement local, les PME sont à l'origine d'une grande partie des créations d'emploi des économies de l'OCDE (elles représentent 95% des entreprises, hors secteur agricole, et 60 à 70% des emplois). En 2009, on comptait en France 2,9 millions d'entreprises de moins de 250 salariés, soit 99,9% de l'ensemble des entreprises. Elles génèrent 44% de la

¹ Voir la thèse de doctorat de Khélifa Kharroubli (président Roger Houin), 1984, Paris 2, pp. 16 et suiv.

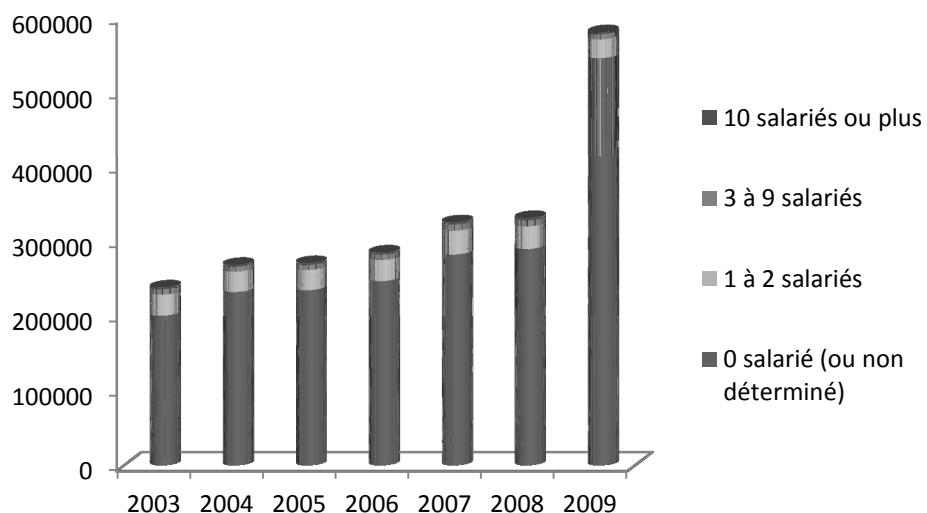
² Chiffres communiqués par Pouey international. Source : <http://www.decision-achats.fr/Breves/Recul-des-defaillances-d-entreprises-en-juin-2010-34432.htm>.

³ Ludovic Sénécaut, président du directoire d'Euler Hermes Sfac.

⁴ Depuis la recommandation de l'Union Européenne du 6 mai 2003, les microentreprises (*i.e.* de moins de 10 salariés) sont considérées comme des PME.

valeur ajoutée des entreprises et détiennent environ 50% des emplois⁵. Or, un rapport récent du Conseil d'analyse économique (« Une stratégie PME pour la France ») a mis en évidence le déficit de PME en France, notamment de taille moyenne (les Très Petites Entreprises –TPE– représentent quant à elles 94% du tissu économique français). C'est pourquoi ces entreprises ont ces dernières années fait l'objet d'une mobilisation croissante des pouvoirs publics afin de stimuler leur création et leur développement. Le législateur a ainsi à partir de 2003 introduit divers changements afin de susciter de nouvelles vocations d'entrepreneurs, ce qui s'est traduit par une hausse sensible des créations d'entreprises, notamment en 2009, comme le montre la figure 1.

Figure 1 : Répartition des créations d'entreprises selon leur taille



Source : Insee, répertoire des entreprises et des établissements, Sirene, 2010.

L'introduction de plusieurs mesures afin d'encourager l'entrepreneuriat, notamment parmi les chômeurs, explique en partie l'envolée des créations d'entreprises depuis 2003. Dans un premier temps, la loi Dutreil de 2003 a mis en place des dispositions visant à simplifier les formalités liées à la création d'entreprises (par notamment la libre détermination du capital social des SARL), faciliter le financement des nouvelles entreprises ou encore favoriser la transition entre le statut de salarié et celui d'entrepreneur. Néanmoins, l'augmentation des entreprises créées à cette période coïncide également avec le durcissement

⁵ Source : Insee

de l'indemnisation du chômage opéré en 2004. Selon Roselyne Kerjosse (2007), créer son entreprise est ainsi le moyen d'assurer son propre emploi ; 40% des créateurs d'entreprises étaient en 2006 d'anciens chômeurs, contre 34% en 2002. Dans un second temps, les contraintes pour accéder à l'aide aux chômeurs créateurs et repreneurs d'entreprises (ACCRE) se sont le 1^{er} janvier 2007 allégées avec la suppression du dossier économique lors de la demande, de sorte que les créateurs aidés sont près de quatre fois plus nombreux en 2007 qu'en 2002 (Tellier, 2008). Ce n'est toutefois qu'en 2009 que les créations d'entreprises atteignent un niveau record avec 580 200 créations, soit 75% de plus qu'en 2008. Selon Hagège et Masson (2010), cette forte progression est principalement due aux 320 000 créations d'auto-entrepreneurs⁶, régime créé par la loi de modernisation de l'économie de 2008 et appliqué à partir du 1^{er} janvier 2009. Que ce nouveau régime résulte d'un effet de substitution (création sous le régime d'auto-entrepreneur de préférence à un autre régime) ou d'ajout (création sous le régime d'auto-entrepreneur d'entreprises qui n'auraient jamais vu le jour sans ce régime), force est de constater qu'il a permis de plus que compenser la baisse des entreprises nouvellement créées hors auto-entrepreneurs survenue dans un contexte de crise financière.

Compte tenu de leur omniprésence dans le tissu économique, il apparaît légitime de s'intéresser à la faillite des PME, d'autant qu'elles sont le plus durement touchées par la conjoncture en raison de la baisse de la demande sur leurs marchés et de leurs difficultés de financement. Selon Euler Hermes, l'envolée des créations d'entreprises viendra d'ailleurs nourrir les statistiques des défaillances d'entreprises, les jeunes entreprises étant davantage susceptibles de déposer le bilan que les plus anciennes, d'autant plus lorsque leur création constitue une alternative à des difficultés rencontrées sur le marché du travail⁷. Plus précisément, la lecture des chiffres de la défaillance d'entreprises de 2009 montre que si les TPE et les PME les plus grandes se sortent plutôt bien de la crise financière, la situation des PME de taille intermédiaire (de 3 à 200 salariés) continue à se dégrader. Indépendamment de l'impact de la crise, la taille de l'entreprise produit deux effets structurels contraires sur le risque de défaillance, ce qui explique le niveau élevé de défaillance observé chez ces entreprises (Blazy et Combier, 1998). D'une part, plus la taille d'une entreprise est élevée,

⁶ L'auto-entrepreneur est un nouveau statut créé par la loi de modernisation sociale d'août 2008 ayant pour but de faciliter la création d'entreprise en allégeant les formalités de création, de gestion et en faisant bénéficier l'auto-entrepreneur d'un régime simplifié de paiement de l'impôt et des prélèvements sociaux.

⁷ Pour une analyse plus détaillée de l'effet des créations d'entreprises, voir chapitre 1 section 1 I.

plus le patrimoine de l'entreprise est dissocié de celui de son débiteur ; or, les entreprises les plus grandes sont souvent constituées de capitaux et dès lors plus exposées au risque de défaillance. D'autre part, ces dernières sont en mesure de bénéficier d'économies d'échelle, ce qui favorise leur pouvoir de négociation avec leurs partenaires, d'autant qu'elles sont souvent également les plus anciennes.

Tableau 1 : Répartition des défaillances des PME par tranche de taille d'entreprises

Effectifs	Nombre de défaillances au 3 ^{ème} trimestre 2008	Nombre de défaillances au 3 ^{ème} trimestre 2009	Evolution du trimestre	Evolution sur les 9 premiers mois de 2009
0 salarié	5664	5332	-5,9%	-1,7%
1 ou 2 salariés	2861	3251	13,6%	18,7%
3 à 5 salariés	1258	1893	50,5%	59,1%
6 à 9 salariés	588	1019	73,3%	71,6%
10 à 19 salariés	502	598	19,1%	37%
20 à 49 salariés	217	293	35%	64,9%
50 à 99 salariés	43	71	65,1%	115%
100 à 199 salariés	24	34	41,7%	68,6%
200 salariés et plus	19	17	-10,5%	4,1%
Total	11176	12508	11,9%-1,7%	17,5%

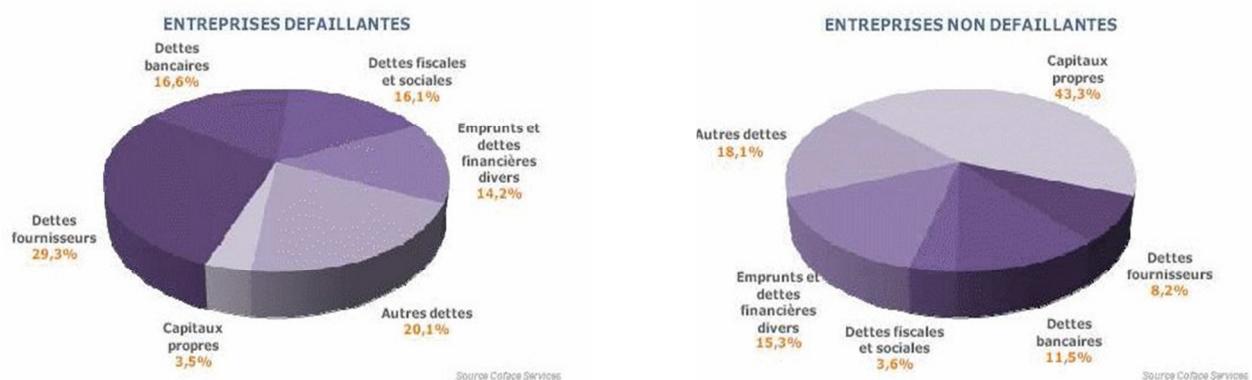
Source : Altares, octobre 2009

Néanmoins, les entreprises de taille moyenne sont aussi celles qui bénéficient le plus de procédures de redressement judiciaire, lorsque plus de 2/3 des TPE, dont la disparition est moins coûteuse socialement, sont liquidées immédiatement⁸. Si la défaillance produit des effets négatifs pour les salariés (même en cas de survie, la restructuration des activités s'accompagne souvent d'un plan social), elle occasionne également des coûts pour les partenaires financiers et commerciaux de l'entreprise (banques, fournisseurs, clients...), à plus forte raison en France où le tribunal est susceptible de privilégier la survie de l'entreprise à l'apurement du passif, parfois même lorsqu'une liquidation aurait été optimale. Si ces coûts

⁸ Source : Altares

apparaissent dès les premières difficultés financières de l'entreprise, ils sont amplifiés par la mise en place de la procédure collective. Lorsque l'entreprise est confrontée à des problèmes financiers ou de débouchés, elle subit souvent des coûts d'opportunité qui accroissent d'autant la probabilité qu'elle entre en défaillance. Par exemple, le temps que le dirigeant consacre à la restructuration de sa société ou à la renégociation de sa dette entraîne des coûts liés à la non réalisation d'investissements rentables ou encore, de manière plus générale, à la dégradation du climat social au sein de l'entreprise et à la perte de motivation des employés qui en résulte. Lorsque l'entreprise est en situation de cessation des paiements⁹, la procédure collective entraîne des coûts liés au procès, mais également à la publicité faite autour du jugement d'ouverture¹⁰. Or, l'ensemble de ces coûts –occasionnés avant ou après la cessation des paiements- réduit d'autant la part que les créanciers de l'entreprise auront à se partager à l'issue de la procédure, d'autant que le produit de la procédure est généralement déjà inférieur au montant des dettes. Les créanciers sont d'ailleurs d'autant plus touchés par la procédure collective que le remboursement de leurs créances est gelé dès le jugement d'ouverture, sans versement d'intérêts, pendant qu'ils engagent dans le même temps des frais légaux afin de recouvrer leurs créances. Le remboursement des créanciers n'est pas uniforme ; les créanciers étant remboursés dans l'ordre défini par la loi, les montants recouvrés par les créanciers munis de sûretés sont ainsi supérieurs à ceux récupérés par les créanciers chirographaires¹¹, bien que ces derniers représentent près du tiers du passif de l'entreprise.

Figure 2 : Structure du passif des entreprises défaillantes et non défaillantes en 2010



⁹ Evénement déclencheur de la défaillance, lorsque l'entreprise ne peut plus faire face à son passif exigible avec son actif disponible. Le simple défaut de paiement d'une dette échue en est un indice, mais ne suffit pas.

¹⁰ Pour une analyse plus détaillée des coûts de faillite, voir chapitre 1, section 1 II.

¹¹ Créditeur dont la créance n'est garantie par aucun privilège ou sûreté.

De manière générale, la figure 2 met l'accent sur le manque de fonds propres et le poids de l'endettement des entreprises défaillantes et en particulier de leurs dettes fournisseurs. L'importance des délais fournisseurs, puisqu'elle reflète davantage les difficultés de paiement rencontrées par l'entreprise en fin de vie qu'une amélioration de son pouvoir de négociation auprès de ses partenaires, est caractéristique des entreprises en détresse financière.

D'après les chiffres de l'Insee, la stabilisation du nombre de défaillances en 2010 masque une disparité des évolutions sectorielles. Les défaillances d'entreprises progressent le plus dans les transports, mais le nombre d'entreprises concernées y est moins important. En revanche, le bilan est plutôt favorable pour les entreprises des secteurs les plus touchés par la crise ; la situation s'est améliorée pour les entreprises de l'immobilier, de la construction et de l'industrie. Néanmoins, le secteur de l'automobile demeure en 2010 vulnérable.

Tableau 2 : Défaillances d'entreprises par secteur en juin 2010

	Défaillances en juin 2010	Evolution par rapport à juin
		2009
Tous secteurs confondus	4311	1%
Industrie	639	-14%
Construction	1182	-8%
Automobile	975	10%
Transports	148	22%
Hébergement et restauration	514	9%
Activité immobilière	147	-17%
Soutien aux entreprises	493	5%
Service aux ménages	245	6%

Source : Insee, Bodacc

Si les régions industrielles sont les plus touchées par la défaillance, les différences sont moins marquées pour les régions que pour les secteurs ; la présence, dans chaque région, d'entreprises de tous les secteurs permet en effet de diluer le risque sectoriel.

Tableau 3 : Taux de défaillance par région en juin 2010

Région	Taux de défaillance	Evolution par rapport à 2009
Alsace	1,71%	-3.6%
Aquitaine	1,61%	-3.1%
Auvergne	1,13%	-11.7%
Basse-Normandie	1,48%	+0.2%
Bourgogne	1,53%	+0.2%
Bretagne	1,59%	-5.1%
Centre	1,54%	-0.8%
Champagne-Ardenne	1,24%	-4.7%
Corse	1,56%	+5.7%
Franche-Comté	1,37%	-8.6%
Haute-Normandie	1,83%	+11.1%
Ile-de-France	1,61%	-1.2%
Languedoc-Roussillon	1,88%	+5.1%
Limousin	1,40%	-4.2%
Lorraine	1,98%	+5.7%
Midi-Pyrénées	1,47%	-1.3%
Nord-Pas-de-Calais	1,63%	+5.1%
Pays de la Loire	1,50%	-0.3%
Picardie	1,68%	+0.6%
Poitou-Charentes	1,53%	-6.0%
Provence-Alpes-Côte d'Azur	1,68%	-2.2%
Rhône-Alpes	1,55%	-4.8%

Source : Coface

Les entreprises individuelles sont moins touchées par la défaillance que les sociétés. En effet, parce qu'elle crée de mauvaises incitations, la dissociation des patrimoines de l'entreprise et de l'entrepreneur qui caractérise les sociétés augmente le risque de défaillance. Ainsi, contrairement au dirigeant d'une entreprise individuelle pour qui la défaillance est généralement plus douloureuse, le dirigeant d'une société confrontée à des difficultés peut être tenté de poursuivre son activité, lorsqu'il aurait été préférable qu'il la cesse volontairement.

Tableau 4 : Répartition des défaillances par forme juridique

Catégorie juridique	Octobre	Octobre	Octobre	Octobre	Octobre
	2006	2007	2008	2009	2010
Autre forme juridique	0,2%	0,0%	0,1%	0,6%	0,5%
Autre personne morale	1,4%	1,6%	1,5%	2,1%	1,5%
inscrite au RCS					
Groupement de droit privé	1,8%	1,5%	1,6%	1,5%	0,8%
Entreprise individuelle*	32,9%	31,6%	28,3%	25,4%	23,1%
Société commerciale	63,7%	65,3%	68,5%	70,4%	74,1%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

* Dont auto-entreprises

Source : Coface

La complexité de définir le concept de défaillance

La cessation d'une entreprise, à savoir l'arrêt total de son activité économique, est ainsi à distinguer de la notion moins large de défaillance. Une procédure collective peut conduire soit à la disparition de l'entreprise (liquidation judiciaire), soit à un redressement sous la forme d'une continuation ou d'une cession. Pour autant, beaucoup de cessations ne sont pas associées à la liquidation de l'entreprise. Elles peuvent par exemple prendre la forme d'un changement majeur de structure (fusion ou absorption par exemple) ou, pour les entreprises individuelles, de propriétaire (à l'occasion par exemple d'une succession ou d'une cession) (Ferrier, 2002). Une procédure collective est quant à elle un événement juridique qui officialise un état de difficultés économiques. Elle marque ainsi la sanction de l'échec économique d'une entreprise qui, pour diverses raisons, n'a pas réussi à atteindre un niveau de rentabilité suffisant pour faire face à ses engagements financiers (Blazy et Combier, 1998).

Bien que la défaillance constitue un événement de nature financière dont les origines sont principalement économiques, elle présente un caractère juridique incontournable. La loi n°85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises, amendée par la réforme 94-475 du 10 juin 1994, qualifie ainsi une entreprise de défaillante dès lors qu'elle est en situation de cessation des paiements. Le tribunal de

commerce prononce alors un jugement prévoyant soit la liquidation immédiate de l'entreprise, soit l'ouverture d'une période d'observation, à l'issue de laquelle l'entreprise est soit liquidée soit redressée. La première solution est destinée à conduire rapidement à la cession des actifs et s'accompagne d'une destruction des emplois. A l'inverse, une procédure de redressement judiciaire a pour objet de permettre le maintien de l'activité et des postes salariés. Durant la période d'observation, un plan de redressement décrivant l'origine, l'importance et la nature des difficultés et proposant des solutions concrètes de règlement du passif est élaboré par le dirigeant avec généralement le concours d'un administrateur judiciaire. Si le but de cette procédure est bien de sauvegarder l'entreprise, on observe toutefois que la défaillance conduit dans 90% des cas à une liquidation.

Cette présentation rapide des modalités juridiques de la défaillance permet dans un premier temps de distinguer les notions de redressement, de liquidation et de défaillance qui sont souvent employées indifféremment dans le langage commun. De la même manière, les termes de banqueroute et de faillite ne peuvent se substituer à celui de défaillance. En effet, alors que le premier relève d'un anglicisme, le second s'accompagne généralement d'une connotation infamante à l'égard du débiteur, considéré comme de mauvaise foi. Pour cette raison, la notion de « faillite » a en 1985 disparu du langage juridique français au profit du concept de « défaillance », lequel reflète davantage les enjeux désormais économiques et sociaux des procédures collectives que leur caractère sanctionnant. La défaillance n'étant aujourd'hui plus une procédure pénale, les termes de faillite et de banqueroute ne sont désormais employés en droit français que si le dirigeant de l'entreprise défaillante a adopté un comportement fautif. La faillite, généralement qualifiée de personnelle, sanctionne un dirigeant qui a commis des fautes de compétence, généralement motivées par le souci de sauver l'entreprise. Sans conséquence patrimoniale, elle représente une sanction civile qui interdit d'exercer toute activité commerciale. La banqueroute est quant à elle une sanction pénale qui punit des comportements plus graves de fraude délibérée. Enfin, Domens (2007) nuance le lien entre défaillance et difficultés économiques. D'une part, toutes les entreprises en difficultés ne peuvent pas bénéficier de la procédure collective ; c'est notamment le cas des professions libérales. D'autre part, la défaillance est le résultat d'un type précis de difficultés, signalées par le critère financier de cessation des paiements. Dans cette perspective, elle ne rend pas compte de l'ensemble des difficultés susceptibles de menacer la survie d'une entreprise. Surtout, cette approche ne reflète pas le processus de dégradation de la santé

économique et financière de l'entreprise, dont le point de départ est généralement bien antérieur à la cessation des paiements (Argenti, 1976 ; Malécot, 1981).

La défaillance est ainsi une notion particulière se situant à l'intersection du droit, des sciences économiques et de l'analyse financière. Ferrier (2002) intègre ces trois composantes dans le processus de défaillance : la défaillance économique, financière et juridique. Dans un premier temps, l'entreprise est en défaillance économique dès lors que ses charges excèdent ses produits et qu'elle n'est plus en mesure de rémunérer, au prix du marché, l'ensemble des facteurs de production qui concourent à la réalisation de son actif économique. La défaillance économique se mesure par l'excédent brut d'exploitation, c'est-à-dire par le calcul du solde des recettes et des dépenses liées à l'activité industrielle et commerciale, indépendamment des décisions financières prises par l'équipe dirigeante. Dans un second temps, l'entreprise en détresse devient défaillante financièrement lorsqu'elle est confrontée à une dégradation de sa solvabilité¹², constatée à l'aide de ratios comparant son passif à court terme et son actif réalisable. Au terme de ces deux trajectoires (économique et financière), l'entreprise entre en défaillance juridique, laquelle sanctionne son incapacité à honorer ses engagements financiers exigibles à l'aide de son actif disponible (Guilhot, 2000).

Si une grande partie des travaux antérieurs s'appuie sur la définition légale du concept de défaillance afin, dans une approche prédictive, de distinguer les entreprises défaillantes des entreprises non défaillantes, Crutzen et Van Caillie (2008) soulignent le caractère trop restrictif du critère de cessation des paiements afin de prévenir les difficultés des entreprises. Ils proposent une définition de la défaillance permettant de concilier les approches économiques, financières et juridiques retenues dans la littérature et de l'inscrire dans une perspective plus générale d'échec ; « une entreprise entre dans un processus de défaillance à partir du moment où, suite à un problème d'alignement à son environnement, elle ne parvient plus à maintenir une position stratégique viable sur son marché pour différentes raisons ». Contrairement aux recherches antérieures qui emploient les termes de défaillance et de faillite de manière équivalente (Malécot, 1991), la vision de l'échec adoptée par Crutzen et Van Caillie (2008) les amène à distinguer ces deux notions. Alors que la faillite est une situation

¹² L'insolvabilité correspond à l'incapacité durable d'un débiteur à faire face à son passif exigible à l'aide de son actif disponible.

ponctuelle caractérisée par une double crise de solvabilité et de liquidité¹³, la défaillance est un processus de détérioration progressive des ressources qui, à défaut d'actions correctives, peut conduire l'entreprise à la faillite. En ce sens, la faillite légale constitue la forme la plus extrême d'échec (Thornhill et Amit, 2003).

Berryman (1983) confirme la nécessité de distinguer le concept de faillite de celui de défaillance en soutenant que la faillite légale n'est qu'une des manifestations de l'échec d'une entreprise. Toutefois, il suggère également que l'échec peut se traduire par une cessation volontaire de l'activité d'une entreprise confrontée à des problèmes de solvabilité, ce qui va à l'encontre de la distinction légale opérée entre défaillance et cessation d'activité.

La mise en place de nouveaux dispositifs juridiques

Au regard de la multiplicité des définitions proposées par la littérature, la détresse financière des entreprises sera dans cette contribution appréhendée à travers la notion large d'échec, dans une approche à la fois économique, financière et juridique. Si la défaillance est à notre sens un événement de nature avant tout financière, sa survenance affecte profondément le cadre juridique dans lequel évolue l'entreprise. Inversement, la mise en place de nouvelles pratiques juridiques en matière de procédures collectives implique de tenir compte des intérêts des parties concernées et de l'impact de la défaillance sur l'ensemble de l'économie. En France, le droit des procédures collectives s'est ainsi progressivement orienté vers la prise en compte des enjeux d'abord économiques de la défaillance en 1967, puis sociaux en 1985, avec une volonté affichée de protéger non seulement l'activité économique mais également les salariés. Le souci de protéger les entreprises en difficultés s'est confirmé avec la réforme de 1994, puis avec la loi de sauvegarde de 2005, qui ont notamment renforcé la prévention de la défaillance. Ces réformes françaises ne sont pour autant pas isolées. Les dernières années ont été marquées, dans de nombreux pays, par une refonte plus ou moins profonde des règles régissant les procédures collectives. Or, le concept de défaillance est variable d'un pays à l'autre, ce qui rend les comparaisons internationales délicates. Ainsi, l'usage du terme « défaillance » nous paraît s'imposer, d'une part parce qu'il est celui

¹³ L'illiquidité correspond à l'incapacité temporaire du débiteur à faire face à ses échéances, conséquence d'une durée des emplois supérieure à celle des ressources.

employé en France depuis 1985, et d'autre part parce qu'il apparaît comme un « équivalent unique des différents vocables étrangers parmi la pluralité de termes français susceptibles d'en exprimer les différentes nuances (*i.e.* faillite, insolvabilité, défaillance, détresse financière...) » (Pochet, 2001).

Si les réformes des procédures collectives ont concerné plusieurs pays à travers le monde, elles ont notamment intéressé les états membres de l'Union Européenne. L'Allemagne a ainsi promulgué sa réforme en 1994, la réforme suédoise a été mise en application en 2004 et le Royaume-Uni a complété la sienne en 2002. S'il ressort que les modalités d'organisation des procédures collectives continuent de différer d'un pays à l'autre, toutes ces réformes ont pour objet d'adapter les procédures, régies par des lois souvent très anciennes, au contexte économique du XXIème siècle. Dans cette optique, elles adoptent une conception plus moderne de la défaillance, laquelle consiste à privilégier la sauvegarde de l'entreprise par rapport à la sanction du débiteur. Pour ce faire, elles s'inspirent fortement du chapitre 11¹⁴ américain : ouverture de la procédure plus précoce, éviction du dirigeant moins fréquente, suspension des poursuites individuelles des créanciers... A titre d'exemple, la loi italienne n°270 du 8 juin 1999 introduit des règles spécifiques destinées aux grandes entreprises dont la disparition de l'économie nationale entraînerait la perte de plusieurs milliers d'emplois. De la même manière, la loi britannique sur l'insolvabilité de 1986 a été modifiée en 2000 et 2002 afin de faire de la survie de l'entreprise l'objectif prioritaire des procédures collectives. En particulier, ses amendements instaurent la suspension des poursuites contre le débiteur. En Suède, la loi entrée en vigueur en 2004 a supprimé certains priviléges jusque-là prévus par la loi tels que les créances fiscales ou encore la garantie accordée aux bailleurs pour les loyers consentis afin d'offrir un cadre juridique plus favorable au débiteur.

Des différences d'organisation, voire d'objectifs, subsistent néanmoins. En France, les deux voies distinctes de résolution des difficultés (liquidation et redressement) sont maintenues, tandis que les procédures espagnole et allemande de traitement judiciaire sont désormais uniques. Si ces deux dernières législations ont été refondées afin de sauvegarder les entreprises, leur objectif principal demeure néanmoins la satisfaction des créanciers.

¹⁴ Procédure de redressement aux Etats-Unis.

Problématique et questions de recherche

Au terme de cette présentation générale du cadre de la défaillance, il apparaît plusieurs éléments qui justifient l'objet de notre recherche. La recrudescence du nombre de procédures collectives, la diversité des codes de défaillance nationaux, la complexité du processus de défaut, mais surtout la difficulté de lier les trajectoires économique et financière de la défaillance à son traitement judiciaire justifient la nécessité d'une démarche d'investigation. En particulier, l'étude des facteurs du défaut et de son traitement judiciaire soulève la question de son efficacité. Plus précisément, l'objet de cette thèse est **d'apprécier l'efficacité des procédures collectives d'un point de vue à la fois *ex ante* et *ex post* au regard de trois critères : leur efficacité financière, leur efficacité sociale et leur cohérence macroéconomique.**

Ex ante, le défaut est le résultat d'une dégradation de la performance économique et financière d'une entreprise non pas nécessairement excessivement endettée, mais dont la rentabilité ne lui permet plus de faire face à ses échéances. Il s'agit dès lors d'identifier la trajectoire économique et financière, mais également stratégique, qui a mené l'entreprise en procédure collective. En retour, on imagine aisément que l'existence d'une procédure et le droit d'exception qu'elle met en place influencent, en amont du défaut, les stratégies des différents acteurs en matière de décisions de financement et d'investissement, et par conséquent le risque que l'entreprise emprunte effectivement un parcours de défaut. *Ex post*, nous nous intéressons aux effets directs produits par la procédure collective une fois déclenchée. Cela nous conduit à nous interroger sur sa capacité à maximiser la valeur du projet économique de l'entreprise, compte tenu des intérêts des différentes parties. Or, le contenu du projet économique diffère entre les pays ; il intègre soit des composantes exclusivement financières telles que les montants recouvrés par les créanciers, soit, dans une approche plus large, les intérêts des salariés. Par un raisonnement analogue à celui adopté en matière d'efficacité *ex ante*, il est probable que l'efficacité *ex post* résulte de la situation des entreprises lors de leur entrée en défaillance, elle-même conditionnée à la trajectoire empruntée par l'entreprise défaillante. En définitive, il ressort que ces deux concepts sont étroitement liés et que l'efficacité des procédures collectives est tout aussi complexe à mesurer que le concept de défaillance à définir.

Dans un pays donné, c'est l'articulation de ces deux dimensions (*ex ante* et *ex post*) qui détermine l'efficacité globale des procédures collectives. Dans une perspective internationale comparée en revanche, nous considérons qu'une législation de la défaillance sera d'autant plus efficace qu'elle sait mieux qu'une autre s'adapter à son environnement économique, financier ou encore juridique. Ces observations nous conduisent à formuler deux interrogations principales :

1. *Existe-t-il un arbitrage entre l'efficacité sociale et financière des procédures collectives ?*

Nous nous basons sur des données sur dossiers de défaillance collectées manuellement auprès du tribunal de commerce de Paris entre 1991 et 2005 afin d'évaluer l'**efficacité *ex post*** de la procédure collective française. Pour cela, nous nous intéressons dans un premier temps aux causes de défaillance des entreprises (**trajectoire économique et financière**) et à leur impact sur les montants recouvrés par les créanciers (**efficacité financière**). Dans un second temps, nous adoptons une approche « *Law & Finance* » afin de mesurer l'**efficacité sociale** de la procédure collective française (*i.e.* sa capacité à préserver l'emploi, tel que souhaité par le législateur de 1985), ce qui nous conduit à nous intéresser à l'environnement juridique de la défaillance et plus particulièrement à l'attitude des tribunaux face au choix de redresser ou liquider les entreprises en difficultés.

Notre objectif est de **proposer un cadre de référence sur lequel peuvent se positionner les discussions futures quant aux vertus (ou limites) d'un régime de défaillance pro-débiteur tel que la France.**

2. *Dans quelle mesure la connexion entre les règles de gouvernance des entreprises défaillantes et celles destinées aux entreprises saines permet-elle d'améliorer l'efficacité des procédures collectives ?*

Afin de répondre à cette interrogation, nous adoptons une démarche à nouveau empirique qui s'appuie sur des données issues des enquêtes de la Banque Mondiale et des travaux de La Porta et al. (1997, 1998). Elle s'inscrit dans une approche exclusivement « *Law & Finance* » qui consiste à identifier des familles de procédures collectives cohérentes et à les relier à l'environnement national des

pays. En d'autres termes, nous proposons une appréciation du degré de cohérence macroéconomique du défaut, lequel constitue selon nous un élément de son **efficacité**.

Notre objectif est de manière *générale* de **présenter les déterminants des codes de défaillance nationaux** et de manière plus *spécifique* d'**apprécier l'efficacité de la procédure collective française au regard de son environnement national**.

Organisation de la thèse

Nous tentons d'apporter notre contribution à ces interrogations à travers les trois chapitres qui composent cette thèse.

Le premier chapitre propose une revue de la littérature tant théorique qu'empirique problématisée autour des concepts de trajectoire et d'efficacité des défaillances. Notre objectif est de souligner la complexité du processus de défaillance et ses implications en termes d'efficacité économique. Notre présentation des travaux antérieurs s'organise autour non seulement d'un balancier entre trajectoires du défaut et efficacité de son traitement judiciaire, mais également des composantes *ex ante* et *ex post* des procédures collectives.

Dans la première section, nous étudions le processus de défaillance dans une perspective *ex ante*, à savoir que nous nous intéressons au chemin parcouru par l'entreprise avant qu'elle ne fasse l'objet d'une procédure collective. La seconde section étant consacrée au traitement judiciaire du défaut une fois survenu, nous nous penchons dans un second temps sur les effets *ex post* du défaut. Au sein de chaque section, nous mettons de nouveau en parallèle ces deux dimensions (*ex ante* et *ex post*), selon des critères toutefois différents. Dans la première section, nous choisissons de scinder notre réflexion sur la trajectoire de défaillance en fonction du degré des difficultés rencontrées par l'entreprise. Nous considérons en effet que l'entreprise défaillante emprunte un parcours économique et financier jusqu'au moment où sa survie est irrémédiablement compromise. Ce n'est qu'à cette date qu'elle se trouve confrontée à un choix stratégique influencé par le droit : renégocier ses contrats de dette de manière privée ou solliciter la protection d'un tribunal. Dans la seconde section, nous nous concentrons sur la deuxième solution, à savoir la procédure collective, et en proposons

une évaluation de l'efficacité d'un point de vue d'abord *ex post*, puis *ex ante*. En retour, nous anticipons que l'efficacité *ex ante* de la résolution judiciaire du défaut a un impact sur la trajectoire économique et financière des entreprises, que cette dernière conduise ou non à une cessation des paiements.

Cette architecture est reprise dans le **second chapitre** dans une perspective empirique. Plus précisément, nous examinons d'une part la trajectoire économique et financière des entreprises dont la défaillance a fait l'objet d'une procédure collective pilotée par le tribunal de commerce de Paris entre 1991 et 2005, et d'autre part les modalités de résolution du défaut. Au préalable, nous présentons le cadre législatif de notre étude, à savoir le couple de lois de 1985 et 1994, dont nous soulignons l'originalité. Au-delà d'apporter des éléments de justification de notre choix de nous concentrer sur des entreprises françaises, la mise en exergue de la spécificité de la législation française nous permet de formuler des hypothèses que nous pouvons tester. En particulier, nous nous interrogeons sur l'existence d'un éventuel biais social induit par l'article 1^{er} de la loi de 1985. En effet, cet article, outre énumérer les objectifs assignés à la procédure collective française, les hiérarchise explicitement au profit de la protection de l'activité et de l'emploi. Toutefois, dans la mesure où il peut exister un décalage entre la loi et la manière dont elle est appliquée par les juges (Morrison, 2007), nous testons dans un premier temps si les critères de décision des juges sont effectivement guidés par des considérations sociales. Nos résultats vont dans le sens attendu, à savoir que les tribunaux français jouent un rôle actif dans la procédure afin de promouvoir la continuation de l'entreprise, ce qui est cohérent avec l'esprit de l'article 1^{er} de la loi de 1985. De la même manière, nous observons que dans le cas particulier de la cession, le tribunal, lorsqu'il est amené à sélectionner un repreneur, est davantage concerné par l'engagement de celui-ci à préserver les postes existants que par le prix qu'il propose. Dans un second temps, nous nous intéressons à l'efficacité financière, que nous estimons au moyen des taux de recouvrement. Nos résultats, s'ils ne vont pas dans le sens d'un arbitrage entre efficacités sociale et financière, permettent néanmoins de confirmer l'existence d'une hiérarchie entre les objectifs, telle que définie dans l'article 1^{er}; une fois l'efficacité sociale assurée par le choix d'une continuation, le tribunal fait son possible pour également assurer l'efficacité financière des procédures collectives. Cependant, nous constatons qu'il est impuissant à augmenter les recouvrements dès lors qu'une entreprise est, à l'ouverture de la procédure collective,

exsangue ; clairement, la trajectoire *ex ante* de la défaillance a en dépit de mécanismes de prévention renforcés en 1994 un impact sur l'**efficacité *ex post*** des procédures collectives.

Pour autant, la France a souvent été décrite comme un pays peu efficace en matière de procédures collectives, notamment de recouvrement des créances. Or, plus de 90% de ses procédures collectives se soldant par une liquidation, la faiblesse de ces recouvrements ne peut être justifiée par un biais en faveur de l'emploi. Si l'on se situe dans une approche macroéconomique, l'analyse de l'efficacité des procédures collectives mérite d'être complétée par l'étude de leur degré d'adaptation à leur environnement. Nous suggérons qu'une procédure collective sera d'autant plus efficace qu'elle est cohérente avec l'environnement économique, financier ou encore juridique des pays. Le **chapitre 3** propose dès lors une nouvelle typologie de modèles de procédures collectives, que nous lions aux modes de gouvernance des entreprises saines.

Dans un premier temps, nous effectuons une analyse en composantes principales afin de déterminer les règles de défaillance (sanction du débiteur, subordination du plan de redressement à l'accord des créanciers, suspension des poursuites contre le débiteur...) qui les oppose. Il en ressort cinq modèles de défaillance : le modèle pro-débiteur social, le modèle pro-débiteur entrepreneurial, le modèle répressif, le modèle pro-créancier et le modèle mixte. Dans un second temps, nous nous interrogeons sur le contexte économique, financier et juridique dans lequel ils s'appliquent et sur la pertinence du modèle de défaillance français. Nous proposons que le code de défaillance français prenne davantage en compte les intérêts des créanciers, ce qui a justement fait l'objet de la réforme législative de 2005. Dans un dernier temps, nous nous affranchissons de nos familles de droit afin de mettre en évidence les facteurs environnementaux qui déterminent chacune des règles de la défaillance ainsi que le taux de recours à la procédure collective. Nos résultats vont à l'encontre des conclusions de La Porta et al. (1997, 1998) selon qui le design des procédures collectives a un impact sur leur efficacité ; dans une perspective *Law and Finance*, l'efficacité des procédures collectives résulte selon nous de leur degré de cohérence avec l'environnement des pays avant tout.

Chapitre 1

La complexité du processus de défaillance et son impact sur l'efficacité économique

La difficulté de définir le concept de défaillance et de délimiter son champ d’application a conduit à une multiplication des angles d’études retenus par la littérature. Au cours des quarante dernières années, la recherche en matière de défaillances d’entreprises s’est ainsi articulée autour de trois approches : la prédition du défaut, sa prévention et enfin sa description (Van Caillie, 2002). La première, consacrée à l'estimation du risque de défaut, a longtemps été au cœur des préoccupations. De nature principalement statistique et financière, elle consiste à détecter l'apparition de signaux indiquant une prochaine défaillance afin d'établir un classement entre les entreprises saines et défaillantes sur la base soit d'analyses de ratios financiers, soit de statistiques diverses (Zavgren, 1983 ; Van Wymeersch et Wolfs, 1996). Si cette approche, qui repose sur une définition purement légale du défaut, permet une meilleure compréhension des mécanismes financiers de la défaillance (Altman et Loris, 1976 ; Collongues, 1977 ; Vernimmen, 1978...), elle ne tient pas compte du fait que la défaillance est le résultat d'un processus généralement évolutif (Luoma et Laitinen, 1991) qui s'accompagne d'une dégradation des performances économiques. Aussi une compréhension globale du processus de défaillance implique-t-elle que cette approche statique soit complétée par une analyse explicative (Balcaen et Ooghe, 2006). Dans cette perspective, plusieurs études se sont attachées à déterminer les facteurs de la défaillance dans les domaines-clé de fonctionnement de l'entreprise. En effet, seule l'identification des causes profondes de l'échec permet une mise en œuvre efficace du traitement de prévention du défaut (Koenig, 1985 ; Liefhooghe, 1997). Enfin, l'approche descriptive s'inscrit dans une perspective de compréhension du phénomène à travers l'observation de différents parcours de défaillance (Argenti, 1976 ; Laitinen, 1991 ; Ooghe et De Prijcker, 2006). Or, aucune étude n'a à ce jour concilié ces différentes dimensions (Crutzen et Van Caillie, 2007).

Si l'on situe la défaillance dans la perspective plus générale d'échec, il est possible de l'appréhender de quatre manières (Guilhot, 2000). Premièrement, l'auteur identifie les travaux juridiques qui portent sur les aspects concrets et institutionnels du phénomène. Deuxièmement, il s'intéresse à la littérature économique et financière, à savoir celle relative à la prédition du défaut. Troisièmement, il retient une approche à dominante stratégique centrée sur l'analyse de l'environnement de la firme et de son contexte concurrentiel. Enfin, son approche organisationnelle et managériale met l'accent sur le comportement de l'équipe dirigeante.

A la lecture de cette typologie, il ressort qu'il est possible d'opposer les travaux économiques, financiers, stratégiques et managériaux qui se placent en amont du défaut à ceux, essentiellement juridiques, portant sur les aspects institutionnels de la défaillance et notamment le traitement du défaut une fois survenu. Cette dualité d'approches constituera le plan de notre revue de littérature, que nous problématiserons autour d'un balancier entre trajectoires de déclin et traitement judiciaire du défaut.

Dans un premier temps, nous appréhendons la défaillance à travers une double trajectoire : économique et financière d'abord, stratégique ensuite. Au sein de ce parcours, nous procédons à plusieurs ajustements de l'approche retenue par Guilhot (2000).

Premièrement, l'identification d'un parcours économique et financier nous conduit à nous intéresser à la fois aux facteurs et aux symptômes du défaut. Pour ce faire, nous rassemblons les travaux portant sur les aspects économiques et financiers du processus de défaillance, mais également stratégiques et managériaux ; en effet, l'approche stratégique de l'auteur situe l'entreprise dans une perspective macroéconomique, tandis que l'orientation managériale qu'il aborde renvoie à des causes microéconomiques.

Deuxièmement, si nous retenons, à l'instar de l'auteur, une approche stratégique, la nôtre ne va pas dans le sens d'un positionnement stratégique de la firme en fonction de son environnement concurrentiel, mais repose sur des considérations juridiques, et plus précisément décisionnelles. Nous suggérons qu'une entreprise dont l'échec paraît inéluctable se trouve confrontée à un choix influencé par le droit : renégocier ses difficultés avec ses créanciers de manière privée ou les résoudre sous l'encadrement d'un tribunal. *A priori*, il est dans l'intérêt de toutes les parties de privilégier l'option la moins coûteuse. Ainsi, si les coûts associés à la procédure collective sont supérieurs à ceux de la solution extrajudiciaire, les agents ne devraient pas se tourner vers les tribunaux. Cependant, la multiplicité d'intérêts souvent conflictuels justifie qu'on fasse appel à un juge afin de les coordonner. Or, la procédure collective, une fois choisie, instaure des règles très particulières dont on peut s'interroger sur l'efficacité.

Dans un second temps, nous proposons d'évaluer l'efficacité des procédures collectives de deux points de vue : *ex ante* et *ex post*. Si les deux approches considèrent une

procédure collective comme efficace dès lors qu'elle contribue à augmenter la valeur de l'entreprise, elles diffèrent selon le moment où s'expriment ses effets (Blazy et al., 2008). L'efficacité *ex post* concerne les effets de la procédure collective après son déclenchement. Elle consiste à maximiser la valeur du projet économique tout en tenant compte des intérêts des différents ayants droit. Pour ce faire, elle doit d'une part les coordonner, et d'autre part produire et diffuser une information fiable sur le sort du débiteur. Or, le traitement accordé à l'entreprise défaillante est conditionné à la situation de celle-ci au moment du défaut. Une procédure collective efficace doit dès lors comporter des mécanismes d'incitation afin d'améliorer la solidité financière de l'entreprise en amont et de rassurer ses prêteurs d'une part, et d'encourager le débiteur et ses créanciers à initier la procédure au moment opportun d'autre part. Au vu de ces deux dimensions de l'efficacité (*ex ante* et *ex post*), il apparaît qu'elles sont étroitement liées ; l'efficacité *ex post* est en effet conditionnée à la situation financière de l'entreprise à l'ouverture de la procédure collective, elle-même déterminée par les incitations produites par cette dernière.

Ce chapitre reprend cette opposition *ex ante/ex post* non seulement dans son architecture générale (analyse du déclin puis du défaut), mais également au sein même de chaque section : une trajectoire *ex ante/ex post* (section 1) et une efficacité *ex ante/ex post* (section 2). Dans la première section, nous soulignons la complexité du processus de défaillance en identifiant les facteurs de déclin, puis les choix opérés par les agents lorsque le défaut est inéluctable. Dans la seconde section, nous examinons le traitement judiciaire du défaut et en discutons l'efficacité *ex ante* et *ex post*.

Section 1. La défaillance comme résultante d'une double trajectoire

La défaillance d'une entreprise n'est pas nécessairement brutale mais résulte d'un processus évolutif sur plusieurs années ; en effet, la faillite est rarement un événement soudain qui survient de manière inattendue (Luoma et Laitinen, 1991). Le défaut se doit donc d'être analysé comme une double trajectoire : économique et financière d'une part, et stratégique d'autre part. *Ex ante*, la défaillance reflète un déclin économique et une dégradation des

relations financières ; *ex post*, une fois avérée, elle fait intervenir des règles de droit qui pourront modifier les contrats de dette, ou au contraire les confirmer.

I. Le défaut comme résultante d'un parcours économique et financier

Peu d'études combinent les approches qualitatives et quantitatives afin de prévoir la défaillance, alors que celles-ci sont complémentaires (Lelogeais, 2004 ; Grunert, Norden et Weber, 2005 ; Crutzen et Van Caillie ; 2007). En effet, les auteurs démontrent empiriquement que l'agrégation de facteurs financiers et non financiers permet d'estimer plus pertinemment le risque de défaut. Ainsi, si les facteurs économiques au sens large se cumulent généralement pour l'expliquer, les facteurs financiers ne font que traduire le déclin de l'entreprise et sont presque toujours à l'origine immédiate du défaut. Toutefois, il arrive souvent que la défaillance soit imputable à des problèmes financiers tels que par exemple des choix de financement erronés. A ce titre, les variables financières, outre refléter le déclin, peuvent également, à l'instar des difficultés économiques, en constituer des causes déterminantes.

A. Les facteurs économiques de déclin

Si la prédiction du risque de défaut passe généralement par l'analyse des ratios financiers de l'entreprise, ceux-ci ne sont souvent que des symptômes du déclin. L'origine du défaut s'accompagne en général d'un processus de détérioration des performances économiques. Dès lors, la compréhension du risque de défaut conduit à s'intéresser à un ensemble de causes aussi bien microéconomiques que macroéconomiques. Les recherches réalisées en la matière se sont ainsi concentrées sur deux niveaux extrêmes : soit elles s'intéressent à la prédiction du défaut au niveau individuel de la firme, soit elles retiennent une approche macroéconomique connectant le niveau de défaillances à des variables environnementales.

1. L'impact du contexte macroéconomique

Plusieurs travaux examinent l'impact de l'environnement et de la conjoncture macroéconomique sur le nombre de défaillances d'entreprises. Le nombre d'entreprises en détresse résultant des créations d'entreprises d'une part et du cadre législatif d'autre part, ces deux phénomènes – démographique et juridique - seraient mécaniquement liés au nombre de défaillances, sans en constituer une explication proprement dite. Aussi les causes macroéconomiques des défaillances seraient-elles à chercher dans l'environnement des entreprises : variables macroéconomiques reflétant la solvabilité des entreprises, degré de réactivité des firmes à l'évolution de la conjoncture...

a. Les effets de la création d'entreprises

Le problème de la création, et notamment de la pérennisation des nouvelles entreprises, est dans la littérature au cœur des préoccupations. Un consensus s'est développé sur le lien entre créations et défaillances d'entreprises quelques années plus tard (par exemple Longueville, 1992). Plusieurs études économétriques utilisant des données françaises mettent l'accent sur la vulnérabilité particulière des jeunes entreprises (Marco et Rainelli, 1986 ; Bordes et Mélitz 1992). Bordes et Mélitz (1992) examinent l'influence du taux d'endettement et des problèmes d'illiquidité sur le taux de défaillance. Ils soulignent la pertinence de la prise en compte des créations d'entreprises dans leur modèle, au vu du taux de défaillance particulièrement élevé observé chez les entreprises créées dix-huit mois auparavant. Selon Marco et Rainelli (1986), le taux de création d'entreprises constitue d'ailleurs la meilleure variable explicative des taux de défaillance, ce indépendamment du secteur d'activité. Ils l'attribuent aux erreurs d'anticipation quasi systématiques des dirigeants des jeunes entreprises. Cependant, contrairement à Bordes et Mélitz (1992), ils observent pour leur part un taux de défaillance maximal chez les entreprises âgées de trois ans. Blazy et al. (1993) justifient la plus forte vulnérabilité de celles-ci par le fait que toute entreprise, dans ses premières années, est confrontée à des problèmes d'apprentissage dus à son inexpérience en termes d'adaptation de son processus de production ou encore de développement de son réseau de partenaires. Aussi toute entreprise nouvellement créée est-elle contrainte d'atteindre une taille critique avant que ses projets ne deviennent rentables. D'ailleurs, l'Insee a pour sa part constaté que les entreprises les plus exposées au risque de défaillance n'étaient pas les

plus jeunes mais celles ayant trois à quatre ans d'expérience (Combier, 1994 ; Blazy et Combier, 1998), ce risque diminuant nettement à partir de l'âge de six ans. D'une part, cette période coïncide avec l'arrêt des aides publiques, lequel ne serait de fait pas totalement pris en compte dans les calculs prévisionnels. D'autre part, l'échec ou la réussite d'un projet ne peut se mesurer qu'une certaine période après les investissements réalisés. Enfin, à condition que les investissements réalisés ne soient pas trop conséquents au démarrage de l'activité, les cessations d'activité quasi immédiates seraient facilement amorties par le capital de départ, de sorte qu'elles ne se traduirraient que rarement par une déclaration de cessation des paiements mais par un dépôt de bilan volontaire.

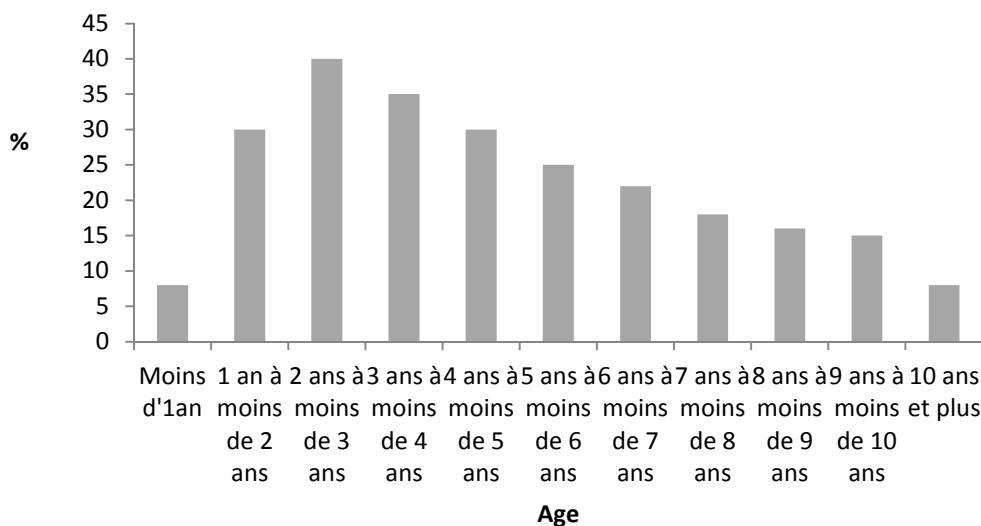
Si l'impact des créations d'entreprises est communément admis dans la littérature, il ne fait que refléter un effet mécanique ; selon l'approche néoclassique, le processus de sélection des entreprises est inhérent à toute économie de marché. La sélection naturelle des firmes lutte à son rythme contre les imperfections de l'économie. Elle constitue à ce titre un « processus de nettoyage » très sain qui permet de restaurer l'efficacité économique de deux manières. Elle conduit d'une part à la restructuration des entreprises les plus saines et d'autre part à la disparition des plus fragiles. Les facteurs de production sont dès lors réalloués aux entreprises les plus efficaces, favorisant par conséquent une croissance à long terme (Le Gallic, 1995). Toutefois, il se peut *a contrario* que certaines de ces entreprises, robustes à court terme (notamment les petites firmes innovantes au début de leur cycle de produit), ne soient pas pour autant en mesure de générer de la croissance future (Stiglitz, 1993).

Ainsi, les créations d'entreprises ne peuvent constituer en elles-mêmes un facteur de défaillance. La plus grande vulnérabilité des jeunes entreprises ne fait que refléter leur inexpérience et l'insuffisance de leur rentabilité dans leurs premières années d'existence. Cette inexpérience est d'ailleurs en grande partie due à l'inexpérience du créateur lui-même. Plus que le nombre d'années d'activité professionnelle exercée, sa catégorie sociale antérieure joue sur la durée de vie de la nouvelle entreprise. Ainsi, un ancien entrepreneur, un artisan ou un commerçant sera mieux « placé » qu'un salarié pour créer une entreprise (Lamontagne et Thirion, 2000¹⁵). Si les entreprises défaillantes sont souvent les plus jeunes (moins de cinq ans

¹⁵ Cette étude de l'Insee a été réalisée dans le cadre du dispositif SINE (système d'information des nouvelles entreprises). Ce dispositif, initié en 1994, a vocation à analyser les conditions de création et de développement des entreprises au cours de leurs cinq premières années d'existence en interrogeant tous les quatre ans une

d'existence), Baldwin et al. (1998) observent, dans une enquête canadienne par questionnaires, que leurs dirigeants sont eux aussi plus jeunes que leurs homologues des entreprises plus âgées (plus de cinq ans). Si les créateurs ont plus de cinquante ans, leur entreprise a ainsi deux chances sur trois de passer le cap de son troisième anniversaire. Cette probabilité est ramenée à une chance sur deux s'ils sont âgés de moins de vingt-cinq ans (Lamontagne et Thirion, 2000). Les jeunes dirigeants cherchent d'ailleurs souvent à imposer une attitude apparente de charisme et de compétence afin d'éviter ce qui pourrait être perçu comme un manque d'expérience, et hésitent dès lors à solliciter des conseils auprès d'intervenants extérieurs lorsque les premières difficultés surviennent. Cette gêne d'être perçue comme un « mauvais gestionnaire » explique que, inversement, les jeunes entreprises rencontrant peu de difficultés sont plus enclines à accepter, voire demander de l'aide extérieure. Ainsi, les jeunes entreprises en difficultés auraient tendance, afin de préserver leur liberté d'action, à s'enfermer dans un processus de dépendance par rapport à leurs partenaires (clients, fournisseurs, créanciers) alors qu'un intervenant extérieur pourrait les faire bénéficier, le cas échéant, de son recul ou de son expérience dans une situation similaire.

**Figure 3: Taux de défaillance par tranche d'âge
(moyenne annuelle sur la période 2004-2006)**



Champ : activités marchandes hors agriculture en France

Sources : Insee, REE (Répertoire des Entreprises et des Etablissements – Sirene) ; Bodacc

nouvelle cohorte d'entreprises nouvellement créées. Il convient de préciser que cette enquête tient compte de toutes les disparitions d'entreprises et non seulement de celles en situation de cessation des paiements.

Notons que comme le montre la figure 3, les entreprises les plus exposées au risque de défaillance sont en 2004-2006 celles âgées de deux à trois ans (et non de trois à quatre ans comme au milieu des années 1990). Nous pouvons supposer que le développement de la prévention et le renforcement de la procédure d'alerte¹⁶ a à partir de 1994 permis d'attirer plus tôt l'attention des dirigeants sur les difficultés et donc de traiter ces dernières plus rapidement.

Lorsqu'il s'intéresse au lien entre créations d'entreprises et défaillances, Paillusseau (1994) y voit quant à lui, au vu des statistiques sur la mortalité infantile des entreprises, le résultat d'une « création inconsidérée dans les années qui ont suivi la réforme de 1985¹⁷, avec une insuffisance de fonds propres, par des personnes insuffisamment informées et conseillées ».

b. Les répercussions de la loi de 1985¹⁸

La loi du 25 janvier 1985 relative au traitement des difficultés s'est beaucoup vu reprocher de conduire à un nombre plus élevé de défaillances. Le droit des entreprises en difficultés s'est progressivement orienté vers une vision plus moderne de la défaillance ; les législations qui se sont succédé depuis l'ordonnance « Colbert » de 1673¹⁹ ont en effet peu à peu pris en compte ses enjeux économiques et admis qu'une cessation des paiements pouvait résulter de circonstances économiques défavorables et non nécessairement de la malhonnêteté ou de l'incompétence du dirigeant. Dit différemment, le code de faillite français a évolué dans le sens d'une dédramatisation des procédures collectives, à l'instar du droit américain (aux Etats-Unis, il est d'usage de dire qu'au moins deux faillites sont nécessaires pour « faire un bon chef d'entreprise »). D'un point de vue terminologique, on a d'ailleurs substitué après la loi du 25 janvier 1985 le terme de « défaillance » à celui de « faillite ». Dans le langage commun, le terme « faillite » correspond toutefois encore à la notion de « défaillance ». Si la loi du 13 juillet 1967²⁰ a pour la première fois explicitement dissocié le sort du débiteur de celui de l'entreprise et renforcé les possibilités de redressement, il faut attendre la loi de 1985 pour que la sauvegarde de l'entreprise défaillante devienne l'objectif prioritaire du droit

¹⁶ Voir *infra*.

¹⁷ Voir *infra*.

¹⁸ Voir chapitre 2 section 1 pour une présentation détaillée du cadre législatif français.

¹⁹ Voir *infra*.

²⁰ Voir *infra*.

français des procédures collectives. De nombreuses modifications ont pour ce faire été introduites afin de diminuer les droits des créanciers et améliorer le sort du débiteur ; notamment, cette loi prévoit le maintien de celui-ci à la tête de l'entreprise afin de l'inciter à recourir aux mécanismes de prévention et de fait, apurer le passif des entreprises lors de leur entrée en défaillance. Si cette réforme législative avait pour ambition de favoriser un déclenchement rapide de la procédure avant que les difficultés ne s'aggravent, on lui a reproché de conduire à une hausse des défaillances d'entreprises pour trois raisons.

En premier lieu, elle « banaliserait » la défaillance, de sorte que les dirigeants adopteraient des comportements plus risqués (surinvestissements, incompétence...) mettant en péril la santé financière de leur entreprise. En second lieu, elle inciterait les chefs d'entreprises à considérer la procédure collective comme un outil de gestion. En effet, ces derniers pourraient être incités à recourir à la défaillance pour des raisons purement stratégiques, autrement dit afin de résoudre des difficultés qui ne justifieraient pas en elles-mêmes l'ouverture d'une procédure collective. Pour ce faire, ils pourraient afficher une présentation plus dégradée des comptes de leur entreprise qu'elle ne l'est en réalité, ce afin de bénéficier des avantages de la procédure collective. Si d'aucuns reprochent à la loi française de 1985 d'avoir encouragé un usage stratégique de la défaillance, ce mécanisme est amplifié aux Etats-Unis. Ce fut le cas notamment en 1983 aux Etats-Unis à l'initiative de Continental Airlines. Cette compagnie a pu, sans y être contrainte par des difficultés financières, déclencher une procédure de faillite et rompre l'ensemble de ses contrats de travail par le biais de provisions sur pertes potentielles (Aghion et Hermalin, 1988). Enfin, la réforme de 1985 inciterait, en minimisant les droits des créanciers, à un rationnement des crédits, accentuant ainsi le nombre de défaillances.

Plusieurs arguments nous invitent toutefois à nuancer ces critiques de la loi de 1985 : 1) elle ne conduirait pas à une hausse des défaillances « stratégiques » car celles-ci occasionnent des coûts pour l'entreprise ; 2) l'augmentation des défaillances dans les années 1980 ne serait pas uniquement imputable à la réforme de 1985 ; 3) la loi de 1985 permettrait au contraire d'assainir le passif des entreprises en défaillance.

D'une part, un recours à la défaillance comme outil de gestion peut porter atteinte à la crédibilité de l'entreprise (Flynn et Farid, 1991) auprès de ses différents partenaires et à la

cohésion sociale au sein même de l'entreprise (Manning, 1985 ; Aghion et Hermalin, 1988). Si les salariés anticipent que l'entreprise a l'intention de rompre ses contrats de travail, ils risquent de se démobiliser. Cet effet désincitatif risque d'annuler les bénéfices du recours stratégique à la procédure collective.

D'autre part, le contexte économique dans lequel la loi de 1985 a été adoptée soulève un problème de causalité. En effet, dans la mesure où l'objectif de celle-ci était en partie de répondre à la hausse des défaillances survenues dans un contexte de crise économique, il n'est pas surprenant d'observer un grand nombre de défaillances concomitamment à l'entrée en vigueur de la loi.

Enfin, aux Etats-Unis, Flynn et Farid (1991) montrent que le traitement des difficultés est d'autant plus efficace qu'il commence tôt. Les firmes qui entrent volontairement et rapidement en défaillance ont davantage de chances d'être redressées que celles qui sont forcées d'entrer dans le chapitre 11 lorsque leur situation est déjà largement compromise. Aussi, en admettant que la loi de 1985 ait conduit à une augmentation du nombre de procédures collectives, il est vraisemblable de supposer que sur la même période, les entreprises françaises ayant bénéficié des procédures collectives ont davantage de chances d'être viables.

Si le cadre législatif et les créations d'entreprises exercent un impact positif sur le niveau des défaillances, les corrélations observées résultent vraisemblablement d'un effet d'artefact. En effet, les variables juridiques et démographiques ne font qu'intervenir concomitamment aux défaillances, sans fournir d'explication sur les problèmes réels rencontrés par l'entreprise et qui l'ont conduite au défaut. En revanche, il est pertinent de s'intéresser aux variables purement macroéconomiques telles que le taux d'intérêt, le taux de change, l'inflation ou encore la contraction du crédit.

c. Une évolution défavorable de la conjoncture macroéconomique

Plusieurs travaux économétriques (Davis, 1987 ; Simmons, 1989 ; Bordes et Mélitz, 1992, Young, 1993) se sont inspirés de l'étude séminale de Wadhwani (1986) pour étudier l'impact des frais financiers sur la détresse financière, et notamment des taux d'intérêt.

Néanmoins, cette variable ne donne pas lieu à un consensus. Selon Wadhwani (1986) et Davis (1987), le niveau des taux d'intérêt réels et nominaux influence positivement le taux de défaillance, contrairement à Simmons (1989), pour qui il est négatif, et à Bordes et Mélitz (1992), dont il ne ressort aucun effet des ajustements. Young (1993) souligne quant à lui la sensibilité des entreprises à un changement non anticipé du taux d'intérêt réel, lorsque les marchés sont parfaits, ce qui n'est pas le cas lorsque les modifications sont anticipées.

L'impact des taux d'intérêt sur défaut est d'autant plus fort pour les PME, souvent en manque de fonds propres et fortement dépendantes du financement bancaire en raison de leurs difficultés d'accès aux marchés des capitaux²¹ ; leur imperfection risque dès lors d'augmenter le risque de faillite. Selon Bordes et Mélitz (1992), l'hypothèse de perfection des marchés de capitaux rend théoriquement impossible la défaillance d'une entreprise illiquide mais solvable à long terme et dont la valeur de continuation²² excède celle de liquidation²³. Dans ce cas, celle-ci trouvera toujours un prêteur pour financer ses projets, pour autant que leur valeur actuelle nette (VAN)²⁴ soit positive. Cependant, l'existence de faillites sous-optimales pour l'économie peut s'expliquer de deux manières. Selon White (1989), la présence de règles de priorité lors du recouvrement des créances peut inciter les créanciers privilégiés²⁵, et notamment les banques, à déclencher une procédure collective alors qu'une poursuite de l'activité aurait été préférable. Selon Crutzen et Van Caillie (2007), dans un contexte de crise financière, une diminution du crédit disponible peut empêcher certaines entreprises de financer des projets pourtant rentables.

La solvabilité d'une entreprise peut également dépendre de sa capacité à dégager une certaine rentabilité à partir de ses charges d'exploitation. Elle peut être mesurée à l'aune de

²¹ Le capital-risque peut être considéré comme une alternative afin de pallier les difficultés des PME non cotées (Julien, 1997 ; Belletante et al., 2001).

²² Valeur actualisée des flux de revenus d'une entreprise si l'activité est poursuivie. La détermination de cette valeur comporte une part importante d'incertitude : il faut prévoir les revenus de l'entreprise sur plusieurs années en fonction de la situation du marché. Cette valeur peut être déterminée par le marché (dans le cas d'une cession de l'entreprise) ou par un tribunal (s'il estime que la valeur de continuation est supérieure à la valeur de liquidation, l'entreprise sera redressée).

²³ Produit de la « vente par appartements » des actifs de l'entreprise, sans tenir compte du supplément de valeur qu'il y aurait à les considérer comme éléments d'une unité de production cohérente. La valeur de liquidation ne correspond par conséquent pas à un prix de cession.

²⁴ La valeur actuelle nette représente la valeur des flux de trésorerie liés à l'investissement, actualisés au taux de rentabilité exigé par le marché compte tenu du risque de cet investissement. Elle représente donc le montant de la création de valeur anticipée sur l'investissement.

²⁵ Créditeurs dont la créance est garantie par un privilège ou une sûreté. Ils peuvent également être désignés par les termes de « créanciers garantis », « créanciers séniors », ou encore « créanciers munis de sûretés ».

ses ratios d'exploitation. Bordes et Mélitz (1992), Simmons (1989) et Wadhwani (1986) établissent un lien positif entre les salaires et le niveau de défaillance, tandis que l'influence des coûts intermédiaires apparaît plus incertaine. De fait, lorsque l'on s'intéresse à l'ensemble de l'économie, les consommations intermédiaires de certaines firmes correspondant aux productions des autres, ces variables n'ont de sens qu'étudiées dans un secteur donné. Pour autant, lorsque les défaillances observées dans un secteur ne peuvent être analysées indépendamment de celles des autres secteurs, on parle de défaillances en chaînes ou d'effets de domino (Brewer et Jackson, 2002). Blazy (2000) observe qu'environ 10% des cessations de paiement sont causées par le défaut de clients importants. Plus qu'au niveau des coûts, les difficultés financières seraient d'ailleurs selon lui surtout imputables à une mauvaise adaptation des entreprises à leur évolution. C'est en particulier le cas pour les entreprises à forte insuffisance d'actif. En effet, les entreprises qui manquent de réactivité quant à l'évolution des coûts de revient ont tendance à également sous-estimer le risque de cessation des paiements. Dès lors, l'absence de prise de conscience des difficultés à un moment où ces entreprises auraient éventuellement pu être redressées contribue à accentuer le nombre de liquidations.²⁶

Par ailleurs, une littérature abondante a mis en lumière le caractère cyclique des défaillances d'entreprises. Alors que le défaut a été largement étudié sur une base individuelle (Altman et Saunders, 1998), Fama (1986) et Wilson (1997) observent aux Etats-Unis que les probabilités de défaut²⁷ sont cycliques et particulièrement élevées pendant les récessions. Carey (1998) constate ainsi des différences significatives entre les niveaux de défaillance des périodes d'expansion et de récession. Galai, Crouhy et Mark (2000, 2001) montrent que les probabilités de défaut sont d'autant plus corrélées aux fluctuations économiques que les entreprises sont de mauvaise qualité. Ils soulignent d'ailleurs le caractère asymétrique de cet impact procyclique, dans le sens où les probabilités de défaut augmentent considérablement en période de crise, mais ne diminuent pas de manière significative en période d'expansion. En d'autres termes, une amélioration de la santé financière des entreprises en cas de

²⁶Blazy (2000) trouve que cette méconnaissance des coûts de revient se traduit, pour 4.8% d'entre elles, par une insuffisance d'actifs préoccupante à l'ouverture de la procédure collective contre un taux presque nul pour les entreprises dont l'insuffisance d'actifs est inférieure à 1 200 000 francs (voir J. Bastin, 2000).

²⁷ La probabilité de défaut est une notion orientée "emprunteur". Exprimée en pourcentage, elle correspond à la probabilité qu'une contrepartie soit défaillante sur un horizon de douze mois. Un emprunteur dispose d'une probabilité unique quels que soient les produits souscrits.

conjoncture favorable serait due à des facteurs spécifiques à la firme, tandis que les défaillances seraient plus systématiques dans un contexte macroéconomique morose. Cette asymétrie est confirmée par Longin et Solnik (2001). Ces études se concentrent toutefois exclusivement sur l'impact des conditions macroéconomiques sur le risque *ex ante* du défaut, et non sur sa réalisation *ex post*.

Tableau 5 : Relation entre taux de défaillance et environnement macroéconomique

Année	Taux de défaillance	Pertes en cas de défaut
3 Q 2001	6.92%	5.29%
2000	5.06	3.94
1999	4.15	3.21
1998	1.6	1.1
1997	1.25	0.65
1996	1.23	0.65
1995	1.9	1.24
1994	1.45	0.96
1993	1.11	0.56
1992	3.4	1.91
1991	10.27	7.16
1990	10.14	8.42

Source : Altman, Resti et Sironi (2001)

Le tableau 5 présente la relation entre taux de défaillance et environnement macroéconomique aux Etats-Unis. La récession de 1990-1991 coïncide avec des taux de défaillance supérieurs à 10% (impact négatif de la Guerre du Golfe sur l'activité), tandis que celle de 1999-2000 correspond à des taux de défaillance élevés comparativement aux années 1993-1998. Les taux de perte en cas de défaut²⁸ suivent eux aussi la conjoncture économique.

²⁸ Le taux de perte en cas de défaut est une notion orientée " transaction ", les pertes étant généralement dépendantes des caractéristiques du financement (caractéristiques de l'emprunteur, caractère subordonné du crédit, garanties reçues, etc...). Il correspond au taux de perte constaté en cas de défaillance. Il se définit comme une perte économique, qui se mesure en prenant en compte tous les coûts directs et indirects liés au recouvrement.

Figure 4 : Défaillances d'entreprises en date de jugement



Source : BODACC, traitement Insee -- Données CVS – CJO²⁹

Le lien entre défaillances et contexte économique est confirmé en France, dans une période plus récente, dans la figure 4. Après un niveau de procédures collectives relativement stable, voire en diminution, dans les années de croissance qui ont suivi la crise de 2001, celui-ci remonte brutalement début 2007 à la suite de la révélation de la crise des *subprimes*. Dans les périodes suivantes, les défaillances ne cessent de s'intensifier, jusqu'à être maximales au cours de l'année 2009 au lendemain de la cessation des paiements de plusieurs établissements financiers. Cette période coïncide en effet avec le rétrécissement des conditions de crédit (hausse des taux d'intérêt, plus grande sélection des emprunteurs), occasionnant des comportements de sous-investissements. La dernière période (2009-2010) se caractérise par une diminution des défaillances, en réponse probable à la transmission des liquidités injectées par la Banque centrale à l'économie réelle.

Cependant, Blazy (1996), dans une étude économétrique à correction d'erreurs sur données trimestrielles de 1977 à 1991, nuance ce lien entre évolution du PIB et défaillance ; la fragilité financière des entreprises serait d'après lui davantage due à une mauvaise adaptation de celles-ci à leur environnement qu'à l'évolution de celui-ci proprement dite. Tout d'abord, il remet en cause, pour des cas particuliers, le lien positif entre rationnement du crédit et

²⁹ Données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables.

défaillance ; il arrive que les établissements de crédit adoptent des comportements contracycliques, en continuant par exemple à prêter en période de crise. En effet, ils ont davantage intérêt à ce que leurs clients poursuivent leur activité qu'à ce qu'ils entrent en défaillance³⁰. Dans ce cas, ils peuvent toujours espérer des recouvrements supérieurs à ceux qu'ils perçoivent à l'issue d'une procédure collective. Par ailleurs, en admettant que les défaillances soient pro-cycliques, la détresse financière ne se traduit pas toujours par une procédure collective. D'une part, des entreprises lucides peuvent choisir de cesser leur activité bien avant de se retrouver dans une situation financière inextricable. D'autre part, même en cas de défaut de paiement, elles peuvent préférer conclure un accord amiable avec leurs créanciers.

Au fond, le lien entre conjoncture macroéconomique et importance des défaillances apparaît encore plus important à un niveau sectoriel qu'agrégé : politiques publiques moins favorables au secteur, vulnérabilité de certains secteurs à l'évolution du taux de change (Goudie et Mikks, 1991), baisse tendancielle de la demande sectorielle... Certaines industries dans lesquelles les produits sont aisément substituables sont ainsi plus vulnérables aux effets sectoriels, lesquels peuvent conduire à des défaillances en chaîne ou effets de domino. En effet, cette concentration sectorielle, si elle rend les entreprises puissantes en période de prospérité, les rend également plus fragiles aux crises qui affectent leur secteur, dans la mesure où elles sont toutes identiquement affectées.

Néanmoins, une toute autre approche, mise en lumière à l'origine par Schumpeter (1911), met au contraire l'accent sur les bénéfices d'une récession sur l'efficacité à long terme des entreprises³¹. En effet, les restructurations opérées par ces dernières dans des périodes moroses leur permettraient, si elles sont efficaces, de diminuer leurs coûts de production et de renforcer leurs liquidités. Cet effet a été repris par plusieurs travaux (notamment Caballero et Hammour (1994) et Saint-Paul (1992)). En définitive, le sens de la causalité entre évolution du PIB et défaillances diffèrera dépendamment de l'horizon dans lequel on se situe. En effet,

³⁰ Il arrive que les banques adoptent des comportements de soutien abusif, par lequel elles accordent une aide financière à une entreprise dont la situation est irrémédiablement compromise. Cette aide, souvent onéreuse et qui maintient l'entreprise artificiellement en vie, donne d'une part l'impression à ses créanciers que l'activité prospère, et d'autre part, est susceptible d'augmenter le poids de son passif, voire d'encourager la diminution de son actif –seul gage des créanciers. Cette pratique constitue une faute bancaire et la responsabilité pour soutien abusif est en France sanctionnée par la jurisprudence.

³¹ Plus exactement, les fluctuations en général (et non seulement les récessions) rendraient les entreprises plus efficaces à long terme (Habakkuk (1987), cité par Stiglitz (1993)).

si les périodes de récession se traduisent par un taux de défaillance plus élevé, elles mettent également en place un « mécanisme de nettoyage » très sain en termes de croissance à long terme.

Tableau 6 : Synthèse des causes macroéconomiques de la défaillance

FACTEURS	AUTEURS
LES CREATIONS D'ENTREPRISES	Marco et Rainelli, 1986 (+) ; Longueville, 1992 (+) ; Bordès et Mélitz, 1992 (+) ; Blazy et al., 1993 (+) ; Combier, 1994 (±) ; Paillusseau, 1992 (+) ; Baldwin et al., 1998 (+) ; Blazy et Combier, 1998 (±) ; Lamontagne et Thirion, 2000 (+)
-La jeunesse de leurs dirigeants	Baldwin et al., 1998 (+) ; Lamontagne et Thirion, 2000 (+)
LA REFORME DU DROIT DES PROCEDURES COLLECTIVES DE 1985	Manning, 1985 (-) ; Aghion et Hermalin, 1988 (±) ; Flynn et Farid, 1991 (-) ; Paillusseau, 1994 (+)
UNE EVOLUTION DEFAVORABLE DES VARIABLES MACROECONOMIQUES	
-Le niveau des taux d'intérêt	Wadhwani, 1986 (+) ; Davis, 1987 (+) ; Simmons, 1989 (-) ; Bordès et Mélitz, 1992 (0) ; Young, 1993 (+)
-Le niveau des salaires	Wadhwani, 1986 (+) ; Simmons, 1989 (+) ; Bordès et Mélitz, 1992 (+)
-Le niveau des prix	Wadhwani, 1986 (+) ; Simmons, 1989 (+) ; Bordès et Mélitz, 1992 (+)
-Le PIB	Fama, 1986 (-) ; Blazy, 1996 (0) ; Wilson, 1997 (-) ; Altman et Saunders, 1998 (-) ; Carey, 1998 (-) ; Altman et Brady, 2001 (-), Galai, Crouhy et Mark, 2000, 2001 (-), Longin et Solnik, 2001 (-)
-Le taux de change	Goudie et Mikks, 1991 (+)
L'IMPERFECTION DES MARCHES DE CAPITAUX	White, 1989 (0) ; Bordès et Mélitz, 1992 (+) ; Crutzen et Van Caillie, 2007 (+)

Source : Auteur

2. Les causes microéconomiques de la défaillance

Si la prévision du risque de cessation des paiements implique le développement de modèles qui relient le nombre de défaillances à certaines variables macroéconomiques, celles-ci ne rendent pas compte des difficultés rencontrées par les entreprises à un niveau individuel. En général, plusieurs causes, aussi bien internes qu'externes à l'entreprise, la conduisent au défaut. D'une part, le risque de défaillance dépend de l'environnement dans lequel elle évolue (demande adressée à l'entreprise, concurrence...), environnement qu'elles ne contrôlent pas entièrement. D'autre part, au sein même de l'entreprise, certaines causes (stratégie, compétence de l'équipe dirigeante, accident...) peuvent se cumuler pour mener l'entreprise au défaut.

a. La faiblesse des débouchés

D'un point de vue externe à la firme, plusieurs auteurs identifient la réduction des débouchés comme étant une cause majeure de défaillance (par exemple Blazy, 2000). Sur un échantillon plus récent d'entreprises françaises, Levratto, Tessier et Zouikri (2010) confirment la puissance des débouchés pour expliquer la défaillance, ce dès trois ans avant la cessation des paiements. En fait, ce n'est pas seulement la contraction de la demande qui serait à l'origine du défaut, mais des erreurs d'anticipation quant à son évolution et de manière générale, une mauvaise évaluation de l'entreprise du marché dans lequel elle évolue. Cette méconnaissance influence plus significativement le risque de faillite que la qualité intrinsèque des produits vendus ou leur prix de vente. Le manque d'anticipation ou d'adaptation est fréquemment évoqué dans la littérature (Hambrick et D'Aveni, 1988, par exemple). Ces erreurs d'anticipation, en conduisant à une sur ou sous-estimation des débouchés, se traduisent souvent par un processus de production inadapté au regard de la demande qui sera effectivement adressée à l'entreprise et peuvent donc mettre en péril sa survie. Cette inadaptation à la demande concerne davantage les entreprises cédées ou liquidées que les entreprises continuées, dont la défaillance semble être essentiellement due à des coûts d'exploitation trop élevés. Aucune explication n'ayant été fournie par les auteurs sur ce résultat, nous suggérons qu'il est plus aisé de résoudre un problème lié au poids des charges d'exploitation que d'inadaptation à la demande.³²

b. Une mauvaise appréhension de l'environnement concurrentiel

Outre une mauvaise planification de la demande, une mauvaise appréhension de l'environnement concurrentiel risque d'affecter la survie de l'entreprise. Dans une étude théorique, Crutzen et Van Caillie (2007) ont afin d'analyser cet environnement décomposé le risque de défaillance à l'aune des cinq forces de Porter (1979).

Premièrement, en matière de pouvoir de négociation des clients, les auteurs identifient six risques influençant la défaillance : 1) un déclin général dans la demande (Malecot, 1981) ; 2) les faillites de clients importants (Liefhooghe, 1997) ; 3) les défaillances en chaîne de

³² Cependant, une mauvaise adaptation et/ou anticipation de l'évolution des coûts d'exploitation tend à accentuer l'insuffisance d'actifs et dès lors à compromettre le sauvetage de l'entreprise défaillante (voir *supra*).

clients (Jaminon, 1986) ; 4) la difficulté à se faire payer (Ooghe et Waeyaert (2004) ; 5) la concentration des clients (Ooghe et Waeyaert, 2004) et 6) une clientèle récente volatile (Liefhooghe, 1997). Deuxièmement, concernant le pouvoir de négociation des fournisseurs, ils retiennent trois risques : 1) la détérioration des relations avec les fournisseurs (Liefhooghe, 1997) ; 2) la défaillance d'un fournisseur important (Liefhooghe, 1997) et 3) les défaillances en chaîne des fournisseurs (Jaminon, 1986 ; Blazy, 2000). Troisièmement, la détresse financière peut être due à la menace de produits de substitution nés de bouleversements technologiques non prévus ou non identifiés (Brilman, 1982). Quatrièmement, en ce qui concerne l'intensité de la concurrence intra sectorielle, les causes les plus fréquemment évoquées sont la modification du paysage concurrentiel (mondialisation par exemple), la concentration géographique (Daubie, 2005) et, de nouveau, les défaillances en chaîne (Jaminon, 1986 ; Blazy, 2000), notamment dans les secteurs au sein desquels les relations avec les autres composantes de la chaîne sont étroites. Enfin, la menace d'entrants potentiels sur le marché peut être à l'origine du défaut.

En plus de mal s'adapter à leur environnement, certaines entreprises sont dotées d'un système d'information déficient qui les empêche d'évaluer correctement leur rentabilité. Or, l'importance des coûts d'exploitation et des charges salariales sont des causes majeures des défauts résultant d'une structure de production inadéquate (Blazy, 2000). L'inefficacité des systèmes comptables internes nuit à la réactivité des entreprises lorsque les capacités de production se dégradent.

c. Le comportement de l'équipe dirigeante

Au Canada, Baldwin et al. (1998) ont confirmé l'influence des bouleversements externes tels qu'un ralentissement économique ou une intensité concurrentielle accrue. Parallèlement, ils ont identifié des causes internes ayant trait principalement au comportement de l'équipe dirigeante. Il ressort de leur étude que celle-ci n'a tout simplement pas acquis les compétences de base lui permettant précisément de faire face à ces bouleversements. A cet égard, plusieurs modèles dynamiques des défaillances d'entreprises (Ooghe et Waeyeart, 2004 ; Ooghe et De Prijcker, 2006) ont mis en lumière une influence plus significative de l'environnement managérial que de l'environnement externe, celui-ci ne constituant au fond qu'une excuse des dirigeants pour masquer leurs lacunes en termes de compétence, de qualité

ou de motivation. L'incompétence de l'équipe dirigeante est d'ailleurs à l'origine des erreurs d'anticipations de la demande adressée à l'entreprise évoquées précédemment. Selon de nombreuses études, l'inexpérience expliquerait en bonne partie cette incompétence (Argenti, 1976 ; Liefhooghe, 1997 ; Ooghe et Waeyaert, 2004). Or, on observe que beaucoup d'entreprises sont créées par des entrepreneurs forts d'une certaine expérience. Aussi la mesure de la compétence mérite-t-elle d'être complétée par une approche en termes de degré d'évolution par capacité d'apprentissage, à savoir l'écart entre l'expérience du dirigeant et l'évolution du marché (St-Pierre, 1999). Cette compétence peut être d'ordre technique (connaissance du secteur d'activité) ou de gestion (financière, opérationnelle, commerciale). En outre, la personnalité de l'entrepreneur peut influer sur la pérennité de l'entreprise (Argenti, 1976 ; Liefhooghe, 1997 ; Ooghe et Waeyaert, 2004). Les auteurs relèvent ainsi certaines qualités telles que le charisme, la confiance en soi, le pragmatisme, ou encore la capacité à déléguer, ainsi que des attitudes face au risque, à l'innovation ou au prestige³³.

Les problèmes de motivation peuvent provenir de plusieurs sources : 1) d'origines diverses, comme une mésentente au sein de l'équipe dirigeante³⁴ ou encore de difficultés personnelles (Ooghe et Waeyeart, 2004) ; 2) des motivations de la création de l'entreprise : alternative au chômage, volonté de fournir un emploi à un membre de sa famille plutôt que des perspectives de croissance interne³⁵; 3) d'une confusion entre intérêts de l'entreprise et intérêts personnels (Van Caillie et al., 2006). Ces conflits d'intérêts peuvent mener à des choix stratégiques inadéquats, tels que celui d'accepter (refuser) en toute conscience des marchés peu rentables (rentables), ce qui risque de conduire à des comportements de surinvestissements (sous-investissements)³⁶.

Koch (2002) met par ailleurs en évidence le lien entre détresse financière et excès d'optimisme des entrepreneurs. Plusieurs études expérimentales ont été menées sur les biais comportementaux des dirigeants et notamment sur l'impact de leur optimisme exagéré quant à

³³ Ces comportements ne relèvent d'ailleurs pas uniquement de la personnalité des dirigeants, mais également du fait que ces derniers ne s'identifient pas toujours aux actionnaires, et ont dès lors des incitations divergentes (voir *infra* les conflits entre actionnaires et dirigeants).

³⁴ Un mauvais climat au sein de l'équipe dirigeante fragilise d'ailleurs davantage les PME en raison de leur difficulté à la remplacer.

³⁵ L'enquête SINE menée par l'INSEE s'est intéressée à l'impact des motivations de création sur la réussite du projet et a relevé un impact fort des créations associées aux difficultés d'entrée sur le marché du travail sur le taux de défaillance.

³⁶ Voir *infra* les conflits entre dirigeants et actionnaires.

la réussite de leur projet. Camerer et Lovallo, dans une étude expérimentale réalisée en 1999, s'interrogent ainsi sur la mesure dans laquelle leur excès de confiance quant à leurs aptitudes relatives (*i.e.* par rapport à celles des autres dirigeants) peut expliquer l'échec de leur projet. Ils trouvent que lorsque les *payoffs* dépendent de leurs propres compétences, les individus ont tendance à surestimer le succès de leur futur projet et entreprennent celui-ci plus fréquemment que dans le cas où ce *payoff* dépend d'autres facteurs que la compétence du porteur de projet. De manière plus surprenante, ils constatent que cet excès d'optimisme est exacerbé lorsque les *payoffs* de ces mêmes individus sont basés non plus seulement sur leurs propres compétences mais également sur celle des autres entrepreneurs. En définitive, le nombre de créations de projets est tel qu'en moyenne, chaque dirigeant perdra de l'argent dans environ 70% des cas.³⁷

En définitive, si les problèmes managériaux, et notamment le manque de compétence des dirigeants, ne constituent pas toujours en eux-mêmes une cause de défaillance, ils contribuent à tout le moins indéniablement, lorsqu'ils accompagnent les difficultés, à fragiliser encore davantage la santé de la firme. Ils rendent en effet cette dernière d'autant moins réactive dans la gestion de ses difficultés (Khanna et Poulsen, 1995).

d. Une gestion inefficace

Les causes liées à la dimension « environnement managérial » vont souvent de pair avec une gestion inefficace. En effet, si l'équipe dirigeante est déficiente, il est probable qu'elle conduise des politiques erronées. Crutzen et Van Caillie (2007) identifient plusieurs dimensions-clé de la gestion d'une entreprise à l'aune des quatre axes de la *Balanced Score Card* (BSC)³⁸ de Kaplan et Norton (1996) : 1) l'apprentissage et l'innovation ; 2) la politique opérationnelle ; 3) la politique commerciale et 4) la politique financière.

Concernant la politique d'innovation et d'apprentissage, les facteurs les plus fréquemment identifiés sont de quatre ordres. Premièrement, la défaillance peut être imputable à des problèmes de stratégie. Ces problèmes peuvent résulter, outre d'une stratégie

³⁷ Pour plus d'études expérimentales au sujet de l'impact des biais comportementaux des individus sur les prises de décisions économiques, voir par exemple les autres travaux de C. Camerer et D. Lovallo, ainsi que ceux de D. Kahneman.

³⁸ Pour un modèle de cette balance, voir annexe 1.

absente, erronée (Sharma et Mahajan, 1980), ou risquée (Hambrick et D'Aveni, 1988), d'une mauvaise gestion de la croissance (Malecot, 1981), ou encore d'une diversification absente ou excessive (Sheppard, 1994). Deuxièmement, Ooghe et Waeyeart (2004) soulignent les risques associés à une politique d'investissement inadéquate, notamment en termes de surinvestissement ou de sous-investissements. Troisièmement, Van Caillie et al. (2006) relèvent l'absence de stratégie d'innovation³⁹, tandis que Kaplan et Norton (1996) notent celle de capacités d'apprentissage : absence de formation, d'évaluation des compétences... Enfin, plusieurs auteurs mentionnent des tensions entre les actionnaires et les dirigeants (Sheppard, 1994 ; Dehaene et al., 2001 ; Ooghe et Waeyaert, 2004).

La politique commerciale peut être inefficace pour plusieurs raisons. Tout d'abord, Brilman (1982) retient la difficulté à établir un prix de vente conciliant la structure des coûts de l'entreprise, la valeur perçue de l'offre et le prix de la concurrence. Par ailleurs, la politique commerciale peut être mise à mal par un manque de suivi de paiement des clients (Newton, 1985), l'absence ou l'inefficacité de la publicité, une équipe de vente démotivée (Ooghe et Waeyaert, 2004). En outre, la conquête de nouveaux marchés sans avoir approfondi l'étude de leurs potentialités et de l'adéquation de l'offre à ces marchés risque de se traduire par une stratégie commerciale erronée (Sheppard, 1994)⁴⁰. Tous ces facteurs, associés à la dégradation de l'image de l'entreprise qui accompagne les premières difficultés, risquent de porter atteinte à une politique commerciale déjà fragilisée (Marco, 1989 ; Kaplan et Norton, 1996).

En matière de politique opérationnelle, les facteurs de défaillance les plus évoqués dans la littérature incluent une localisation de l'entreprise non-pertinente (Newton, 1985), une mauvaise gestion des ressources humaines (Ooghe et Waeyeart, 2004), ainsi qu'un manque de coordination des activités quotidiennes de l'entreprise (Van Caillie et al., 2006) et des différents maillons de la chaîne de valeur interne de la firme (gestion des achats, des stocks, de la production, de la distribution) (Marco, 1989 ; Ooghe et Waeyaert, 2004).

Enfin, plusieurs causes de défaillance spécifiques à la politique financière et comptable de l'entreprise peuvent être recensées (Ooghe et Waeyeart, 2004) : une structure financière inadéquate, un système comptable insuffisant ou manipulé, un suivi administratif

³⁹ Selon les auteurs, une bonne stratégie d'innovation doit intégrer des potentialités techniques et immatérielles ainsi que les attentes et les besoins réels des marchés, actuels ou en devenir.

⁴⁰ Voir *supra* les problèmes liés à l'inadaptation à la demande.

insuffisant, un système d'information interne déficient, ou encore une gestion financière défaillante, notamment au regard de calculs des prix de revient, de contrôle des coûts, des prévisions et des budgets (Argenti, 1976 ; Sheppard, 1994).

Ainsi, la performance d'une entreprise implique la coordination optimale de ces quatre dimensions par l'équipe dirigeante, elle-même sous l'influence de l'environnement de l'entreprise.

e. Une origine accidentelle

Pour autant, si les difficultés financières surviennent souvent en raison d'une mauvaise gestion, elles sont parfois dues à un événement accidentel auquel la gestion de l'entreprise est étrangère. A cet égard, les facteurs les plus abordés dans la littérature sont les catastrophes naturelles (séismes, cyclones...), les sinistres (incendie, dégât des eaux...), les cambriolages, les escroqueries, les litiges, ou encore le décès du dirigeant (Newton, 1985 ; Ooghe et Waeyeart, 2004). A l'instar de l'incompétence de l'équipe dirigeante, un accident n'est généralement pas en lui-même génératrice du défaut. Celui-ci ne saurait alors être interprété comme un événement brutal et inattendu. Blazy (2000) note qu'il survient souvent à l'issue d'un long processus structurel de dégradation de la santé financière dû à des problèmes soit environnementaux, soit inhérents à l'entreprise ; un événement accidentel sera dès lors fatal à l'entreprise, dont la survie était déjà compromise. Blazy et Combier (1998) constatent toutefois des différences notables selon l'issue de la procédure collective ; ils relèvent davantage de causes accidentelles chez les entreprises liquidées ou continuées que chez les entreprises cédées. Si l'on admet qu'un accident survient après une dégradation graduelle de la santé de l'entreprise, il semble dès lors que les entreprises cédées anticipent mieux les difficultés, ou à tout le moins réagissent plus rapidement dès les premiers signaux de détresse financière, de sorte qu'elles déclenchent la procédure collective avant qu'un accident n'ait pu survenir.

Tableau 7 : Synthèse des causes microéconomiques de la défaillance

1. Réduction des débouchés	Blazy, 2000 ; Levratto, Tessier et Zouikri, 2010
Mauvaise adaptation et anticipation de la demande	Hambrick et D'Aveni, 1988 ; Khanna et Poulsen, 1995
2. Environnement concurrentiel	Crutzen et Van Caillie, 2007
Pouvoir de négociation des clients important	Crutzen et Van Caillie, 2007
Déclin général de la demande	Malecot, 1981
Faillites de clients importants	Liefhooghe, 1997
Défaillances en chaîne de clients	Jaminon, 1986
Difficulté à se faire payer	Ooghe et Waeyaert, 2004
Concentration de clients	Ooghe et Waeyaert, 2004
Clientèle récente volatile	Liefhooghe, 1997
Pouvoir de négociation des fournisseurs important	Crutzen et Van Caillie, 2007
Détérioration des relations avec les fournisseurs	Liefhooghe, 1997
Défaillance d'un fournisseur important	Liefhooghe, 1997
Défaillances en chaîne des fournisseurs	Jaminon, 1986
Menace de produits de substitution	Brilman, 1982
Intensité de la concurrence intrasectorielle	Crutzen et Van Caillie, 2007
Modification du paysage concurrentiel	Crutzen et Van Caillie, 2007
Concentration géographique	Daubie, 2005
Défaillances en chaîne	Jaminon, 1986 ; Blazy, 2000
Menace d'entrants potentiels	Crutzen et Van Caillie, 2007
3. Environnement managérial	Baldwin et al. 1998 ; Ooghe et Waeyaert, 2004 ; Ooghe et De Prijcker, 2006 ; Crutzen et Van Caillie, 2007
Inexpérience des dirigeants	Argenti, 1976 ; Liefhooghe, 1997 ; Baldwin et al., 1998 ; Ooghe et Waeyaert, 2004
Capacité d'apprentissage	St-Pierre, 1999
Qualités et personnalité des entrepreneurs	Argenti, 1976 ; Liefhooghe, 1997 ; Ooghe et Waeyaert, 2004
Motivation (mésentente au sein de l'équipe dirigeante, problèmes personnels, motivations de la création d'entreprise, confusion entre intérêt de l'entreprise et intérêts personnels)	Ooghe et Waeyaert, 2004 ; Van Caillie et al., 2006
Excès d'optimisme des entrepreneurs	Camerer et Lovallo, 1999 ; Koch, 2002
4. Gestion de l'entreprise	Kaplan et Norton, 1996
Politique d'innovation et d'apprentissage	Crutzen et Van Caillie, 2007
Problèmes de stratégie (stratégie absente ou erronée, mauvaise gestion de la croissance, comportements stratégiques risqués, absence ou excès de diversification)	Sharma et Mahajan, 1980 ; Malecot, 1981 ; Hambrick et D'Aveni, 1988 ; Sheppard, 1994
Politique d'investissement inadéquate (surinvestissements, sous-investissements)	Blazy, 2000 ; Ooghe et Waeyaert, 2004
Absence ou inadéquation de la stratégie d'innovation	Van Caillie et al., 2006
Tensions dans la gouvernance entre actionnaires et dirigeants	Sheppard, 1994 ; Dehaene et al., 2001 ; Ooghe et Waeyaert, 2004
Absence de capacités d'apprentissage (de formation, d'évaluation des compétences)	Kaplan et Norton, 1996
Politique commerciale	Crutzen et Van Caillie, 2007
Difficulté à établir un prix de vente conciliant la structure des coûts, la valeur perçue de l'offre et le prix de la concurrence	Brilman, 1982
Manque de suivi des paiements des clients	Newton, 1985
Dégénération de l'image de l'entreprise	Marco, 1989 ; Kaplan et Norton, 1996
Conquête de nouveaux marchés après mauvaise étude préalable	Sheppard, 1994
Absence ou inefficacité de la publicité	Ooghe et Waeyaert, 2004
Équipe de vente démotivée et inefficace	Ooghe et Waeyaert, 2004
Politique opérationnelle	Crutzen et Van Caillie, 2007
Localisation de l'entreprise non-pertinente	Newton, 1985
Mauvaise coordination des maillons de la chaîne de valeur interne	Marco, 1989 ; Ooghe et Waeyaert, 2004
Mauvaise coordination des activités quotidiennes de l'entreprise	Van Caillie et al., 2006
Mauvaise gestion des ressources humaines	Ooghe et Waeyaert, 2004
Politique financière et comptable	Crutzen et Van Caillie, 2007
Structure financière inadéquate	Ooghe et Waeyaert, 2004
Système comptable insuffisant ou manipulé	Ooghe et Waeyaert, 2004
Définition du système d'information interne	Ooghe et Waeyaert, 2004
Gestion financière défaillante	Ooghe et Waeyaert, 2004
Insuffisance du suivi administratif	Argenti, 1976 ; Sheppard, 1994 ; Ooghe et Waeyaert, 2004
5. Accident (catastrophes naturelles, sinistres, litiges, décès...)	Newton, 1985 ; Blazy et Combier, 1998 ; Blazy, 2000 ; Ooghe et Waeyaert, 2004

Source : Auteur

A la lecture des origines tant microéconomiques que macroéconomiques de la défaillance, il apparaît que certaines causes sont interconnectées, ce qui rend l'établissement d'une hiérarchie délicat. Ainsi, si l'incompétence ou l'opportunisme de l'équipe dirigeante est souvent responsable de la cessation des paiements d'une entreprise, elle résulte parfois de facteurs macroéconomiques. Par exemple, l'impact positif des créations d'entreprises sur le taux de défaillance s'explique en partie par la jeunesse et l'inexpérience du dirigeant. De même, en « banalisant » la défaillance, il se peut que la loi de 1985 ait encouragé des prises de risque excessives dans la gestion de l'entreprise, voire un usage stratégique de la défaillance. Par ailleurs, le manque de motivation des dirigeants peut résulter d'un climat économique morose, la création d'entreprise constituant parfois une alternative au chômage. Un tel contexte, notamment s'il se traduit par une contraction soudaine des débouchés, peut d'ailleurs brouiller les études de marché prévisionnelles de l'entreprise, sans que celle-ci ne commette pour autant des erreurs d'anticipation et d'adaptation ou ne dispose d'un système d'information déficient. L'insuffisance de motivation de l'équipe dirigeante peut, à son tour, porter atteinte aux politiques commerciales ou d'innovation en mettant à mal la cohésion des salariés et la coordination des différents services.

Dès lors, il apparaît opportun de définir précisément le terme « cause » et d'en dégager les nuances. Pris dans un sens générique, ce terme peut d'une part désigner soit une origine, soit un motif. Lorsque l'on parle d'*origine* des difficultés, on s'intéresse à ce qui fait que la cessation des paiements a lieu. Ainsi, le contexte économique et législatif peut occasionner la défaillance, sans en constituer un *motif* proprement dit. En revanche, les difficultés d'adaptation à la demande ou d'évaluation des charges d'exploitation peuvent expliquer la défaillance. Dans cette optique, elles en constituent un *motif*. Dans les faits, établir une frontière entre ces différentes interprétations est délicat. D'autre part, il est difficile de distinguer les *causes premières* de défaillance, à savoir celles au-delà desquelles il n'en est pas conçu d'autres, des *causes secondes*, c'est-à-dire celles qui tiennent d'autres la faculté de produire certains effets. Dans le processus de défaillance, il est difficile d'affirmer qu'il existe en amont une « cause unique des causes ». Par ailleurs, il existe en réalité plus de deux niveaux de causes. En effet, la trajectoire économique de la défaillance traduit un enchaînement de facteurs multiples, dont le sens de causalité est d'ailleurs peu aisé à définir.

Indépendamment du nombre de niveaux que comporte une trajectoire de défaillance, il existe néanmoins toujours une origine immédiate du défaut. S'il n'existe pas de cause première unique de la défaillance, la cause directe du défaut est quant à elle généralement unique. La cessation des paiements étant le critère de déclenchement de la procédure collective, celle-ci est par conséquent la résultante inéluctable de la dégradation généralement progressive de la situation financière de l'entreprise. Dès lors, de l'ensemble des causes présentées, nous pouvons nous demander si ce n'est pas avant tout un manque de fonds propres qui est à l'origine du défaut⁴¹. Cela nous conduit à nous intéresser à présent à la trajectoire financière de la défaillance.

B. La traduction financière du chemin vers la défaillance

Sur le volet financier, le défaut peut se traduire de deux manières. D'une part, s'il résulte du déclin économique de l'entreprise, certains facteurs purement financiers peuvent également mettre en péril la santé financière de l'entreprise. D'autre part, la terminologie anglaise relative à la défaillance (*i.e.* « *financial distress* ») met l'accent sur le fait que le processus de défaut est avant tout financier. Si les analyses de ratios financiers ne tiennent de fait pas compte des causes sous-jacentes de la défaillance (Morris, 1997), ils permettent toutefois un classement des entreprises à court terme en distinguant les entreprises qui sont en bonne santé de celles en détresse financière (Zavgren, 1983 ; Van Wymeersch et Wolfs, 1996 ; Cybinski, 2001). Aussi la prédition du risque de défaillance se doit-elle d'être envisagée dans sa globalité et réalisée en considérant aussi bien les causes que le processus de défaillance (Argenti, 1976). A ce titre, l'analyse financière nous permet de compléter notre analyse du « pourquoi » du défaut et d'identifier son « comment ».

1. L'origine financière du défaut

Des difficultés financières sont généralement toujours à l'origine immédiate du défaut, puisqu'une procédure collective est déclenchée au moment où une entreprise ne peut plus honorer ses engagements financiers à l'aide de son actif disponible. Cependant, elles ne font

⁴¹ Notons que l'insuffisance des fonds propres n'est pas toujours à l'origine immédiate du défaut. Par exemple, un événement accidentel tel que le décès du dirigeant peut mettre un terme à des difficultés financières déjà existantes et donner lieu à une cessation des paiements. Toutefois, si dans ce cas le manque de fonds propres n'est pas en lui-même l'élément déclencheur du défaut, il en demeure une cause directe.

que traduire des problèmes plus fondamentaux, généralement économiques. Aussi ne peut-on parler de causes financières que si les difficultés financières que connaît toute entreprise dans son chemin vers la défaillance sont réellement responsables, du moins en partie, de la dégradation de sa solvabilité. Par exemple, un déficit de ressources propres ou un refus de prêt peut freiner la réalisation de projets rentables, tandis que, inversement, un endettement élevé peut pousser l'entreprise à réaliser des investissements certes rentables, mais risqués. Dans les deux cas (sous-investissement et surinvestissement respectivement), les difficultés financières occasionnent des problèmes de production qui affectent la rentabilité de l'entreprise et qui se traduiront à terme par une détérioration de ses ratios de solvabilité. Près de la moitié des défaillances sont imputables à des causes financières, notamment lorsqu'elles sont redressées par voie de cession. La cession apparaît en effet comme la solution la plus adaptée pour une entreprise viable sur le plan économique mais qui souffrirait temporairement d'insuffisance d'actif, de l'arrêt des subventions ou encore de taux d'intérêts trop élevés (Blazy et Combier, 1998).

L'anticipation du risque de défaut a un impact sur la structure financière de l'entreprise alors même que celle-ci est en bonne santé. Une difficulté récurrente rencontrée par les entreprises est l'insuffisance de leurs fonds propres, celles-ci étant alors obligées de s'endetter afin de financer leurs projets. Or, la structure financière a un impact sur le risque de faillite, dans la mesure où l'endettement rend les entreprises moins autonomes et donc plus sensibles aux fluctuations de l'activité. Celles-ci seront dès lors moins à même de respecter leurs engagements financiers et risquent de se retrouver en situation de cessation des paiements.

a. Les fondements de la théorie financière

Selon l'approche traditionnelle (Graham et Dodd, 1934), il existe une structure financière optimale qui permet de maximiser la valeur de l'actif économique grâce à une utilisation judicieuse de l'endettement et de son effet de levier⁴². L'entreprise minimise ainsi son coût moyen pondéré du capital, soit la moyenne du coût de son endettement et de ses capitaux propres pondérée par le poids de ces deux sources de financement. D'un côté, la

⁴² L'effet de levier désigne à la fois une technique de recours à l'endettement pour augmenter les capitaux propres et la mesure de l'efficacité de ce recours à l'endettement (l'effet de levier est dit positif si la différence entre la « rentabilité des capitaux propres » et la « rentabilité économique » est supérieure au coût de l'endettement).

dette se substituerait aux actions, plus risquées, créant ainsi un effet de levier. De l'autre, l'augmentation de la part de l'endettement accroît le risque pour l'actionnaire, qui exige alors une rémunération plus élevée. Cette hausse du coût des fonds propres risque d'annuler l'effet positif initial, d'autant qu'à partir d'un certain niveau d'endettement, la dette devient elle aussi plus chère. Par conséquent, il s'agit de déterminer un niveau de levier financier optimal, de manière à ce que le coût moyen pondéré du capital soit minimum et donc l'actif économique plus élevé.

Dans un second temps néanmoins, la théorie financière s'est développée sans tenir compte de l'impact de la structure financière sur le risque de défaut. En 1958, l'existence d'une structure financière optimale a ainsi été remise en cause par Modigliani et Miller selon qui, dans un monde sans fiscalité et sur un marché en équilibre⁴³, la valeur de l'entreprise est indépendante de son mode de financement, de sorte qu'il n'existe pas de structure financière optimale. Cette constatation est connue sous le nom de proposition I de Modigliani et Miller. Si deux entreprises sont en tous points identiques, sauf au niveau de leur structure financière, les taux de rentabilité exigés par les actionnaires et les créanciers, et donc les valeurs des actifs économiques, doivent être les mêmes, sans quoi apparaîtra un arbitrage qui rétablira l'équilibre. Cette proposition signifie que la valeur d'une entreprise dépend uniquement de ses caractéristiques économiques et non de ses caractéristiques financières. Considérons deux entreprises, l'une endettée et l'autre non, mais dont le résultat d'exploitation et le montant des capitaux propres sont identiques, de sorte que la valeur de leur actif économique diffère. L'actionnaire de l'entreprise endettée court à la fois le risque de l'actif économique et le risque d'endettement tandis que celui de l'entreprise non-endettée court seul le risque de l'actif économique. Il exigera dès lors un taux de rentabilité sur les fonds qu'il apporte supérieur à l'actionnaire de l'entreprise non-endettée. Afin de bénéficier d'une meilleure rentabilité de son investissement, il adoptera la démarche suivante : vendre ses actions, emprunter un montant de manière à reproduire à son niveau la structure de financement de son entreprise et investir ces ressources dans les actions de l'entreprise non-endettée. Avant et après l'opération, le risque encouru reste certes le même, mais la valeur des capitaux propres de l'entreprise endettée diminue au profit de celle de l'entreprise non-endettée. Ces arbitrages vont avoir lieu jusqu'à ce que les valeurs de l'actif économique des deux entreprises soient

⁴³ Les auteurs ont également émis l'hypothèse que la dette était sans risque, que les dirigeants agissaient dans l'intérêt des actionnaires et que l'entreprise ne pouvait pas faire faillite.

identiques, et aboutir à une égalisation du coût moyen pondéré du capital des deux firmes. Ainsi, l'augmentation de l'endettement d'une entreprise accroît le risque de structure financière de l'actionnaire mais également sa rentabilité, de sorte qu'en définitive, les deux effets se compensent.

La principale critique adressée à cette proposition a trait à l'hypothèse d'absence d'imposition ; en pratique, la fiscalité influence les choix de financement (Fama et French, 1998 ; Graham, 2000). Aussi Modigliani et Miller sont-ils en 1963 revenus sur leur proposition I pour y intégrer l'impôt sur les sociétés. Dans la plupart des pays, les frais financiers des entreprises sont déductibles du résultat imposable, contrairement aux dividendes. En d'autres termes, les créanciers perçoivent les frais financiers sans que ceux-ci n'aient été imposés, tandis que les actionnaires perçoivent des dividendes déjà imposés. La valeur de l'actif économique d'une entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée plus la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à l'endettement ; ce résultat constitue le fondement de la méthode APV (*Admitted Present Value*), qui préconise de valoriser séparément la valeur de l'actif économique et celle des économies d'impôt. Contrairement à la proposition de Modigliani et Miller d'actualiser cette économie au coût de la dette, il est d'ailleurs envisageable de recourir au coût moyen pondéré du capital, voire au taux de rentabilité des fonds propres, cette subvention étant en quelque sorte accordée aux actionnaires. Clairement, dans un monde avec fiscalité, une entreprise a intérêt à s'endetter entièrement. Cette déductibilité de la dette représente en quelque sorte une subvention de l'Etat accordée aux entreprises, pour autant que celles-ci affichent un résultat bénéficiaire et qu'elles ne bénéficient pas d'autres exonérations fiscales.

Même après la prise en compte de l'impôt sur les sociétés, le raisonnement de Modigliani et Miller (1963) demeure discutable. Sa première faiblesse provient de l'absence de prise en compte de la fiscalité des investisseurs. En effet, un monde avec fiscalité implique non seulement de tenir compte du régime fiscal des entreprises, mais également de celui des personnes physiques. Or, celui-ci peut aller jusqu'à annuler, voire renverser les avantages liés à l'existence d'économies d'impôt. Pour les investisseurs, la différence d'imposition entre actions et obligations les conduit à préférer les placements sous forme d'actions à ceux sous forme d'emprunts. En effet, les dividendes sont, d'une part, moins imposés que les revenus des créances. D'autre part, une part importante de la rémunération de l'actionnaire provient de

la plus-value que celui-ci peut réaliser sur ses actions. Or, cette plus-value n'est que latente et n'est taxée que lors de la cession des actions. Si l'entreprise veut rendre les placements par dette plus attractifs aux yeux des investisseurs, elle devra leur proposer une rémunération plus élevée afin de compenser l'accroissement du taux d'imposition dû à la hausse de la part des obligations dans leur portefeuille. Cette augmentation du taux d'intérêt aura pour effet de réduire, voire d'annuler les effets positifs liés aux économies d'impôt. Aussi Miller reprend-il en 1977 les conclusions qu'il avait énoncées avec Modigliani en considérant la fiscalité non plus seulement de l'entreprise mais également des investisseurs. Il corrobore les critiques en démontrant que si l'on prend en compte les taxes, autant le faire intégralement, à savoir inclure celles auxquelles sont soumis les investisseurs. Il émet l'hypothèse que les actions ne sont pas taxées et que le taux d'imposition des revenus des créances est marginalement identique à celui sur les bénéfices des sociétés. Ces hypothèses simplificatrices lui permettent de confirmer la proposition I de 1958, à savoir que la structure financière est neutre, que l'on soit en présence d'impôts ou pas, même s'il existe au niveau macroéconomique un partage optimal entre dette et actions⁴⁴.

Une deuxième critique adressée à la proposition I dans un monde avec fiscalité de 1963 souligne le fait que la déductibilité des frais financiers ne s'applique qu'aux entreprises qui ne bénéficient pas déjà d'exonérations d'impôts. Or, il existe de nombreux mécanismes permettant à une entreprise de bénéficier de déductions fiscales sans que celle-ci ne soit contrainte à s'endetter. Par exemple, une entreprise a la possibilité de procéder à des reports en arrière ou en avant de ses déficits, ou encore de bénéficier de réductions fiscales (*tax shields*) lorsque certains investissements par exemple en recherche et développement ont été entrepris. Par conséquent, il existe un arbitrage entre le coût de l'emprunt, sa déductibilité et ces autres réductions fiscales (De Angelo et Masulis, 1980). En définitive, ces controverses nous indiquent que la fiscalité est un paramètre essentiel qui affecte la structure de financement dans l'absolu, mais qu'il est peu probable qu'elle explique à elle seule le choix d'une structure financière.

⁴⁴ Le choix de la structure financière dépend généralement de la conjoncture macroéconomique ; dans un contexte de croissance de l'activité et/ou de taux d'intérêt réels faibles, les entreprises ont tendance à s'endetter, et inversement.

b. Les coûts et asymétries informationnelles qui accompagnent l'endettement

Si toutes les entreprises cherchent certes à réduire leurs charges fiscales, le choix d'un financement par dette peut résulter d'autres critères, tels que la volonté de signaler pour une entreprise sa bonne santé. Cette théorie du signal résulte de la présence d'asymétries informationnelles entre le débiteur et ses créanciers. L'hypothèse fréquemment formulée en économie bancaire (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Bester, 1994) est que le créancier est moins bien informé que son débiteur. En effet, quelle que soit la nature du processus de défaut, il n'a accès qu'aux symptômes financiers (ratios). En d'autres termes, les dirigeants, connaissant l'état de la nature dans lequel l'entreprise se trouve, sont plus à même de prévoir ses flux financiers. Aussi la théorie du signal repose-t-elle avant tout sur une stratégie de communication efficace et notamment sur la crédibilité des dirigeants. Un projet d'investissement financé par dette indique en effet aux créanciers qu'il est rentable et/ou peu risqué et que le dirigeant est optimiste quant à la réussite de son projet. La crédibilité du signal implique dès lors que celui-ci comporte sa propre sanction s'il est erroné ; il est peu probable qu'un dirigeant finance par dette un investissement qu'il croit risqué ou peu rentable puisqu'il sait que l'échec de celui-ci peut lui faire perdre son emploi ou engager sa responsabilité personnelle (Grossman et Hart, 1982). Le financement externe accroissant le risque des capitaux propres, seules les « bonnes » entreprises prendront le risque de s'endetter. De manière générale, lorsque l'information est imparfaite, un agent souhaitant faire passer un message doit l'accompagner pour être crédible de décisions et d'actions qui iraient à l'encontre de ses intérêts propres si le message était mensonger ou biaisé. L'endettement constitue par conséquent un signal fort sur l'espérance de rentabilité, mais encore davantage sur le risque.

En effet, c'est bien parce que le recours à l'endettement comporte des risques qu'il constitue un signal positif. Lorsque l'anticipation du risque de défaut est justifiée, il sera ainsi plus prudent de limiter le recours à l'endettement, même si cela doit transmettre un signal négatif au marché. De manière générale, toute modification de la structure financière change la perception quant à la solvabilité de l'entreprise par les investisseurs (Ross, 1977). Ainsi, un endettement accru informe le marché que l'entreprise se trouve dans un environnement favorable et qu'elle sera à même de respecter ses échéances de remboursement. Par un

raisonnement analogue, on constate souvent que l'annonce d'une augmentation de capital conduit à une baisse du cours de l'action de l'entreprise. De fait, c'est justement parce que le signal émis par le dirigeant est positif que celui-ci rencontrera d'autant moins de difficultés à rentabiliser son investissement et par conséquent à respecter ses engagements financiers, et non forcément parce que le projet présentait initialement de bonnes perspectives de succès.

La question de l'influence du levier d'endettement sur le risque de défaut a été abordée par de nombreuses études théoriques et empiriques (Bardos, 1990 ; Rapinel, 1994 ; Bloch et al., 1995). Une littérature abondante a ainsi montré que si les économies d'impôt augmentent avec l'endettement, la probabilité de subir des coûts de faillite augmente également (Scott, 1976 ; Kim, 1978 ; Chen, 1979). Ces coûts, qui peuvent être aussi bien directs (frais de justice, indemnités de licenciement...) qu'indirects (commandes annulées, retrait des actionnaires...), seront supportés par les créanciers qui, s'ils les anticipent, risquent de se désengager de l'entreprise. Avant même que l'entreprise ne se retrouve en situation de cessation des paiements, des coûts de dysfonctionnement liés au remboursement des créances peuvent apparaître, pénalisant ainsi la valeur de l'entreprise, ce qui rend le défaut d'autant plus probable.

Plusieurs travaux économétriques se sont en outre inspirés de l'étude séminale de Wadhwani (1986) pour établir ce lien entre endettement et défaut. Davis (1987) effectue une analyse de données internationales, tandis que Simmons (1989) s'intéresse à certains secteurs industriels en Grande-Bretagne. En particulier, Bordes et Mélitz (1992) soulignent, à partir de données globales françaises, l'impact du ratio dette/production sur la fragilité des entreprises. Notons toutefois que si le lien entre endettement et défaillance a été largement admis dans la littérature, un nouvel emprunt peut, à court terme, permettre à l'entreprise d'investir dans un projet qui, s'il est rentable, lui permettra d'honorer ses engagements financiers contractés antérieurement.

Le poids de l'endettement accroît quoiqu'il en soit le risque de défaillance, non seulement car il augmente le risque de non-remboursement des créances, mais également car il occasionne des comportements sous-optimaux, notamment en matière d'investissements. D'une part, un financement par dette peut donner lieu à des sous-investissements dus à l'importance des coûts et à un transfert des résultats aux créanciers dans le cadre d'une

procédure collective en cas d'échec. L'abandon de projets pourtant rentables peut affecter la rentabilité de l'entreprise, et par là-même sa solvabilité future. D'autre part, parce qu'il existe des asymétries d'information pouvant conduire à une antisélection, l'endettement peut générer un risque de surinvestissements, à savoir la réalisation de projets dont la VAN est négative. En pratique, on observe davantage de comportements de surinvestissement que de sous-investissements, vraisemblablement car l'échec d'un projet est plus aisément mesurable que la non-réalisation d'un investissement qui aurait pu s'avérer rentable.

Outre permettre aux débiteurs de « signaler » aux prêteurs leur qualité, les asymétries d'information peuvent conduire à des comportements d'antisélection (marché des « rossignols », Akerlof, 1970⁴⁵), ce qui peut aboutir à un rationnement du crédit (Stiglitz et Weiss, 1981). En effet, la hausse du taux d'intérêt afin de rémunérer le risque dû à l'incertitude sur la qualité de l'emprunteur peut, au-delà d'un certain niveau, attirer les « mauvais » projets, dont les initiateurs sont les seuls à accepter de payer des frais financiers élevés aux créanciers. Ce mécanisme d'antisélection éloigne dès lors les « bons » projets dont les porteurs refuseront de payer un taux d'intérêt accru. La solvabilité de l'entreprise dépend d'ailleurs non seulement du niveau mais également de la structure de l'endettement. Lorsque ses ressources sont peu diversifiées (crédit bancaire et crédit interentreprises essentiellement), un financement à court terme la rend ainsi plus vulnérable à une hausse du taux d'intérêt.

La relation entre les actionnaires et les dirigeants peut quant à elle être appréhendée comme une relation de type « principal-agent » dans laquelle l'actionnaire (le principal) délègue la gestion de son patrimoine au dirigeant (l'agent). Un aléa moral⁴⁶ entre l'actionnaire et l'entrepreneur risque d'apparaître en raison de leurs divergences d'intérêts et de conduire à une prise de décisions non optimales au sens de Pareto⁴⁷. L'agent, puisqu'il ne perçoit aucune part de la valeur générée par son entreprise tout en en assumant l'intégralité des coûts, est

⁴⁵ Le marché des rossignols (*«lemons»*) est un marché de voitures d'occasion sur lequel il existe des vices cachés. Dans la mesure où il existe des asymétries d'information entre les vendeurs et les acheteurs sur la qualité des voitures, les vendeurs sont incités à vendre les « tacots » au prix des voitures de bonne qualité. Dans l'incapacité de distinguer les bonnes des mauvaises voitures, les acheteurs vont se retirer du marché. Ceci a pour effet de diminuer le prix de toutes les voitures. Les vendeurs de qualité, jugeant le prix trop faible, renoncent alors à vendre leur bonne voiture. Seuls les vendeurs de « tacots » accepteront de vendre leur voiture à un faible prix. Au final, ne vont rester sur le marché que les « tacots ».

⁴⁶ Phénomène qui se produit dans les situations où il existe une asymétrie informationnelle entre deux agents économiques lors de la passation d'un contrat. Il intervient quand un agent peut ne pas respecter ses engagements et que le cocontractant est dans l'impossibilité de déterminer la responsabilité ou non de son partenaire.

⁴⁷ Un optimum de Pareto est un état dans lequel on ne peut améliorer le bien-être d'un individu sans détériorer celui d'un autre.

conscient de la désutilité d'agir dans le souci de maximiser la rentabilité de son entreprise. Il peut dès lors être tenté de détourner une partie de la valeur des projets de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976).

Les intérêts des actionnaires et des dirigeants divergent principalement quant au choix de la structure financière. Un dirigeant non-actionnaire préfèrera en général financer l'activité par capitaux propres plutôt que par dette dans la mesure où la hausse du risque de l'entreprise induite par l'endettement augmente également son propre risque. Dans cette perspective, il aura tendance, puisque ses résultats sont totalement déconnectés de ceux de l'entreprise, à adopter des comportements de sous-investissement et à accumuler les liquidités. Inversement, l'actionnaire, dont le but est de maximiser la valeur de l'entreprise, sera quant à lui favorable à la diversification et à la rentabilité des investissements de l'entreprise.

Afin d'éliminer – ou à tout le moins de diminuer - cet aléa moral, plusieurs solutions sont envisageables. Premièrement, une augmentation de la part du capital détenue par les dirigeants permettrait de faire coïncider leurs intérêts avec ceux des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Deuxièmement, on peut imaginer mettre en place des mécanismes d'incitation allant de leur rémunération en fonction des performances de l'entreprise (intéressements, distribution d'actions, d'options d'achats...) (Ross, 1977) à la perte de leur emploi dès l'apparition des premières difficultés (Gilson, 1989 ; Gilson, John et Lang, 1990). Troisièmement, le fait que les financements par dette soient reflétés dans la trésorerie de l'entreprise quand ceux par capitaux propres se traduisent par des plus ou moins-values pour l'actionnaire à un niveau individuel peut encourager le dirigeant à agir de sorte à rentabiliser ses projets, ce d'autant plus qu'ils ont été financés par emprunt.

Ces incitations diminuant l'aléa moral peuvent dès lors rendre le dirigeant favorable à un recours à la dette. Si la théorie du signal résulte quant à elle des asymétries d'information entre dirigeants et créanciers, le choix d'un financement par dette par le dirigeant peut également être perçu comme un signal positif à l'attention de l'actionnaire, ce qui est dans l'intérêt du dirigeant. En effet, le niveau des dettes est fixé par la partie qui dispose d'informations privilégiées sur la santé de l'entreprise et qui supportera une partie des conséquences de l'échec du projet. En ce sens, l'endettement peut être vu comme une garantie, pour l'actionnaire, de l'incitation du dirigeant à dégager des flux financiers

nécessaires au remboursement des créances. A cet égard, l'endettement représente un fort pouvoir de contrôle du dirigeant par les actionnaires, remettant en cause la proposition I de Modigliani et Miller relative à l'indifférence de la structure financière. Lorsque l'on tient compte de l'influence qu'il exerce sur les incitations des dirigeants d'entreprises, le mode de financement n'est pas neutre.

De manière générale, la littérature s'accorde sur l'impact des choix de financement sur la valeur de l'entreprise d'une part et sur le coût engendré par les asymétries informationnelles d'autre part. Ainsi, s'il est admis que celles-ci sont coûteuses, quels sont les modes de financement dont le coût, à cet égard, est moindre ? Selon la théorie du *pecking order* (ou hiérarchisation) les entreprises ont des priorités dans le choix de leurs sources de financement (Myers, 1984). L'autofinancement est indéniablement le mode de financement le moins coûteux puisqu'il ne nécessite pas de dossier. Est ensuite préférée la dette peu risquée, donc munie de sûretés, avant les dettes plus risquées. Enfin, si tous les modes de financement sont insuffisants, l'entreprise émettra des actions. Une augmentation de capital ne doit en effet être envisagée qu'en dernier recours, au vu du signal négatif que constitue une telle annonce.

Si la théorie du *pecking order* permet de contourner les asymétries d'information en hiérarchisant les modes de financement en fonction de leur coût, elle ne les réduit pas pour autant. Or, l'utilisation de techniques de plus en plus sophistiquées permet de minimiser ces asymétries, voire de les inverser au profit des bailleurs de fond. La littérature est consensuelle quant à la nécessité de modifier les contrats de dettes afin de minimiser ces asymétries informationnelles. Artus (1992) propose ainsi des contrats intégrant un signal précis sur l'évolution de la conjoncture, les coûts générés par la mise en place de systèmes de surveillance, des rémunérations et conditions de travail avantageuses, ou encore prévoyant une prise de contrôle de l'entreprise par les créanciers. Selon Townsend (1979) et Gale et Hellwig (1985), les contrats standards de dettes seraient d'ailleurs structurellement incitatifs, à savoir qu'il serait toujours dans l'intérêt de l'emprunteur de déclarer le véritable rendement ou risque du projet à ses créanciers.

Godlewski et Weill (2006) s'interrogent, dans une étude transnationale sur 43 pays, sur la capacité des sûretés attachées à 5843 prêts bancaires à résoudre les problèmes liés aux asymétries informationnelles. En effet, munir les créances de sûretés permettrait d'aligner les

intérêts des banques sur ceux des emprunteurs, contribuant de là à réduire les asymétries d'information. D'une part, ces garanties constituent, au moment du prêt, un instrument de signal qui contribue à diminuer les phénomènes d'antisélection. D'autre part, elles permettent, après l'accord du prêt, de réduire l'aléa moral. Selon plusieurs études théoriques (Bester, 1985 ; Chan et Kanatas, 1985 ; Besanko et Thakor, 1987), de telles garanties fournissent en effet aux banques des informations privées jusque-là exclusivement connues de l'emprunteur, les emprunteurs de bonne qualité étant les plus enclins à garantir leur emprunt en échange d'un faible taux d'intérêt. Compte-tenu de ce résultat, Godlewski et Weill (2006) émettent l'hypothèse d'une corrélation négative entre les sûretés et les primes de risque. A l'opposé des travaux théoriques, les études empiriques obtiennent une relation positive entre les garanties et les risques des créances, conformément à l'hypothèse du risque observé (Berger et Udell, 1990 ; Jimenez et Saurina, 2004). En effet, dans la mesure où les garanties signalent aux banques les emprunteurs risqués, ces dernières tendent à en exiger de nouvelles garanties afin de réduire la perte en cas de défaut, tout en leur imposant un taux d'intérêt plus élevé. Godlewski et Weill (2006) valident quant à eux les résultats tant des travaux théoriques sur l'antisélection, qu'empiriques sur l'hypothèse du risque observé. Selon eux, les premiers ne seront validés qu'en présence de fortes asymétries d'informations tandis que les seconds le seront lorsqu'il n'existe que peu d'asymétries informationnelles.

Nous retenons de ces différentes approches que le recours à l'endettement réduit l'autonomie des entreprises et les rend plus vulnérables aux fluctuations de leur activité, compte tenu du niveau élevé de leurs charges financières. Or, conformément à la théorie du *pecking order*, c'est un déficit de ressources propres qui constraint les entreprises à émettre de la dette. Ces ressources propres sont en partie alimentées par le crédit interentreprises, première source de financement en France (Blazy et Combier, 1995). A cet égard, on constate que les difficultés liées au recouvrement des créances (allongement des délais clients, défaillance de clients importants...), plus encore d'ailleurs que les rétrécissements des délais fournisseurs, aggravent la détresse financière des entreprises. La diminution des ressources nettes de crédit interentreprises compromet en effet la substitution d'un autofinancement à l'endettement (Dietsch, 1990).

Par ailleurs, la littérature a montré que les coûts de transaction affectent les gains d'efficacité économique selon la structure de financement. Par exemple, les crédits accordés

par des créanciers privilégiés permettent de réduire les coûts liés au contrôle dans la mesure où ceux-ci ont seulement besoin d'exercer un contrôle sur leur sûreté et non pas sur l'entreprise en général. En outre, le fait de contracter des dettes non munies de sûretés constitue également un signal positif et permet d'informer le marché que la société offre de belles perspectives puisque même des créanciers dont l'ordre de priorité est faible acceptent de prêter. En tout état de cause, quelle que soit la nature de la dette, celle-ci incite les dirigeants à fournir des efforts puisqu'elle ouvre la possibilité pour l'entreprise d'entrer en défaillance. Aussi, un ratio endettement sur fonds propres élevé permettrait-il de minimiser les coûts *ex ante* en réduisant notamment celui du capital. Ces suggestions vont à l'encontre de celles mettant en exergue l'importance des coûts de faillite⁴⁸ associés à l'endettement évoqués plus haut.

Ces résultats contradictoires illustrent la persistance des débats autour de l'indifférence de la structure financière soutenue par Modigliani et Miller, aucun consensus n'ayant en définitive émergé dans la littérature au sujet de la nature de l'impact de la dette sur les coûts des procédures collectives. A notre sens, le caractère coûteux de la dette est peu contestable, même si nous admettons que, paradoxalement, l'endettement peut contribuer à une diminution du coût du crédit.

Si des problèmes financiers, et notamment un endettement excessif, sont souvent à l'origine de la défaillance, toute entreprise en détresse financière subit une dégradation de ses ratios financiers, lesquels constituent non pas des causes mais des symptômes des difficultés.

2. L'enchaînement des symptômes financiers de défaillance

La cessation des paiements étant l'élément générateur du défaut, celui-ci s'accompagne généralement d'une détérioration des indicateurs financiers de l'entreprise en détresse. Aussi l'étude de l'évolution des ratios financiers permet-elle d'anticiper la défaillance et de mettre en place des outils de prévision du risque individuel de défaillance (Beaver, 1966).

⁴⁸ Nous reprenons ce terme consacré par la littérature, bien qu'il s'agisse en réalité des coûts associés aux difficultés financières, que celles-ci soient résolues dans le cadre d'une procédure collective ou d'une renégociation informelle (voir *infra*).

a. Le processus de détérioration de la valeur de l'entreprise

La littérature portant sur les trajectoires de défaillance identifie soit plusieurs processus de défaillance (Argenti, 1976 ; Laitinen, 1991) en fonction des caractéristiques de l'entreprise et des causes de ses difficultés (Ooghe et De Prijcker, 2006), soit un processus standard d'évolution vers la cessation des paiements (Sharma et Mahajan, 1980 ; Hambrick et D'Aveni, 1988). Avant de présenter nos propres données, nous décrivons une trajectoire « classique » de défaillance, à savoir les étapes par lesquelles passe généralement une entreprise défaillante. Levratto, Tessier et Zouikri (2010) définissent le sentier de la défaillance comme l'incapacité d'une entreprise à réaliser ses objectifs économiques : 1) rentabilité ; 2) solvabilité ; 3) liquidité. Une trajectoire de défaillance peut dès lors être tracée.

Si les difficultés financières d'une entreprise sont essentiellement dues à des facteurs économiques, ceux-ci affectent dans un premier temps son chiffre d'affaires, et de là, sa rentabilité économique et sa compétitivité (Marco, 1989). Blazy, Charlety et Combier (1993) comparent ainsi les données comptables des entreprises défaillantes et des entreprises saines sur la période 1986 à 1990⁴⁹ afin d'établir un classement des entreprises à court terme. Ils constatent que la rentabilité économique⁵⁰ des entreprises en détresse financière diminue, contrairement à celles des entreprises saines pour lesquelles elle reste stable sur la période. De manière plus surprenante, si la rentabilité financière⁵¹ des entreprises ne faisant pas l'objet d'une procédure collective reste également stable sur la période considérée, celle des entreprises défaillantes est artificiellement élevée en début de période, avant de chuter dans les deux années précédant la cessation des paiements. Non soutenables, ces niveaux élevés cachent justement leur plus grande fragilité, ce qui explique la détérioration du ratio de rentabilité financière dans les deux dernières années.

Les premiers signaux des difficultés étant visibles de l'extérieur de l'entreprise, ses partenaires externes (clients, fournisseurs, banques) risquent de se montrer plus exigeants, voire de se désengager de l'entreprise. Par exemple, les clients peuvent en profiter pour

⁴⁹ Ils comparent les entreprises dont la cessation des paiements intervient en 1991 et celles non-défaillantes jusqu'en 1993.

⁵⁰ La rentabilité économique (excédent brut d'exploitation/actif économique) mesure la capacité de l'entreprise à rentabiliser les fonds apportés par ses associés et ses prêteurs.

⁵¹ La rentabilité financière (excédent brut d'exploitation/fonds propres) mesure la capacité de l'entreprise à rentabiliser les fonds apportés par ses associés.

négocier leurs délais de paiement, voire rompre leurs contrats, tandis que les fournisseurs, craignant que l'entreprise ne puisse bientôt plus faire face à ses engagements financiers, tentent d'être payés plus vite. Cette diminution de la rentabilité de l'entreprise se traduit par conséquent par des problèmes de trésorerie et donc un manque de liquidités destinées à l'autofinancement de ses projets. Cette insuffisance d'actifs s'accompagne généralement à ce moment-là d'un affaiblissement des facteurs de production : baisse de motivation du personnel, non-renouvellement de l'appareil productif (baisse du taux d'investissement). L'insuffisance de la politique d'investissement qui caractérise les entreprises en difficultés confirme leur faible intensité capitalistique⁵² (Blazy, Charley et Combier, 1993). Comme nous l'avons développé précédemment, parmi les deux risques liés aux choix d'investissement identifiés par l'analyse économique (surinvestissement et sous-investissement), un manque d'autofinancement peut conduire à ne pas entreprendre des investissements qui se seraient pourtant avérés rentables. Lorsque ses ressources propres sont insuffisantes pour financer un projet, l'entreprise cherche à s'endetter. Elle peut être confrontée à deux situations, tout aussi néfastes pour sa santé. Si au vu des premières difficultés rencontrées par l'entreprise, les créanciers s'en désengagent et rationnent le crédit, la dette ne peut se substituer à l'autofinancement et l'entreprise sera effectivement contrainte d'adopter des comportements de sous-investissements. D'ailleurs, les entreprises défaillantes se caractérisant par un niveau élevé d'endettement de court-terme, elles sont d'autant plus exposées au risque de non-renouvellement des contrats de dettes (Blazy, Charley et Combier, 1993). Au contraire, si les créanciers consentent un prêt à l'entreprise, ils risquent d'exiger un taux d'intérêt plus élevé qui risque d'aggraver ses charges financières, auxquelles l'augmentation de l'endettement avait déjà contribué. Certes, ce fort niveau d'endettement permet d'augmenter la rentabilité financière de l'entreprise, mue par un fort effet de levier, quelques années précédant la cessation des paiements. En revanche, dans les deux dernières années, une fois les premières difficultés apparues, l'entreprise court d'autant plus le risque de faire défaut, ce qui incite ses bailleurs de fonds à exiger un taux d'intérêt toujours plus élevé. L'accroissement des frais financiers, à laquelle s'ajoute une rentabilité économique fortement dégradée, limite l'effet de levier initial, voire le transforme en effet de massue⁵³. D'ailleurs, le choix des créanciers d'exiger un taux d'intérêt élevé plutôt qu'une prime de risque ou une

⁵² Le ratio d'intensité capitalistique se mesure ainsi : immobilisations corporelles brutes/effectifs salariés moyens ou immobilisations corporelles brutes/valeur ajoutée.

⁵³ On parle d'effet de massue lorsque la rentabilité économique devient inférieure au taux d'intérêt. Dans ce cas, la rentabilité financière devient inférieure à la rentabilité économique.

garantie n'est pas sans incidence sur la qualité du projet d'investissement puisqu'il risque d'inciter le dirigeant à prendre des risques excessifs.

Cette augmentation des charges financières, en partie imputable à l'insuffisance des ressources de l'entreprise, si elle ne constitue pas dans cette trajectoire de défaut une cause directe de défaillance, affecte à ce stade une rentabilité déjà fortement affaiblie. Cette baisse de la compétitivité conduit à une insuffisance de ressources propres d'autant plus problématique qu'elle constraint l'entreprise à s'endetter à nouveau. En effet, seule une recapitalisation serait en mesure d'assainir sa situation financière, mais encore faut-il parvenir à convaincre les investisseurs dans un contexte de dégradation de la rentabilité. Crutzen et Van Caillie (2007) qualifient ce cercle vicieux de « spirale de l'enchaînement des symptômes de défaillance ».

Outre l'importance de l'effet de levier, un autre facteur de fragilité, le gonflement du résultat exceptionnel, peut selon Blazy, Charlety et Combier (1993) renforcer la dégradation de la rentabilité financière dans les derniers mois de l'entreprise. En effet, certaines entreprises sont incitées à céder leurs actifs en amont du défaut (Blazy, 1999) en espérant réaliser des plus-values. Ces opérations, parce qu'elles augmentent artificiellement leur capacité d'autofinancement (CAF), masquent les mauvaises performances de l'entreprise dans son activité courante. En outre, ces cessions s'effectuent souvent dans la précipitation, dans des conditions dès lors défavorables pour l'entreprise, et diminuent la capacité productive de l'entreprise, déjà mise à mal par des comportements de sous-investissements. D'ailleurs, comme le suggèrent Shleifer et Vishny (1992), il est possible que les entreprises les plus intéressées par le rachat de ses actifs appartiennent au même secteur que l'entreprise défaillante. Ainsi, lorsque cette dernière est affectée par un choc sectoriel, les difficultés financières des acheteurs potentiels de ses actifs peuvent constituer un frein à leur réalisation ou occasionner des moins-values.

La solvabilité de l'entreprise s'évalue au moyen de plusieurs indicateurs. Le ratio le plus utilisé est celui qui rapporte les frais financiers à l'excédent brut d'exploitation. Il mesure la capacité de l'entreprise à couvrir ses charges financières au moyen des revenus tirés de son activité, une fois déduites ses charges d'exploitation et notamment salariales. Plusieurs études (Chauveau et Medjaoui, 1987 ; Longueville, 1992) ont été menées sur l'impact de l'évolution

de ce ratio sur le taux de défaillance. Des ratios de structure tels que l'autonomie financière (capitaux propres/total des dettes), la capacité de remboursement (dettes financières/CAF) ou encore celui de solvabilité générale (actif/dettes) sont autant d'indicateurs de la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements financiers.

L'équilibre financier d'une entreprise nécessite avant tout que les emplois durables soient financés par des emplois stables. Dans l'analyse fonctionnelle du bilan d'une entreprise, cet équilibre s'apprécie au regard de trois indicateurs : le fonds de roulement net global (FRNG), le besoin en fonds de roulement (BFR) et la trésorerie. Le FRNG représente une ressource structurelle mise à la disposition de l'entreprise pour financer des besoins du cycle d'exploitation. A ce titre, il est un indicateur de sa solvabilité et de son risque de cessation des paiements. Pour les créanciers, il constitue une garantie de remboursement des dettes à moins d'un an. Le besoin en fonds de roulement représente la part des actifs circulants (stocks et clients essentiellement) qui n'est pas financée par les dettes circulantes. Enfin, la trésorerie représente le résidu de la relation fonctionnelle ; elle reflète le surplus de disponibilités après financement des emplois stables, de l'actif circulant et des concours bancaires courants⁵⁴. L'appréciation de l'équilibre financier d'une entreprise se doit d'être relativisée au regard de son secteur d'activité. Ainsi, pour les entreprises commerciales, proches du consommateur final, les délais clients sont très faibles, voire inexistant, de sorte que leur BFR est généralement proche de zéro, voire négatif, d'où un impact positif sur la trésorerie. Blazy, Charlety et Combier (1993), observent que la trésorerie des entreprises défaillantes est négative dès cinq ans avant la cessation des paiements, ce qu'ils expliquent par un déficit de ressources stables et donc un financement des emplois stables par des ressources cycliques, les entreprises défaillantes se voyant essentiellement octroyer des prêts de court terme⁵⁵. Le BFR quant à lui croît jusqu'à deux ans avant la cessation des paiements, avant de diminuer fortement dans les deux dernières années. Cette évolution, *a priori* bénéfique pour la trésorerie, reflète sans doute une politique de déstockage très forte, et/ou un allongement des délais fournisseurs. Ces derniers sont d'ailleurs vraisemblablement

⁵⁴ Cette présentation du bilan fonctionnel est simplifiée ; elle ne tient pas compte de certains postes tels que les effets escomptés non échus, les valeurs mobilières de placement...

⁵⁵ Il convient toutefois de souligner le caractère parfois arbitraire du classement des ressources stables et circulantes. Certaines dettes d'exploitation, parce qu'elles sont constamment renouvelées, peuvent s'apparenter à des ressources durables. C'est pourquoi il s'agit de se montrer prudent dans l'interprétation d'un FRNG négatif.

davantage imputables aux difficultés de paiement rencontrées par l'entreprise en fin de vie qu'à des conditions avantageuses négociées par l'entreprise.

A ce stade, les événements s'enchaînent assez rapidement (Marion, 1993 dans Liefhooghe, 1997). La spirale l'enchaînement des symptômes de défaillance aboutit aux clignotants de la défaillance (Crutzen et Van Caillie, 2007). La persistance des problèmes de liquidité de l'entreprise, de plus en plus préoccupants, conduisent à son insolvabilité, rendant inéluctable la faillite de l'entreprise (Newton, 1985). La procédure judiciaire est alors amorcée et l'entreprise entre en phase de défaillance proprement dite (Martinet, 1988).

b. Les outils de diagnostic de la détresse financière

L'analyse financière permet ainsi d'identifier un certain nombre de variables dont l'évolution est nettement différente entre les entreprises défaillantes et les entreprises saines. Ces indicateurs peuvent par conséquent être utilisés de manière systématique pour établir un diagnostic sur la bonne ou la mauvaise santé d'une entreprise et tenter de prévoir le risque de cessation des paiements au niveau individuel, pour chaque entreprise. Plusieurs méthodes d'examen des dossiers d'entreprises, notamment de leurs comptes, ont été mises au point par certains experts.

Une des premières techniques à avoir été développée est celle des *Credit Men* aux Etats-Unis dans le domaine bancaire (Lavaud et Albaut, 1989). Les *Credit Men* américains mesurent le risque d'une entreprise à partir de trois principaux critères : compétence du personnel, évaluation sectorielle de la conjoncture économique et appréciation de la situation financière de l'entreprise. Si les deux premiers critères sont plutôt qualitatifs et subjectifs, c'est au niveau du dernier critère que l'on recourt à la méthode des ratios, l'idée étant de les comparer à des ratios de référence pour un secteur donné. Cette méthode est intéressante car elle présente des spécificités par rapport à d'autres méthodes de scores qui ne tiennent généralement pas compte de facteurs qualitatifs. Néanmoins, c'est justement parce qu'elle cherche à déterminer une « entreprise-type » essentiellement sur la base de critères subjectifs qu'elle est aujourd'hui abandonnée.

D'autres méthodes de scores plus « rigoureuses » ont été développées, notamment à la suite des travaux d'Altman (1968). Il s'agit de réaliser une analyse discriminante afin de déterminer la combinaison linéaire de ratios financiers (*i.e.* le score) qui permet de distinguer les entreprises en difficultés des autres. Il est intéressant de constater que les ratios retenus⁵⁶ mettent en exergue des éléments que les analystes financiers considèrent comme des variables significatives de l'évolution de la situation financière d'une entreprise, ce qui permet de classer les entreprises en fonction de leur risque.

D'autres modèles prédictifs se sont concentrés sur trois outils. Beaver (1966) recourt à une analyse univariée, tandis que d'autres analyses incluent une régression multiple (Beaver, 1965), logistique (Ohlson, 1980) ou, plus récemment, une analyse de hasard (Shumway, 2001 ; Suh, 2003 ; Hillegeist et al., 2004 ; Chava et Jarrow 2004). Ces résultats sont robustes au regard du pouvoir prédictif des états financiers. Cependant, ils ne sont éloquents qu'accompagnés d'études qualitatives sur les entreprises et les perspectives de rendement de leurs projets. En effet, dans la mesure où ils n'indiquent qu'une probabilité de défaillance, ils ne peuvent en eux-mêmes prévoir avec certitude la situation financière d'une entreprise et risquent de commettre des erreurs de type 1 ou 2⁵⁷.

Quelle que soit la méthode d'analyse que l'on utilise, il convient de manipuler avec précaution les données comptables communiquées par les entreprises, au regard de la souplesse de la législation en la matière (Bryan, Tiras et Wheatley, 1999 ; Charitou, Lambertides et Trigeorgis, 2004). Cette « comptabilité créative » (pour reprendre la formule d'Argenti, 1976) leur permet, sans enfreindre la loi, de présenter leurs comptes comme étant plus dégradés qu'ils ne le sont en réalité afin de bénéficier de certains avantages offerts par la procédure collective (utilisation de la défaillance comme un outil de gestion), ou au contraire améliorer leurs performances apparentes (« réduction » de leur endettement au moyen de titres hybrides, gonflement artificiel des produits...). Si le recours aux indicateurs financiers reste incontournable dans la détection de la défaillance, une analyse plus approfondie (notamment qualitative) de l'entreprise et des contrôles externes renforcés est nécessaire.

⁵⁶ La méthode d'Altman retient 5 ratios sur les 22 introduits, à savoir : +1.5 (FDR/Actif total), +1.4 (Réserves /Total actif), +3.3 (EBE/Actif total), +0.6 (Fonds propres/Endettement total) et +0.9 (CA/Actif total).

⁵⁷ Une erreur de type 1 est la probabilité de classer comme performante et donc de redresser une entreprise inefficace économiquement. Une erreur de type 2 apparaît lorsqu'une entreprise encore en mesure de créer de la valeur est mise en liquidation judiciaire.

Ex ante, le défaut résulte avant tout d'une trajectoire économique et financière qui, si elle n'explique pas toujours l'origine du déclin, permet à tout le moins de l'identifier plusieurs années à l'avance. Cette observation va d'ailleurs dans le sens de l'hypothèse du risque observé, au détriment de celle d'une antisélection. En effet, les indicateurs économiques et financiers de défaillance sont tels qu'il est possible d'avancer que les banques disposent de suffisamment d'éléments d'information sur la qualité des emprunteurs, ce en dépit de la persistance inévitable d'asymétries informationnelles. Si le défaut survient malgré tout, l'entreprise se trouve confrontée au choix du mode de résolution de ses difficultés. Notamment, elle doit opérer un arbitrage entre renégocier ses contrats de manière privée et faire appel à un tribunal. En conséquence, la défaillance répond également à une trajectoire stratégique qui reflète des facteurs judiciaires.

II. Le défaut comme résultante d'un choix influencé par le droit

La trajectoire décisionnelle de la défaillance revient non pas à anticiper le défaut de l'entreprise, mais à s'interroger, au moment de la cessation des paiements, sur la manière dont on va le gérer. En effet, une firme en difficultés financières peut opter soit pour une réorganisation sous la protection du tribunal de commerce, soit pour une réorganisation privée sous la forme d'une renégociation de ses contrats de dettes avec ses différents créanciers (obtention d'un rééchelonnement des créances bancaires, de délais de paiement supplémentaires...). Le choix d'un mode de résolution des difficultés dépendant essentiellement des coûts associés à chacune des deux solutions, il convient de retenir l'option la moins coûteuse.

A. Les coûts de la procédure collective

Le traitement de la détresse financière d'une entreprise entraîne des coûts qui diminuent la valeur que les créanciers auront à se partager. Comme nous l'avons vu précédemment, l'existence de ces coûts de faillite a donné lieu à un débat important sur la détermination de la structure financière optimale des entreprises. Que les difficultés financières d'une entreprise se résolvent par voie de négociation ou par voie judiciaire, ces coûts existent dans les deux cas, mais sont vraisemblablement plus importants dans le cas

d'une procédure collective. Ces coûts de faillite peuvent survenir à n'importe quel moment de la trajectoire de défaillance : (1) alors même que l'entreprise ne sait pas si elle sera en détresse financière ; (2) lorsque la situation de l'entreprise se dégrade mais avant que la procédure collective ne soit déclenchée ; (3) après l'ouverture de la procédure collective (White, 1992). On peut identifier deux types de coûts de faillite, selon qu'ils sont directement générés par la procédure collective ou lui sont indirectement imputables (Kim, 1978) : les coûts directs et indirects.

1. Le poids des coûts indirects

Les coûts les plus importants, bien qu'ils soient difficilement mesurables, sont les coûts indirects. Ils comprennent à la fois des coûts d'opportunité et d'incertitude qui diminuent la valeur de l'entreprise et sont essentiellement *ex ante*, à savoir qu'ils surviennent généralement avant la cessation des paiements.

Les premiers trouvent leur origine dans la « distraction » des dirigeants, qui peuvent adopter des comportements de sur ou de sous-investissements lorsque l'entreprise est en difficultés financières mais que la procédure de défaillance n'est pas encore déclenchée⁵⁸. Le surinvestissement correspond ici au fait que les dirigeants, agissant dans l'intérêt des actionnaires, sont susceptibles d'entreprendre des investissements excessivement risqués alors que l'entreprise est en détresse financière. Si l'investissement échoue, l'entreprise entre en défaillance mais les dirigeants ne s'appauvrisse pas puisque la procédure collective aurait de toute manière été déclenchée, même sans investissement supplémentaire. De fait, ce sont les créanciers qui paient les frais de cet échec dans le sens où leur "part du gâteau" est réduite. Inversement, l'effet de sous-investissement se produit lorsque les dirigeants n'entreprennent pas, pendant qu'ils se consacrent à la réorganisation de leur société, d'investissements pourtant judicieux. Le temps passé par les dirigeants à résoudre les difficultés financières au lieu de gérer l'entreprise entraîne dès lors des conséquences négatives. En réduisant la variabilité du rendement de l'entreprise, les sous-investissements enrichissent les créanciers mais appauvissent les actionnaires.

⁵⁸ Ces comportements de sur ou sous-investissements sont à distinguer de ceux, vus précédemment, résultant d'une attitude plus ou moins favorable au risque, d'un contexte de rationnement de crédit ou encore d'asymétries informationnelles.

Le second type de coûts indirects est dû aux doutes et asymétries d'information concernant le sort de l'entreprise défaillante et les perspectives d'activité. L'ouverture d'une procédure collective crée souvent une situation d'incertitude quant à la continuation de l'entreprise, et si tel est le cas, sur son degré de continuation. Cette incertitude peut amener les salariés et les partenaires commerciaux à s'investir dans l'entreprise seulement s'ils ont l'assurance qu'elle ne sera pas liquidée. Ainsi, la cessation provisoire de l'activité, la dégradation de l'image, la perte de confiance des partenaires et le départ de certains dirigeants ou salariés qui en résultent risquent d'altérer le potentiel économique de l'entreprise *ex post*. *Ex ante*, l'entreprise risque également de supporter des coûts imputables à une baisse de demande éventuelle si sa clientèle anticipe une défaillance, ce avant même que la procédure collective ne soit déclenchée (Altman, 1984). A ce stade, la situation financière dégradée de l'entreprise peut d'ailleurs constituer un frein à un éventuel rachat de ses actifs (Shleifer et Vishny, 1992). Néanmoins, cette approche *ex ante* des coûts liés à l'incertitude peut être critiquée, dans le sens où elle suggère que c'est la défaillance qui entraîne un déclin des ventes, et non l'inverse (Lang et Stulz, 1993 ; Opler et Titman, 1994). Or, la réduction tendancielle des débouchés constitue une cause majeure de défaillance.

Concernant plus particulièrement les coûts générés par des asymétries informationnelles, tels que l'aléa moral, on peut à nouveau envisager l'entreprise comme une relation de type principal agent entre des actionnaires et un dirigeant où la valeur de la firme dépend du niveau d'efforts du dirigeant, de même que sa rémunération⁵⁹. On suppose que le dirigeant est neutre au risque et que par conséquent le contrat optimal est celui dans lequel le dirigeant paie aux actionnaires un certain montant en échange duquel il a le droit de diriger l'entreprise. Son salaire correspond à la valeur de l'entreprise de laquelle sont déduits les dividendes distribués aux actionnaires. Dès lors, le dirigeant fournira un effort jusqu'à ce que le rendement marginal de cet effort égale son coût d'opportunité marginal. Cette théorie (White, 1992) préconise que les dirigeants devraient recevoir une forte rémunération quand les profits de leur entreprise sont élevés. En cas de pertes, ils devraient recevoir un salaire faible ou nul, voire être licenciés. En d'autres termes, les dirigeants seraient punis en cas de prise de décisions non saines et intégreraient cette sanction dans leur gestion. Ainsi, cette théorie suggère que les dirigeants sont susceptibles de travailler davantage s'ils sont traités

⁵⁹ La théorie de l'agence n'est plus ici appréhendée sous l'angle de la structure financière, mais sous celui des coûts induits par l'aléa moral.

sévèrement plutôt qu'avec indulgence. Des sanctions ont d'avantageux par rapport aux garanties qu'elles peuvent être exercées dès qu'un aléa moral se manifeste. Certes, elles impliquent d'importants coûts de vérification, mais c'est précisément une des fonctions des procédures collectives (Blazy, Weill, Umbhauer, 2010). D'autres auteurs, tels qu'Aghion, Hart et Moore (1992), confirment cette théorie ; un régime juridique qui traiterait de manière clémence les dirigeants pendant une défaillance exercerait un effet néfaste sur la valeur de l'entreprise. Ce coût *ex ante* de la défaillance, à savoir la perte moyenne de valeur par entreprise dans une procédure collective multipliée par le nombre d'entreprises dans l'économie est souvent appelé effet de punition. Il serait faible, voire nul dans un régime de défaillance qui traite les dirigeants sévèrement, de même que dans un régime qui liquiderait toutes les entreprises défaillantes. En ce qui concerne les créanciers et les actionnaires, un effet de punition implique que certains projets pourtant efficaces ne soient pas considérés. Un régime de faillite peut être mis en place en vue de réduire le risque pour certains types de créanciers ou d'actionnaires, comme ne pas soumettre les créanciers privilégiés à la règle dite « *automatic stay* »⁶⁰, s'assurer qu'ils seront les premiers remboursés, ou encore subordonner l'adoption du plan de redressement à un vote des créanciers⁶¹.

Après que l'entreprise est entrée en défaillance, elle subit de nouveau des coûts indirects, mais essentiellement directs.

2. L'importance des coûts directs

Moindres que les coûts indirects, les frais directement liés à la procédure collective sont pour autant conséquents. En France, la défaillance entraîne des coûts directs liés aux frais légaux et administratifs pour les entreprises, mais également au gel des remboursements pour les créanciers. Ce sont ceux qui doivent être déboursés directement par les créanciers ou l'entreprise dans le cadre de la procédure. Aux termes du décret n° 85-1390 du 27 décembre 1985 fixant le tarif des administrateurs judiciaires en matière commerciale et des mandataires judiciaires à la liquidation des entreprises, il est alloué à l'administrateur judiciaire⁶² une

⁶⁰ Cette règle instaure, à l'ouverture de la procédure collective, une suspension des poursuites des créanciers.

⁶¹ Nous analyserons ces règles de manière plus approfondie dans le chapitre 3.

⁶² Mandataire chargé par décision de justice d'administrer les biens de l'entreprise ou d'exercer des fonctions d'assistance ou de surveillance dans la gestion de ces biens. Il a, en outre, pour mission essentielle d'établir le bilan économique, social et environnemental de l'entreprise et, éventuellement, le projet de plan de redressement.

rémunération fixe. De plus, en ce qui concerne l'élaboration du bilan économique et social et du plan de redressement, les administrateurs judiciaires perçoivent une rémunération en taux de base qui dépend de la taille de l'entreprise. D'autres rémunérations proportionnelles leur sont accordées en fonction de l'issue de la procédure. Ainsi, un droit proportionnel au le chiffre d'affaires leur est attribué au titre de l'assistance du débiteur lors d'un redressement. En cas de cession, leur rémunération est calculée sur le montant total du prix de vente. On constate d'ailleurs que l'administrateur judiciaire est mieux rémunéré lorsque l'entreprise est continuée, au vu de la durée d'une telle procédure⁶³. Aux Etats-Unis, Bris, Welch et Ning Zhu (2006) notent malgré tout une durée et des frais directs similaires entre les procédures relevant du chapitre 7⁶⁴ et celles du chapitre 11. Ceci dit, ils relèvent également que la procédure de réorganisation protège mieux la valeur des actifs, permettant ainsi aux créanciers de recouvrer davantage. Cette ventilation des rémunérations selon les issues peut entraîner des biais, dans le sens où elle crée des incitations pour l'administrateur. Or celui-ci émet des recommandations au tribunal, qui suit généralement son avis. Le commissaire à l'exécution du plan de redressement perçoit quant à lui une rémunération en taux de base dont le barème est identique à celui destiné aux administrateurs judiciaires. A l'instar des administrateurs, on lui accorde en cas de cession une somme qui dépend du prix de vente, ainsi qu'une rémunération lorsqu'il a assisté l'administrateur judiciaire. Le mandataire judiciaire reçoit pour l'ensemble de la procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire un droit fixe de 2 500 euros. Enfin, le liquidateur se voit allouer un droit proportionnel à tout recouvrement d'actifs introduits par lui. Ces coûts réduisent encore davantage le montant que les créanciers auront à se partager lors du jugement final, d'autant plus si la vente de l'entreprise s'effectue dans l'urgence. Les créanciers sont eux remboursés selon leur niveau de sûreté et doivent en outre engager des frais de justice conséquents.

Les coûts directs ont essentiellement été mesurés aux Etats-Unis. Ils sont d'autant plus élevés que l'entreprise est redressée, que la procédure collective est longue (Weiss et Capkun, 2005), et qu'un administrateur externe est nommé, et leur part dans la valeur de l'entreprise d'autant plus faible que celle-ci est grande (Warner, 1977 ; Ang, Chua et McConnel, 1982).

⁶³ La durée de la procédure est également utilisée comme *proxy* par certains auteurs (Franks et Torous, 1989 ; Thorburn, 2000) pour mesurer les coûts indirects. Ils notent en effet que l'impact négatif sur la production et les marchés de capitaux est d'autant plus fort que la procédure est longue.

⁶⁴ Chapitre de liquidation américain.

Ils sont d'autant moins élevés que la procédure est « *prepackaged* »⁶⁵ (Thorburn, 2000). Selon Adler (1992), les coûts directs, comprenant les frais légaux et les dépenses administratives, représentent 3 à 25% de la valeur de l'entreprise. Or, plusieurs études empiriques estiment ces coûts plus faibles, d'autant plus que la période étudiée est récente. Ils s'élèvent à 1,8% du total des actifs pour Lubben (2000) et à seulement 1,4% pour Lo Pucki et Doherty (2004). D'autres études les estiment à 4% de la valeur de l'entreprise lors de la cessation des paiements (Warner, 1977 ; Altman, 1984 ; Weiss, 1990) ou 7,5% de la valeur de liquidation à l'issue de la procédure collective (Ang, Chua et McConnel, 1982). En moyenne, le débiteur dépense 500 000 \$ en avocats, tandis que les coûts pour les créanciers s'élèvent à 230 000 \$ (Lubben, 2000). En Suède, les coûts directement liés aux procédures collectives par enchères⁶⁶ s'élèvent à 4,5% de la valeur de l'entreprise (Thorburn, 2000).

L'analyse de la valeur de marché (capitalisation boursière) démontre d'ailleurs une perte nette de richesse, dans la mesure où ce qui est perdu par l'un n'est pas forcément récupéré par l'autre, sans que cet écart ne puisse être expliqué par des frais directement liés au procès. Quelle que soit la nature des coûts liés à l'usage de la procédure collective, la littérature s'accorde sur leur importance. Plus lourde qu'un règlement extrajudiciaire, elle implique en effet un audit, une coordination, des acteurs supplémentaires, une transmission d'informations au Bodacc... Aussi peut-on s'interroger sur l'intérêt d'utiliser une procédure coûteuse alors qu'une négociation privée permet également de résoudre la détresse financière.

B. La négociation informelle comme alternative à la procédure collective

Lorsqu'une entreprise entre en défaillance, elle doit arbitrer entre deux modes de résolution des difficultés : une renégociation privée ou une procédure collective. Cette dernière étant la plus coûteuse, son existence paraît superflue. Néanmoins, l'existence de conflits d'intérêts et d'asymétries d'information rend pertinente la coexistence de ces deux modes de traitement de la détresse financière, d'autant que la solution légale n'est pas seulement guidée par la recherche du moindre coût mais par d'autres critères d'efficacité.

⁶⁵ Voir *infra*.

⁶⁶ Voir *infra*.

1. L'intérêt de la négociation privée : la réduction des problèmes de coordination

Au vu des différents coûts induits par la procédure collective, il apparaît optimal d'éviter son ouverture. Comme nous l'avons vu antérieurement, il existe un débat empirique important sur les coûts de faillite dans la détermination de la structure financière optimale des entreprises. Or, la plupart des études américaines concluent à la trop grande faiblesse des coûts de faillite pour avoir un véritable impact sur la structure du capital, notamment pour les entreprises de grande taille. Afin de mieux évaluer ces coûts, il est nécessaire de les comparer aux coûts qui seraient apparus si les difficultés financières avaient été traitées en-dehors de la procédure collective (Haugen et Senbet, 1978, 1988). Les coûts liés au traitement des difficultés devraient dès lors être égaux au minimum des coûts liés à solution judiciaire et de ceux générés par une renégociation informelle. Ces auteurs se fondent sur le théorème de Coase (1960) pour conclure que, puisque la valeur actualisée des coûts de négociation est faible, la renégociation privée est supérieure à la solution légale, grâce à un processus d'internalisation des coûts de faillite par les créanciers.

De nombreux travaux tant théoriques qu'empiriques confirment l'intérêt de la négociation privée, non seulement en matière de coûts. Aux Etats-Unis, Roe (1983) prône la suppression du chapitre 11 au profit d'un mécanisme de marché par lequel la dette d'une entreprise serait complètement effacée et transformée en actions. Les créanciers de l'entreprise deviendraient dès lors les actionnaires de la nouvelle firme et pourraient décider du sort de celle-ci de manière optimale. Afin de déterminer la valeur de l'entreprise, l'auteur propose de vendre 10% de ces actions sur le marché afin d'en déterminer le cours. Les droits des différents « actionnaires » seraient alors attribués selon la règle de priorité absolue.

Longhofer et Peters (1999) modélisent quant à eux le bénéfice social induit par une législation incitant les créanciers à se coordonner. Cependant, ce bénéfice n'est possible que si l'on ne tient pas compte des coûts occasionnés par une telle procédure. Si celle-ci est plus coûteuse qu'efficace socialement, une solution privée est préférable. Dans une étude empirique sur données bancaires allemandes, Brunner et Krahen (2008) soulignent la capacité de la solution privée à coordonner les différents créanciers, conduisant à la formation de pools bancaires. Ils ajoutent que son succès est d'autant plus probable que ces pools

comprennent peu de membres, la négociation étant dans ce cas plus rapide. D'autres études empiriques soulignent l'influence du nombre de créanciers sur l'efficacité de la négociation informelle ; lorsque les créanciers sont peu nombreux, un accord devrait être plus facilement atteint (Posner, 1986), d'autant plus lorsqu'une banque détient à elle seule une part importante des créances de l'entreprise (Hoshi, Kashyap et Scharfstein, 1990 ; Gilson, John et Lang, 1990 ; Asquith, Gertner et Scharfstein, 1994). Si selon Gertner et Scharfstein (1991) et Bolton et Scharfstein (1996), un nombre important de créanciers rend difficile la renégociation des contrats initiaux, Benjamin (2006) estime quant à lui qu'un régime qui permet à davantage de créanciers de négocier avec l'entreprise conduit plus rapidement à des accords. Dans une étude théorique, Hart et Moore (1999) démontrent que le risque d'aléa moral conduisant à des sous-investissements peut être contourné par l'existence de relations bancaires multiples autour des créances difficiles à renégocier, voire non négociables. Enfin, un nombre important de créanciers permet d'éviter que les négociations ne pivotent qu'autour d'un seul (Bergman et Callen, 1991 ; Rajan, 1992).

Par ailleurs, l'existence même d'une procédure collective a un impact positif sur la négociation. En effet, les différentes parties prenantes, ayant connaissance des règles régissant la défaillance, savent ce qui les attend en cas d'échec et les intègrent dans leurs concertations. Cela les incite à consentir à des compromis puisqu'elles savent qu'un créancier qui s'estime lésé peut à tout moment déclencher une procédure collective qui occasionnera des coûts supplémentaires à ceux déjà générés par la solution extrajudiciaire (Franks et Nyborg, 1992). Ainsi, les créanciers privilégiés ont tout intérêt à consentir à un désintéressement partiel de leurs créances afin d'éviter le coût que générerait le déclenchement d'une procédure collective (Daigle et Maloney, 1994 ; Frierman et Viswanath, 1994). Aussi une violation de l'ordre absolu de priorité est-elle parfois justifiée afin de réduire les conflits d'intérêt entre les différentes parties (entre les créanciers, mais également entre les créanciers et les actionnaires) (Brown, 1989 ; Guigou, 1995). En outre, ces contrats ne lient que leurs signataires. Par conséquent, rien n'empêche un créancier non-signataire d'initier une procédure judiciaire (Schwarcz, 1999). Ainsi, l'imposition de contraintes aux parties à l'issue de la procédure de négociation exerce un effet bénéfique sur cette dernière (Brown, 1989). Encore faut-il que, afin de bénéficier des avantages liés à l'existence d'une procédure collective, la partie qui s'estime lésée par l'accord informel soit crédible dans les menaces de déclenchement qu'elle formule (Franks et Torous, 1994). De son côté, un débiteur qui veut à

tout prix éviter l'ouverture d'une procédure collective a lui aussi intérêt à ce que tous les créanciers signent les contrats décidés lors de la négociation, et si c'est le cas, à ce qu'aucun d'eux ne soit lésé (Schwarcz, 1999). Notamment, s'il a commis des erreurs de gestion, il peut vraisemblablement bénéficier d'un traitement plus clément de la part des créanciers que d'un tribunal. D'un autre côté, la crainte des différents ayants droit de se retrouver dans une situation moins favorable que celle résultant d'une procédure collective risque au contraire de limiter les concessions qu'ils accordent, de sorte qu'on ne peut prédire avec certitude l'effet qui l'emportera. Quoiqu'il en soit, la nature de la législation de la défaillance a un impact sur l'efficacité des négociations (Benjamin, 2006) ; à ce titre, une procédure collective efficace se doit de contenir des règles conduisant à l'adoption de décisions saines lors des règlements extrajudiciaires.

Si le recours élevé à la négociation s'explique par le coût important de la procédure collective, notamment aux Etats-Unis, il existe des solutions intermédiaires permettant de bénéficier à la fois des avantages de la procédure collective et du moindre coût de la renégociation informelle. Cette utilisation conjointe des deux modes alternatifs de résolution des difficultés est aux Etats-Unis connue sous le nom de « *prepackaged bankruptcy* » ou « *prepacks* » (Tashjian, Lease et McConnel, 1994 ; Betcker, 1995) ; avant le déclenchement de la procédure collective, les parties s'entendent sur les modalités de réorganisation de la société et n'ont plus qu'à valider ce plan de redressement lors du traitement légal de la défaillance.

2. Les facteurs d'échec de la renégociation informelle

La négociation étant moins coûteuse que la solution judiciaire, on peut s'interroger sur l'intérêt de cette dernière, d'autant qu'une renégociation informelle présente l'avantage de préserver du moins en partie la confidentialité autour de la détresse financière de l'entreprise. Certes, l'existence d'une procédure collective semble avoir un impact positif sur les négociations, mais cela n'explique pas pourquoi on y recourt. Or, l'imperfection des marchés et l'existence d'asymétries d'information et de conflits d'intérêts rend la coexistence de ces deux voies de résolution des difficultés justifiée. Selon plusieurs auteurs (Aivazian et Callen, 1983 ; Titman, 1984), l'analyse de Haugen et Senbet repose sur des hypothèses trop restrictives, notamment celle relative à l'absence d'asymétries d'information. Si ces

hypothèses sont levées, il est possible que les coûts ne puissent plus être internalisés et qu'ils aient un impact sur la structure de financement. Une renégociation informelle peut ainsi échouer pour trois raisons : (1) l'existence d'asymétries d'informations ; (2) la présence de conflits d'intérêts et (3) un manque de coordination entre les différentes parties.

a. Les asymétries d'information entre actionnaires et créanciers

Selon Jensen et Meckling (1976), la structure financière d'une entreprise peut être affectée par des asymétries informationnelles entre d'une part les dirigeants et les actionnaires, et d'autre part, les actionnaires et les créanciers. Ces deux types d'information asymétrique influencent les actions des actionnaires et dirigeants, entraînant des coûts d'agence qui risquent d'affecter la valeur de la firme. En effet, les différentes parties n'ayant pas la même perception de la valeur de celle-ci, la négociation entre les différentes parties sur la solution à adopter peut être rendue difficile.

Les actionnaires et les créanciers estiment différemment la valeur de l'entreprise, les premiers disposant de plus d'information à cet égard. Puisque les actionnaires sont favorables à la continuation de l'entreprise, ce problème risque d'être aggravé si les créanciers anticipent une tentative des actionnaires de fournir des informations erronées sur la valeur de l'entreprise (Gilson, John et Lang, 1990). En outre, selon Myers (1984) et Myers et Maljuf (1984), les actionnaires de la firme possédant des informations privées quant à sa valeur, et le prix des actions lors d'une nouvelle émission étant déterminé par la valeur moyenne des firmes sur le marché, une nouvelle émission d'actions constitue un mauvais signal au marché puisqu'elle est interprétée comme provenant d'une entreprise surévaluée.

b. Les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers

Par ailleurs, les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes sur les différentes issues risquent de bloquer les négociations ou d'aboutir à une solution sous-optimale. En effet, les actionnaires sont favorables à la poursuite de l'activité dans tous les cas, même lorsque la liquidation serait optimale (Harris et Raviv, 1990). Etant les derniers remboursés en cas de liquidation, ils ont tout intérêt à ce que l'entreprise ne soit pas liquidée, sauf si la valeur de liquidation excède celle des dettes de l'entreprise. Il en va de même pour

les dirigeants, à qui seule la continuation permet de conserver leur poste, ainsi que pour les créanciers dont le rang de priorité est faible. De plus, dans la mesure où les dirigeants sont favorables à la poursuite de l'activité, ils sont incités à investir, quand un remboursement des investisseurs serait préférable (Stulz, 1990). Afin de pallier cette inefficacité, Harris et Raviv (1990) proposent un modèle conférant aux créanciers le droit d'imposer une liquidation lorsque les actifs de l'entreprise sont insuffisants. Inversement, les créanciers prioritaires peuvent être favorables à une liquidation alors que l'entreprise, viable économiquement, aurait mérité d'être continuée. Ces divergences autour du sort de l'entreprise sont d'autant plus problématiques que l'accord de chaque partie est nécessaire dans le cadre de la négociation. Par exemple, un créancier ou un actionnaire qui ne percevra rien ou presque de la valeur de liquidation peut à lui seul bloquer la négociation informelle quand bien même elle aurait permis l'adoption d'une solution optimale pour les autres créanciers (Bulow et Shoven, 1978 ; White, 1989 ; Gertner et Scharfstein, 1991).

c. La persistance de problèmes de coordination

Si la solution extrajudiciaire permet peu de minimiser les asymétries d'information et conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers, elle est tout aussi peu efficace dans la réduction des conflits entre classes de créanciers. En effet, bien que la négociation soit dans l'intérêt collectif des créanciers, certains d'entre eux sont incités à négocier de manière privée un désintéressement, soit par le biais d'un accord avec l'entreprise, soit en poursuivant celle-ci de manière individuelle. Cette « course vers les actifs » des créanciers est qualifiée de « problème de pool commun ». Elle est sous-optimale pour le bien-être collectif, dans la mesure où elle ne satisfait que les intérêts individuels de chaque créancier, quand une coordination aurait été efficace. Aussi, selon Hart (2001), Swissair aurait-elle probablement pu être redressée si un mécanisme favorisant la coordination entre les différents prêteurs avait été mis en place. Si chaque créancier récupère individuellement sa mise, la valeur de l'entreprise risque en effet d'être affectée. En d'autres termes, la vente par appartements des actifs de l'entreprise est susceptible de ne pas rapporter autant que lorsqu'ils sont associés au reste de l'entreprise. Puisqu'elle est sous-optimale pour l'entreprise, cette course individuelle l'est pour les créanciers ; la vente d'un actif séparément peut diminuer la valeur de l'entreprise d'un montant supérieur au montant de celui-ci, ce qui diminue d'autant les sommes recouvrées par les créanciers. Ensuite, si la valeur des actifs de l'entreprise est

inférieure à celle de ses dettes, chaque créancier doit chercher à être le premier à se manifester afin de recevoir son paiement. Ce paiement, qui correspond dès lors au prix de la course, conduit les différents créanciers à exercer une surveillance coûteuse de l'entreprise *ex ante* afin d'être les premiers à réagir lorsqu'apparaissent les premières difficultés. Bolton et Scharfstein (1996) montrent qu'une règle de vote majoritaire pourrait résoudre ces problèmes de coordination. De la même manière, l'apparition de pools bancaires en Allemagne et le fait qu'ils soient des instruments fréquents dans les relations bancaires montrent que la coordination des créanciers peut toutefois être atteinte en-dehors d'une procédure collective (Brunner et Krahnen, 2008).

Les asymétries d'information sur la qualité de l'entreprise peuvent être réduites par des signaux tels que l'émission de dettes, ou encore les apports personnels du dirigeant dans son financement. Par ailleurs, il existe plusieurs solutions afin de minimiser les divergences d'intérêts entre actionnaires et créanciers relatifs à la poursuite de l'activité, tels que la mise en place d'une procédure permettant aux créanciers de devenir actionnaires de l'entreprise et de décider du sort de cette dernière par un vote (Roe, 1983 ; Aghion, Hart et Moore, 1992). Cependant, une telle procédure ne résout pas les conflits d'intérêts entre les différentes classes de créanciers (et notamment le « problème du pool commun »). Ces conflits peuvent être réglés par des règles de vote majoritaires, ou encore par l'apparition de pools bancaires. Cependant, lorsque ni les asymétries d'information, ni les conflits d'intérêt, ni le problème du pool commun ne peuvent être résolus, le mode de résolution des difficultés optimal sera judiciaire. Un grand nombre d'articles parmi lesquels Brown (1989), Bebchuk et Chang (1992), Schwartz (1997), ou encore Longhofer et Peters (1998), soulignent en effet l'efficacité de la solution judiciaire dans la résolution de ces différents problèmes.

C. Les vertus de la procédure collective

Si la solution extrajudiciaire apparaît moins coûteuse que la procédure collective, elle présente néanmoins certains inconvénients qui peuvent être évités par une procédure collective. Plusieurs auteurs montrent d'ailleurs que celle-ci peut même être bénéfique, dans la mesure où elle implique un changement de contrôle de la firme et l'arrêt de projets non-profitables (Harris et Raviv, 1990 ; Diamond, 1993 ; Jensen, 1993 ; Hart et Moore, 1995).

Les asymétries informationnelles entre les différentes parties impliquées dans le processus de défaillance nécessitent avant tout une procédure collective transparente et lisible. Ce n'est qu'à partir du moment où tout le monde aura accès aux mêmes informations que le traitement judiciaire du défaut pourra atteindre son objectif : la maximisation de la valeur de l'entreprise.

1. La transparence des procédures collectives

Une législation d'insolvabilité devrait idéalement être équitable, c'est-à-dire traiter les diverses parties sur un pied d'égalité. Cela implique qu'elle soit conçue afin d'assurer la qualité et la transparence du gouvernement d'entreprise. A cet égard, elle doit comporter plusieurs éléments clé.

En premier lieu, elle doit assurer la communication d'informations complètes concernant les affaires financières du débiteur. Les parties intéressées doivent recevoir suffisamment d'informations pour pouvoir exercer leurs droits en vertu de la loi. À titre d'exemple, il est crucial que les créanciers disposent d'une tribune, telle que les assemblées des créanciers, où ils peuvent traiter avec les débiteurs. Il est essentiel aussi que les créanciers soient dûment informés de la tenue des assemblées des créanciers au moyen d'avis de convocation adéquats, et que le débiteur ou le syndic leur fournisse suffisamment d'informations pour qu'ils puissent prendre des décisions éclairées.

Le deuxième élément clé d'une législation d'insolvabilité en matière de gouvernance d'entreprise est la prévisibilité des résultats dans les situations où des décisions sont prises par des institutions chargées d'appliquer la loi (c'est-à-dire les tribunaux et les mandataires commis d'office, tels que les administrateurs et les liquidateurs). La législation doit fournir des indications adéquates en ce qui concerne l'exercice des pouvoirs discrétionnaires conférés à ces intervenants et doit notamment exiger, dans le cas de poursuites judiciaires, que les audiences et les motifs des décisions des tribunaux soient rendus publics. Les activités frauduleuses doivent également être sanctionnées. Il est dans l'intérêt de tous les créanciers que la législation en matière de défaillance traite des problèmes de fraude et de favoritisme qui surviennent parfois en cas de déboires financiers. De plus, étant donnée l'importance du crédit et de l'investissement à l'échelle internationale, il est important que la loi assure qu'il n'y

aura pas de discrimination à l'égard des créanciers étrangers. Finalement, on peut imaginer faire intervenir tous les créanciers dans la procédure. Dans cette perspective, les parties détenant les intérêts financiers pourraient superviser les procédures collectives.

Troisièmement, un débiteur ne doit pas pouvoir écarter ses créanciers indéfiniment. La capacité d'un créancier à intenter des procédures contre un débiteur insolvable afin de recouvrer sa dette contribue à réduire le risque de crédit, ce qui augmente la disponibilité du crédit et les possibilités d'investissement.

En ce qui concerne le secteur financier, une législation transparente de défaillance permet aux institutions financières de freiner la dépréciation de leurs actifs en leur donnant un moyen de recouvrer leurs créances. Dans ce contexte, elle peut aussi faciliter le développement des marchés des capitaux. Par exemple, si une procédure collective est appliquée de manière prévisible, il peut se développer un second marché des titres de créances qui, entre autres, permet aux institutions financières de transférer leurs prêts à d'autres entités spécialisées dans le processus de restructuration. Dans le contexte d'une crise financière qui touche tous les secteurs, une défaillance peut constituer un bon moyen pour faire participer les créanciers privés à la résolution de la crise. Par exemple, les procédures de redressement permettent d'imposer un accord de restructuration approuvé par les tribunaux malgré les objections de certains créanciers, solution qui non seulement réduit le coût de la crise pour le contribuable ainsi que les besoins de financement extérieur, mais renforce aussi la stabilité du système financier international en obligeant les créanciers à supporter le coût des risques qu'ils prennent.

Ainsi, une procédure collective transparente facilite, en faisant participer le secteur privé à la résolution des crises financières, la protection de la valeur des entreprises des pays.

2. Les objectifs des procédures collectives

Le traitement des difficultés d'une entreprise consiste dans un premier temps à éviter toute dégradation de la valeur de l'entreprise. Dans un second temps, il s'agit de déterminer cette valeur au vu de l'issue adoptée par le tribunal. Dans un troisième temps, la résolution de la détresse financière doit passer par la répartition du produit entre les différents créanciers.

De fait, tout mode de résolution des difficultés, qu'il soit judiciaire ou extrajudiciaire, doit répondre à ces objectifs susmentionnés. Cependant, l'existence de problèmes d'imperfection, voire d'échecs du marché peut rendre ces objectifs plus difficiles à atteindre hors du cadre de la procédure collective, de sorte que la théorie économique s'accorde sur la justification de l'existence de procédures collectives.

a. Les fonctions des procédures collectives

Lorsque l'on s'intéresse aux fondamentaux des codes de faillite, la littérature isole quatre fonctions principales (Blazy, Umbhauer et Weill, 2010) d'une procédure administrée par le tribunal : la coordination, la production d'information, l'estimation de la valeur de l'entreprise et la sanction.

Premièrement, la procédure collective joue un rôle crucial dans la coordination des conflits d'intérêt entre les divers ayants droit, notamment les créanciers. Sans cela, les entreprises défaillantes sont susceptibles d'être démantelées à la suite d'une course anarchique entre les créanciers ce qui risque, au final, d'affecter la valeur de l'entreprise (Longhofer et Peters, 2004). Selon Baird et Jackson (1988), la solution judiciaire constitue un moyen de concilier les divers intérêts en leur imposant une procédure collective et coercitive. En effet, à l'ouverture de la période d'observation, toute action en justice de la part des créanciers contre l'entreprise ayant pour fondement le défaut de paiement d'une dette est suspendue, de même que les voies d'exécution de la part des créanciers sur les meubles et les immeubles.

Deuxièmement, les procédures collectives produisent de l'information sous la forme de la mise en place de procédures d'audit pilotées par le tribunal. Dans une relation entre entrepreneurs et créanciers, les premiers détiennent de manière privée le rendement réalisé du projet, tandis que les seconds ne peuvent observer ce rendement qu'au moyen d'une procédure de contrôle coûteuse. Parallèlement, la littérature a largement démontré que les contrats de dette standard étaient eux aussi des vecteurs d'information, dans la mesure où ils réduisent les incitations des créanciers à contrôler la valeur actuelle des actifs du débiteur, ce tant que l'entreprise est solvable (Townsend, 1979 ; Gale et Hellwig, 1985). Bester (1985, 1987) montre qu'un choix adéquat de niveau de collatéral contribue à diminuer ces asymétries. A la suite de ces travaux, une littérature théorique abondante a mis en évidence les

implications des sûretés dans les contrats de dette lorsqu'il existe des asymétries d'information (Chan and Thakor, 1987 ; Igawa et Kanatas, 1990). Lorsque l'entreprise est insolvable, c'est au tour du tribunal de produire de l'information, même si celle-ci est coûteuse.

Troisièmement, les procédures collectives sont supérieures à la solution extrajudiciaire dans le sens où elles permettent de déterminer la valeur des actifs et des dettes. En effet, l'analyse de la situation de l'entreprise par un partenaire externe – le tribunal – contribue à diminuer les écarts d'information entre les différentes parties. D'une certaine manière, cette fonction peut être vue comme une combinaison des deux fonctions précédentes. L'incertitude sur la valeur de l'entreprise peut être réduite de plusieurs manières. Selon Hart (2000), il est important de pénaliser les actionnaires et les dirigeants, et pour ce faire, le meilleur moyen reste de s'assurer du respect des ordres de priorité, qui prévoit le remboursement de tous les créanciers avant les actionnaires. A l'inverse, White (1989) préconise une violation des ordres de priorité. D'autres mécanismes ont été envisagés afin de déterminer la valeur de l'entreprise, tels que le transfert de la propriété de l'entreprise aux créanciers (Harris et Raviv, 1990), ou encore des solutions permettant aux créanciers de devenir actionnaires de l'entreprise et de se prononcer par un vote (Aghion, Hart et Moore, 1992).

Enfin, les procédures collectives disposent d'un pouvoir de sanction des dirigeants en cas de faute de gestion. Cette fonction correspond à une approche relativement moderne de la défaillance ; jusqu'au milieu du vingtième siècle, les législations ne distinguaient pas le sort de l'entreprise de celui de son dirigeant. Or, il est désormais communément admis que les dirigeants ne sont pas forcément animés par un esprit de fraude et que la défaillance ne résulte pas toujours d'une mauvaise gestion. Lorsque c'est néanmoins le cas, les différents problèmes de stratégie qui ont conduit à la défaillance ne reflètent que rarement des comportements malhonnêtes. Minimiser de tels comportements revient à réduire l'aléa moral qui accompagne les contrats de dette.

b. La maximisation de la valeur de l'entreprise

Le déclin d'une entreprise se traduit tôt ou tard par des difficultés financières, qu'elles correspondent à des problèmes de liquidité ou de solvabilité. Lorsque l'entreprise ne connaît

qu'un problème de liquidité et que les renégociations informelles échouent, le déclin se poursuit jusqu'à ce que l'entreprise soit réellement dans l'incapacité de faire face à l'ensemble de ses engagements. Dans un premier temps, il s'agit de déterminer l'issue la plus efficace à adopter entre liquidation, cession et continuation, compte-tenu non pas seulement du degré des difficultés financières mais du critère de maximisation de la valeur de l'entreprise. Le choix de l'issue revient principalement à comparer les valeurs de liquidation et de continuation, laquelle ne peut d'ailleurs être qu'estimée. Lorsque la valeur de continuation est inférieure à la valeur actualisée des dettes, il est préférable que l'entreprise soit liquidée (White, 1989). Or, si la valeur de liquidation est moins élevée encore que la valeur de continuation, la recherche de l'optimalité économique rend justifiée la restructuration de l'entreprise, l'objectif étant de privilégier la solution qui maximisera le produit que se partageront les ayants droit.

La question du partage de la valeur des actifs repose sur la priorité qui va être accordée aux différents bailleurs de fonds et répond à deux objectifs ; il doit d'une part préserver au mieux la valeur des actifs et être d'autre part cohérent avec le rôle respectif des actionnaires et des créanciers. Les premiers, en tant qu'associés à la gestion de l'entreprise, doivent assumer ses prises de risque éventuelles, tandis que les seconds fournissent exclusivement du financement à l'entreprise et sont à ce titre exclus de sa gestion. Tant qu'une entreprise est en bonne santé financière, seuls les actionnaires et dirigeants disposent d'un pouvoir décisionnel quant à la stratégie de l'entreprise. Or, à partir du moment où celle-ci éprouve des difficultés financières, des partenaires extérieurs (créanciers et tribunal principalement) interviennent dans le processus de décision relatif au sort de l'entreprise. Le rôle de la législation consiste par conséquent à structurer les possibilités d'actions de chacun de ces intervenants. La question qui se pose lors du traitement des difficultés et de la détermination de l'issue optimale est de savoir quels sont les intérêts à privilégier. La réponse consiste à déterminer l'identité du créancier résiduel, à savoir du partenaire qui bénéficie de toute augmentation marginale de la valeur de l'entreprise, donc dans l'intérêt duquel les décisions seront prises. En d'autres termes, une issue est optimale dès lors qu'on transfert le pouvoir de décision à celui dont l'intérêt coïncide avec l'intérêt collectif. Tant que l'entreprise n'est pas en détresse financière, le créancier résiduel est l'actionnaire, puisque tout accroissement de la valeur de l'entreprise lui revient, ce qui l'incite à prendre des décisions optimales. En revanche, lorsqu'une entreprise connaît des difficultés, ce sont ses créanciers qui deviennent les

créanciers résiduels, ceux-ci se voyant conférer une priorité sur la valeur des actifs de l'entreprise. En effet, dès lors que ceux-ci ne sont pas suffisants pour les rembourser intégralement, c'est à eux que l'accroissement de la valeur de l'entreprise revient, jusqu'à ce qu'ils soient complètement désintéressés et que les actionnaires, qui sont les derniers remboursés, redeviennent éventuellement les créanciers résiduels. Dans ce cas, l'entreprise va probablement être continuée, donc restructurée. En effet, la mise en place d'un redressement judiciaire passe avant tout par une restructuration économique et financière de l'entreprise. Afin de ne pas détériorer la valeur de celle-ci, il convient de la recentrer sur ses activités les plus rentables et de diminuer les charges qui pèsent sur l'entreprise (délais de paiement, remises de dettes...).

Une fois maintenu le potentiel économique de l'entreprise, il s'agit de déterminer la valeur de l'entreprise, compte-tenu de l'issue choisie. En cas de cession ou de liquidation, la valeur de l'entreprise est déterminée au regard de la valeur de marché de ses actifs. En cas de continuation, elle est estimée dans le cadre du plan de redressement.

Enfin, une procédure collective a pour objectif de répartir les droits quant à cette valeur. En effet, de nombreux pays ont d'autres objectifs que celui de maximiser la valeur de l'entreprise afin d'en faire bénéficier les ayants droit. En France, l'aspect social des procédures collectives est souvent évoqué, ce qui peut conduire à favoriser la continuation d'entreprises qui auraient pourtant dû être liquidées. Ainsi, certaines entreprises, bien que non rentables, ont longtemps été conservées dans un souci de maintien d'un secteur dont la disparition se serait traduite par des coûts importants en termes d'emploi, ce parfois au détriment des créanciers. Mais il peut aussi s'agir de maintenir en vie des entreprises jugées stratégiques ou dont la disparition entraînerait des conséquences lourdes, par exemple lorsqu'elles sous-traitent. Enfin, les pertes subies par un partenaire de l'entreprise défaillante sans pour autant bénéficier de droits sur celle-ci sont aussi susceptibles de justifier la sauvegarde d'une entreprise, même si son potentiel économique est faible (Franks et Nyborg, 1992 ; Titman, 1984).

Ainsi, les principaux choix à faire lorsqu'est conçue une législation de défaillance portent sur l'équilibre à trouver entre les objectifs susmentionnés. En outre, il faut identifier les bénéficiaires des actifs (dont la valeur a été maximisée) : si certains pays voient dans les

procédures de redressement un moyen de valoriser les créances par l'accroissement de la valeur d'exploitation de l'entreprise, d'autres les considèrent comme un moyen de donner une «seconde chance» aux actionnaires et à la direction de l'entreprise débitrice.

Quoiqu'il en soit, la maximisation de la valeur de l'entreprise est presque toujours l'objectif prioritaire des codes de défaillance. Le but d'une entreprise étant en effet de créer de la valeur, une législation d'insolvabilité sera efficace si elle est conçue et appliquée dans l'optique de la protection et la maximisation de cette valeur.

En définitive, les deux voies de résolution des difficultés (solutions judiciaire et extrajudiciaire) se focalisent toutes sur une grande décision : liquider versus continuer, ce qui soulève la question de leur efficacité. Si pour la théorie financière classique, les coûts de faillite ne sont considérés que comme une perte d'argent, la procédure collective présente des avantages qui justifient son caractère onéreux. En d'autres termes, la procédure collective, une fois déclenchée, fait intervenir des règles très particulières, dont on peut s'interroger sur l'efficacité.

Section 2. L'efficacité du traitement judiciaire du défaut

La question de la définition d'un code de faillite efficace a ces trente dernières années fait l'objet d'une attention toute particulière. Pour qu'un régime juridique de la défaillance soit efficace, il doit affecter aussi bien les entreprises qui sont en difficultés financières ou en défaillance que celles qui sont en bonne santé. Les problématiques des procédures collectives sont ainsi étroitement liées aux principes d'efficacité qui les régissent. Les deux enjeux principaux sont d'une part de mettre en place un système d'incitation pour diminuer le risque de défaillance et d'autre part, de gérer les conflits entre les différents créanciers dans l'intérêt général des parties prenantes, ce afin de maximiser la valeur de l'entreprise. Les principes traditionnels qui guident le droit des procédures collectives peuvent alors se résumer à la recherche d'une double efficacité économique : *ex ante* et *ex post*.

I. L'efficacité *ex post* : maximiser la valeur de l'entreprise

L'efficacité *ex post* vise à maximiser, ou à tout le moins à protéger, la valeur de l'entreprise dans l'intérêt de toutes les parties prenantes et de l'économie en général. Ce principe explique la nature intrinsèquement collective de ce type de procédure : les actions individuelles des créanciers pour recouvrer leurs créances aboutiraient comme nous l'avons vu à un démembrement de l'entreprise qui ne permettrait pas de tirer le meilleur prix de la cession de ses actifs. La multiplicité des parties prenantes (créanciers privilégiés, garantis ou chirographaires, actionnaires, administrations et organismes sociaux, repreneurs potentiels, la société...) génère une diversité d'intérêts souvent conflictuels. Il s'agira par conséquent de mettre en place un mode de résolution des difficultés efficace en termes d'identification et de coordination des intérêts à privilégier et dans le cadre duquel une issue optimale sera choisie.

A. Les vecteurs d'efficacité *ex post*

1. L'intérêt discutable de la coordination des créanciers

La littérature relative à l'insolvabilité des entreprises s'accorde sur la nécessité, afin qu'une législation de faillite soit efficace, que celle-ci assure la préservation, voire l'augmentation de la valeur dont bénéficieront les ayants droit collectivement (Radin, 1940 ; Mooney, 2003). Pour ce faire, de nombreuses études ont souligné l'importance de coordonner les intérêts des créanciers afin de maximiser cette valeur ainsi que l'efficacité de la solution judiciaire à réduire le problème du pool commun (Bulow et Shoven, 1978 ; Gertner et Scharfstein, 1990 ; Asquith, Gertner et Scharfstein, 1994 ; Longhofer et Peters, 2004). Or, plusieurs auteurs identifient d'autres critères d'efficacité *ex post* du traitement du défaut, que ce dernier soit orchestré par le tribunal ou par d'autres acteurs.

Dans un premier temps, les théories de la défaillance ont mis en évidence la nécessité de résoudre les problèmes d'action collective des créanciers. Elles partent du constat que le défaut peut résulter d'une détresse économique, financière, ou des deux. La première décrit l'incapacité d'une entreprise à dégager une rentabilité suffisante afin de faire face à ses coûts d'exploitation. La valeur économique d'une telle firme est négative, ce qui se traduit par une

valeur de continuation inférieure à sa valeur de liquidation. La deuxième correspond à la situation d'une entreprise qui n'aurait pas été exposée à des problèmes d'insolvabilité si elle n'avait pas été endettée. En d'autres termes, une firme est en détresse financière seulement si ses revenus sont négatifs avant le paiement de ses charges financières. Dans la mesure où les créances sont gelées pendant le redressement, l'endettement n'influence pas l'issue de la procédure collective. Toutefois, cette dernière sera *a posteriori* (*i.e.* après le jugement de clôture) efficace dès lors que ce sont les firmes en détresse économique qui sont liquidées. En réalité, les créanciers sont davantage concernés par la question de savoir s'il existe des actifs suffisants pour recouvrer leurs créances que par celle de sauver l'entreprise en détresse⁶⁷. S'il existe suffisamment d'actifs, ils risquent de s'en emparer, ce qui risque de conduire à une liquidation fragmentée. Cependant, si l'entreprise n'est pas en détresse économique, une poursuite de l'activité maximise l'intérêt collectif des créanciers. Or, une continuation implique une coordination coûteuse des créanciers, de sorte qu'à l'équilibre, tant les firmes en détresse financière qu'économique sont liquidées de manière fragmentée (Ghosal et Miller, 2003 ; Longhofer et Peters, 2004). Aussi une procédure collective efficace a-t-elle vocation à empêcher cet équilibre sous-optimal en coordonnant les intérêts des créanciers, à tout le moins le temps qu'un administrateur judiciaire décide si l'entreprise mérite d'être redressée (Jackson, 1986 ; Adler, 2002).

S'il confirme qu'une procédure collective efficace se doit de résoudre les problèmes d'action collective de créanciers animés par des intérêts personnels, Georgakopoulos (2003) souligne que l'action collective ne constitue au fond qu'une motivation des procédures collectives parmi d'autres. En particulier, il soutient que celles-ci constituent des déterminants essentiels de la productivité et de la croissance mises à mal par la détresse financière. Au-delà de cette conception positive du rôle de la défaillance, l'auteur adopte une approche normative des régimes de faillite ; outre remédier aux conséquences négatives du défaut en termes de productivité, ils devraient être précisément élaborés dans l'optique d'améliorer la productivité. Pour autant, ces deux objectifs (*i.e.* la coordination des intérêts individuels des créanciers et la relance de la productivité) sont tout à fait conciliables, dans la mesure où la résolution du problème du pool commun peut être bénéfique pour la productivité, dès lors moins susceptible d'être affectée par des divergences personnelles. A cet égard, une

⁶⁷ Cela vaut principalement pour les créanciers privilégiés. Les créanciers chirographaires –dont la priorité est faible– peuvent quant à eux trouver, à l'instar des actionnaires, intérêt à la poursuite de l'activité.

procédure collective efficace a avant tout vocation à relancer la croissance et la productivité, la nature collective de la procédure ne faisant que refléter un des moyens d'y parvenir. Cependant, si l'auteur est convaincu que les créanciers sont, en théorie et en pratique, à même de surmonter leurs problèmes de coordination, il souligne que leur contribution au bien-être social est moindre comparée à celle des autres expressions du regain de productivité associé à une procédure collective efficace. Il propose notamment deux mesures afin de relancer la productivité, sans qu'aucune d'elle ne puisse être expliquée par l'action collective. D'une part, une « politique de nouveau départ » qui accorde à un débiteur individuel honnête des remises de dettes rend celui-ci plus productif dans sa gestion de l'entreprise. D'autre part, un processus de réorganisation empêche la destruction de la valeur de l'entreprise dans des contextes de rationnement du crédit ou d'asymétries d'information qui détériorent la valeur de la firme.

Brogi et Santella (2004) montrent quant à eux que l'efficacité du traitement judiciaire du défaut est davantage conditionnée à la capacité du système judiciaire à protéger les créanciers qu'à coordonner les intérêts de ces derniers. Ils estiment que l'insuffisance de pouvoir dont sont dotés les créanciers constitue une des explications de l'inefficacité du système de faillite italien. Les auteurs s'interrogent sur les caractéristiques d'un régime de faillite efficace, en plus de sa capacité à coordonner les actions individuelles des créanciers. Le débat avait été introduit par Jackson en 1982, favorable à la suspension du gel des créances et pour qui seule une procédure collective permet de coordonner les intérêts. D'autres auteurs mettent en évidence d'autres mécanismes coordonnés de distribution d'actifs, tels que les enchères, la reconversion des créanciers en actionnaires (Baird, 1986 ; Bebchuk, 1988 ; Aghion, Hart et Moore, 1992 ; Bradley et Rosenzweig, 1992 ; Adler, 1993 ; Hart, 2000), ou encore la négociation (Bowers, 1990 ; Rasmussen, 1992 ; Rasmussen et Skeel, 1995 ; Schwartz, 2002). Quoiqu'il en soit, Brogi et Santella (2004) préconisent la reconnaissance d'importants pouvoirs de décision aux créanciers et la nécessité d'accorder aux autorités administratives et judiciaires le contrôle de ces procédures, sans qu'elles n'en soient pour autant les initiatrices.

Ces débats sur la place accordée aux créanciers soulèvent la question de l'identification des parties dont les intérêts doivent être privilégiés lors de la procédure et celles qui en supporteront les coûts.

2. L'identification des intérêts à privilégier

Il existe un consensus général dans la littérature sur la justification d'une procédure de défaillance aussi bien pour les débiteurs insolubles que pour les consommateurs individuels, ce quelle que soit sa nature. D'une part, elle permet de préserver, voire d'augmenter, la valeur de l'entreprise destinée aux divers ayants droit. D'autre part, elle identifie les bénéficiaires de cette valeur et instaure des procédures de redistribution des actifs. En revanche, la littérature ne s'accorde ni sur les raisons pour lesquelles cette valeur doit être maximisée, ni sur les intérêts à privilégier lors de son partage (Mooney, 2003).

Déterminer les intérêts à privilégier revient à s'interroger sur la pertinence de respecter l'ordre de priorité de remboursement des différentes parties. La règle de priorité absolue (*APR*⁶⁸) stipule que les créanciers doivent être remboursés dans l'ordre spécifié dans les contrats de dettes de l'entreprise. Cette règle implique que les créances munies de sûretés doivent être remboursées en totalité avant celles des créanciers chirographaires, tandis que les actionnaires ne devraient rien percevoir, ou du moins, si les actifs sont suffisants, recouvrer leurs créances seulement après que les autres classes de créanciers aient été intégralement remboursées. Si ce principe est largement reconnu par le code de faillite américain, il existe cependant de nombreuses règles et pratiques permettant de contourner ces priorités. Jusqu'à il y a environ quinze ans, la littérature était relativement consensuelle quant à la nécessité de respecter l'*APR*, étant admis que cette hiérarchie constituait le meilleur moyen de promouvoir des relations de prêt optimales (White, 1984 ; Stulz et Johnson, 1985 ; Schwartz, 1989 ; Weiss, 1990 ; Adler, 1993). Aussi les études mettant en avant les avantages d'un bouleversement de cet ordre (White, 1983 ; Franks et Torous, 1989 ; Weiss, 1990 ; Bebchuk et Fried, 1996 ; Turner, 1996) ont-elles été sujettes à critiques. Une déviation de l'*APR* implique que les créanciers privilégiés ne recouvriront l'intégralité de leurs créances qu'à partir du moment où les créanciers chirographaires et les actionnaires auront perçu les leurs du moins en partie. Franks et Torous (1989) et Weiss (1990) ont ainsi mis en évidence le caractère bénéfique de ces déviations en termes de rapidité et donc de coût de la procédure. De la même manière, Bebchuk et Fried (1996) se sont attachés à développer les coûts occasionnés par le respect de l'*APR*. Ils montrent que cette règle entraîne des distorsions par rapport aux arrangements initiaux et conduit au contraire à des relations de prêt inefficaces

⁶⁸ « *Absolute priority rule* »

socialement. Ces inefficacités peuvent selon eux être éliminées sinon réduites par la reconnaissance d'une priorité partielle aux créanciers privilégiés, par exemple en transformant une fraction fixe de leurs créances en créances chirographaires, de sorte que toutes les dettes garanties deviendraient du moins partiellement non sécurisées. Quatre principales critiques ont été adressées à cette proposition. En premier lieu, l'*APR* est imposée par la législation et les termes du contrat. En deuxième lieu, les coûts générés par son respect sont moins importants que ceux suggérés par Bebchuk et Fried (1996). Troisièmement, en admettant que ces coûts soient élevés, ceux associés à une violation de l'*APR* seraient plus importants (par exemple en réduisant le financement de projets profitables), de sorte que les bénéfices seraient réduits voire annulés. Enfin, les différentes parties peuvent contourner la règle de priorité partielle définie.

Dans un article publié en 1998, les auteurs répondent à ces critiques et revisitent leur article précédent. Dans un premier temps, ils contredisent l'argument selon lequel les clauses légales et contractuelles imposeraient un ordre de priorité absolu et suggèrent que le système de faillite américain prévoit *de facto* un ordre de priorité partiel. Dans un deuxième temps, ils explicitent les coûts générés par la *priorité absolue*. Dans un troisième temps, ils suggèrent une nouvelle règle de priorité partielle, selon laquelle les créanciers garantis seraient remboursés uniquement avant les créanciers chirographaires qui auraient consenti à cette subordination. Dans un quatrième temps, ils contestent l'argument selon lequel une règle de priorité partielle rationnerait le financement d'activités rentables. Enfin, ils émettent des propositions afin d'empêcher les créanciers garantis de récupérer leur sûreté en-dehors de la procédure collective.

Par ailleurs, une procédure collective peut être considérée comme efficace si elle minimise les coûts aussi bien directs qu'indirects. Si la littérature s'est largement attardée sur la manière de réduire les coûts de faillites, peu de travaux ont été menés sur la répartition du coût supporté par les ayants droit lorsqu'ils font appel à des professionnels pour défendre leurs intérêts (Bris, Schwartz et Welch, 2005). Le code de faillite américain s'étend en effet peu sur l'allocation optimale des coûts et confère un grand pouvoir de décision aux tribunaux à cet égard. Les auteurs identifient trois parties susceptibles de subir ces coûts : les créanciers, le débiteur et le gouvernement. Au sein-même des créanciers, les raisons pour lesquelles ceux-ci font appel à des professionnels diffèrent selon leur classe. Les dépenses des créanciers

chirographaires sont ainsi motivées par une volonté de bouleverser l'ordre de priorité, tandis que celles des créanciers garantis se justifient par un souci de conserver leur rang. Ces derniers sont peu incités à rétribuer des professionnels à des fins productives, dans la mesure où ils ont, au déclenchement de la procédure, l'assurance de récupérer, du moins en partie, leur mise ; leurs principales dépenses sont consacrées à des fins défensives. Inversement, les créanciers chirographaires ont tout intérêt à engager des frais qui permettent d'accroître la valeur de la firme, puisqu'ils seront les créanciers résiduels si celle-ci excède le montant des dettes garanties. Or, le tribunal ne peut distinguer les dépenses visant à violer ou faire respecter l'APR de celles visant à maximiser la valeur de l'entreprise (redistributives et productives, respectivement). Il s'agit dès lors de modérer les premières et de récompenser les secondes, ce qui revient à instaurer des mécanismes d'incitation de manière à ce que les créanciers privilégiés dépensent davantage et les créanciers chirographaires moins. Les auteurs suggèrent qu'une allocation optimale des coûts serait permise par un système de remboursement partiel, dans lequel il appartiendrait au débiteur insolvable de rembourser les professionnels. Ils émettent l'hypothèse que celui-ci a pour objectif de maximiser la valeur de l'entreprise et qu'il n'a donc pas intérêt à rembourser les dépenses de redistribution des créanciers chirographaires. Dans la mesure où le pouvoir de décision revient au tribunal, ce modèle paraît certes peu réaliste. Pour autant, le fait que le débiteur reste à la tête de l'activité de l'entreprise aux Etats-Unis lui permet d'entreprendre un certain nombre de mesures, auxquelles Bris, Schwartz et Welch (2005) proposent uniquement d'ajouter celle du remboursement des dettes des professionnels.

Dans un article publié en 1982, Jackson propose plus qu'un simple bouleversement des ordres de priorité avec sa « théorie de négociation des créanciers »⁶⁹, selon laquelle le code de faillite devrait être conçu de manière à refléter ce que les créanciers auraient négocié en-dehors de la procédure. Sa théorie repose sur deux piliers.

Premièrement, il s'agit de considérer des droits comme légitimes que s'ils n'ont pas été attribués dans le cadre d'une procédure collective. En d'autres termes, ces théoriciens évaluent les caractéristiques d'une négociation hypothétique, qui deviendrait le critère d'efficacité unique d'un système de faillite. En effet, selon Jackson, les codes de faillite ne devraient pas créer de droits mais avant tout préserver ceux ayant été définis avant la

⁶⁹ “Creditor Bargain Model”

procédure. Baird (1986) rejouit cette idée en soulignant que les procédures collectives ne devraient créer de droits qu'uniquement si ceux-ci ont pour objet d'augmenter la valeur des droits initiaux.

Le second pilier de la théorie définit l'entreprise comme un pool d'actifs plutôt que comme un ensemble de relations entre des individus et des actifs. Cette définition implique que les créanciers sont les parties possédant des droits sur les actifs et que les intérêts des autres ayants droit ne peuvent être pris en compte lors du recouvrement collectif des actifs. En réalité, les droits attribués dans le cadre de procédures collectives se sont développés en réponse aux lacunes initiales en matière de priorités accordées notamment aux employés, à l'état ou aux consommateurs. C'est exactement ce que remet en cause cette conception étroite quant aux intérêts que les codes de faillite protègent puisqu'elle exclut de fait les dirigeants, les clients, les fournisseurs, l'état et les autres acteurs de la chaîne de production. Fondamentalement, cette théorie repose sur l'idée essentielle qu'en cas de défaut, les créanciers perçoivent la totalité de la valeur de l'entreprise, et qu'une continuation ne doit être choisie que si elle maximise les intérêts des créanciers. La considération de tout autre ayant droit serait inefficace.

Au contraire de Jackson, la « théorie de production d'équipe du droit des affaires »⁷⁰ énonce que les intérêts de toutes les parties ayant investi dans l'entreprise doivent être considérées dans le processus de redistribution (Blair et Stout, 2001). Elle propose que les membres de l' « équipe » (*i.e.* toutes les parties ayant un intérêt dans l'entreprise) ne protègent pas leurs intérêt individuellement et directement, mais par l'intermédiaire du conseil d'administration, qui se verrait confier à la fois la direction de l'entreprise et la discrétion de décider des distributions des recouvrements. Dans la mesure où celui-ci n'est soumis à aucun contrôle, y compris des créanciers, cette théorie est également qualifiée de « théorie de primauté des administrateurs »⁷¹ (Bainbridge, 2002). La « théorie de la production d'équipe de la réorganisation »⁷² énoncée par LoPucki (2003) reprend les hypothèses de la « théorie de production d'équipe du droit des affaires » et les étend à la procédure de réorganisation. La protection de la valeur de l'entreprise requiert que la plupart des membres de l'équipe demeurent en place et fournissent des efforts productifs. Il arrive toutefois que des

⁷⁰ “Team Production Theory of Corporate Law”

⁷¹ “Director Primacy Theory”

⁷² “Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization”

modifications soient nécessaires (remplacer le dirigeant ou au contraire lui accorder une gratification afin qu'il demeure en place) et justifient que l'équipe délègue ces décisions au conseil d'administration. Pour autant, si ces deux théories de production d'équipe suggèrent d'attribuer les pouvoirs de décision au conseil d'administration, elles ne nous renseignent pas sur les intérêts à privilégier.

Outre confirmer ou infirmer la règle absolue de priorités, s'intéresser aux intérêts à privilégier revient également à définir des classes (« *pools* ») en fonction des pouvoirs de décision attribués aux divers créanciers dans la procédure collective. Balz (2001) confirme le premier pilier de la théorie de négociation des créanciers de Jackson, à savoir que les codes de faillite ne doivent pas remettre en cause les droits accordés en-dehors de la procédure mais seulement les appliquer collectivement. Dans le cas contraire, les créanciers pourraient être incités à adopter des comportements d'aléa moral et stratégiques avant que le défaut ne survienne. Dans un système respectant les principes de conformité du marché, des droits décisifs devraient être attribués aux créanciers en fonction de la valeur réelle de leur créance, à savoir le montant qu'ils recevraient en cas de liquidation. Cependant, pour des raisons de simplicité, la plupart des systèmes de faillite accordent des droits de vote à certains créanciers concernant des décisions importantes telles que la poursuite de l'activité, en fonction de la valeur nominale de leur créance et sans tenir compte du risque (Jackson, 1986). Balz (2001) propose un système permettant à la fois d'éviter l'agrégation de créanciers dont les droits sont structurellement différents dans un pool unique et la complexité qu'implique la constitution de plusieurs pools en fonction de valeurs de liquidation hypothétiques. Il s'agit d'appliquer à chaque tranche de priorité des multiplicateurs pondérés qui expriment la valeur sociale des divers droits, ce qui permettrait de réunir des créances prioritaires et chirographaires dans un pool unique. Un tel système obligerait les législations à évaluer et à justifier publiquement la valeur sociale de chaque classe de créanciers relativement les unes des autres. Néanmoins, ce système de multiplicateurs pondérés ne s'applique pas aux créances administratives (*i.e.* souscrites après la procédure collective⁷³), mais à celles dont la subordination est prévue dans les contrats et aux prêts munis de sûretés ; l'ordre de priorité de ces créances demeurerait conforme à la règle absolue des priorités. Selon l'auteur, un système de multiplicateurs pondérés serait cohérent avec les principes de conformité du marché, ce sans induire ni complexité, ni inefficacité dans la prise de décision des créanciers.

⁷³ Voir *infra* l'article 40 en France.

Une fois déterminés les intérêts à privilégier, encore se doit-on d'assurer leur respect. Westbrook (2004) suggère ainsi que le contrôle de la procédure collective influence tout autant l'efficacité de celle-ci que le respect ou non de l'ordre de priorité. Si l'ordre de priorité fixé constitue la finalité de la procédure, le contrôle de celle-ci en est le moyen. Dit différemment, ce contrôle est nécessaire afin de faire respecter l'ordre de priorité choisi. Par ailleurs, la plupart des décisions relatives aux ordres de priorité sont exogènes aux procédures collectives, dans la mesure où elles résultent d'objectifs d'efficacité et de distribution qui sont externes à la législation. Les décisions relatives au contrôle sont en revanche au cœur de la procédure. Le contrôle des actifs du débiteur dans le processus de recouvrement influence à la fois la maximisation de leur valeur et leur redistribution. La lutte pour le contrôle du processus de recouvrement répond finalement à une lutte entre un ordre de priorité public ou privé. La littérature de la défaillance des années 1990 a vu l'émergence d'un vif débat sur l'intérêt de privatiser le traitement du défaut. Les partisans du « contractualisme » soutiennent que le processus de recouvrement devrait être déterminé par contrat entre le débiteur et ses créanciers et que la procédure collective ne devrait être employée que par défaut par les parties n'ayant pas conclu de contrat préalablement à la cessation des paiements. Cependant, si ces articles proposent des mécanismes afin d'établir des règles de priorité, ils ne fournissent aucune indication sur la manière dont la procédure doit être gérée. Westbrook (2004) montre que le seul contractualisme plausible est le contractualisme garanti, dans la mesure où la législation relative aux créances sécurisées est la seule à mettre en place à la fois un contrôle et des règles de priorité en-dehors de la procédure collective. Aussi le contrôle permis par un intérêt sécurisé dominant, à savoir une garantie qui couvre tous les actifs du débiteur, est-il essentiel à un régime de faillite contractuel et privé.

D'autres articles soulignent l'intérêt du contrôle des actifs du débiteur, mais n'expliquent pas comment mettre en place ce contrôle (Baird et Rasmussen, 2001, 2002). En outre, ils n'établissent de distinction ni entre les intérêts sécurisés dominants et ordinaires, ni entre le contrôle pré-défaut et post-défaut. De fait, ils n'ignorent pas la période pré-défaut, mais ne fournissent la preuve du contrôle que lors de la procédure de recouvrement. En outre, ils ne font qu'émettre l'hypothèse que les investisseurs ont établi des méthodes de contrôle avant le défaut, ce sur la base de deux citations purement théoriques, sans en fournir la preuve. Manifestement, le seul contrôle pré-défaut discuté dans leurs articles peut presque s'apparenter à un contrôle « post-défaut », à savoir un contrôle que les créanciers ont certes

obtenu avant le déclenchement de la procédure collective mais après que la situation de l'entreprise est déjà largement compromise.

Brogi et Santella (2004) proposent de permettre aux bailleurs de fonds de surveiller les actions de l'équipe dirigeante, ce qui serait dans l'intérêt du débiteur lui-même. En effet, cela permet de réduire à la fois le coût du capital et le coût du crédit ; les actionnaires peuvent acheter les actions de l'entreprise à un prix élevé tandis que les prêteurs peuvent exiger un taux d'intérêt plus bas. Schwartz (2005) souligne d'ailleurs qu'un régime de faillite efficace doit être conçu afin de minimiser le coût du capital. Il rappelle que la littérature demeure toutefois peu développée quant à la prise en compte de ce critère uniquement.

Si la plupart de ces théories mettent en avant la pertinence de favoriser les créanciers dans le partage de la valeur de l'entreprise, on pourrait tout aussi bien retenir des critères sociaux (par exemple la protection des salariés). L'efficacité d'une procédure collective peut dès lors être aussi bien estimée au regard de l'issue choisie, dans la mesure où, *a priori*, une continuation de l'activité servirait les intérêts des actionnaires, du débiteur et des salariés, tandis qu'une liquidation serait bénéfique aux créanciers.

3. La détermination de l'issue optimale

Si l'objectif principal de la mise en œuvre des procédures collectives consiste en la maximisation de la valeur de l'entreprise pour en faire profiter les ayants droit (et notamment les créanciers), il est donc logique que seules les entreprises en détresse financière mais efficaces économiquement soient sauvées. En effet, pour une entreprise jugée inefficace financièrement qui entre en défaillance, la meilleure solution est qu'elle soit liquidée. En revanche, dans le cas d'une société qui a de fortes chances d'être rentable à long terme, il est préférable qu'elle soit redressée puisqu'on ne peut qu'en augmenter la valeur. En réalité, il est difficile de distinguer les entreprises susceptibles d'être sauvées des autres. C'est pourquoi tout régime de faillite qui inclue un plan de redressement risque de commettre des erreurs de type 1 ou 2.

En définitive, déterminer l'issue la plus efficace revient à estimer laquelle de la continuation, cession ou liquidation est la moins coûteuse et/ou génère le plus de valeur.

White (1996) analyse les coûts associés à différentes formes de procédures collectives dans quatre pays, à savoir la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Etats-Unis.

Dans un premier temps, elle considère un système de faillite dans lequel toutes les entreprises seraient liquidées. Ceci est *de facto* le cas de l'Allemagne et du Royaume-Uni, où très peu de firmes sont redressées ; les erreurs de type 1 sont dès lors nulles ou presque puisqu'il n'existe que très peu de réorganisations. En revanche, les erreurs de type 2 peuvent être nombreuses, des firmes efficaces économiquement pouvant figurer parmi les entreprises liquidées. Enfin, les coûts directs sont bas, une liquidation étant en général plus rapide qu'une réorganisation. En revanche, une fois que l'entreprise est en détresse financière, ses dirigeants peuvent être incités à adopter des comportements de surinvestissement ou de sous-investissement afin d'éviter l'ouverture d'une procédure collective à tout prix. Enfin, ils risquent de retarder le déclenchement de la procédure, ce qui est susceptible de détériorer la valeur de l'entreprise.

Dans un second temps, elle soutient que si l'on considère un régime d'insolvabilité dans lequel la priorité est le redressement de l'entreprise comme c'est le cas en France, les coûts associés à des erreurs de type 1 sont susceptibles d'être importants.

Enfin, White (1996) considère une procédure collective qui permet soit de redresser, soit de liquider l'entreprise, à l'instar des Etats-Unis où l'on peut se placer soit dans le cadre du chapitre 11, soit dans celui du chapitre 7. Aux Etats-Unis, la législation permet au débiteur de demeurer à la tête de l'entreprise lors de la procédure, ce qui peut le désinciter à entreprendre des sur ou sous-investissements. En outre, le fait d'être traité avec indulgence peut l'inviter à déclencher la procédure collective avant que la valeur de l'entreprise ne se dégrade davantage.

Plus que de l'issue de la procédure collective proprement dite, les implications d'un retard de déclenchement dépendent finalement de l'efficacité économique de l'entreprise ; si l'entreprise est efficace économiquement, une procédure retardée n'entraîne *a priori* aucun coût et ne réduit pas la valeur de l'entreprise. Plus exactement, sa valeur estimée de continuation n'est pas perdue, ceci même si l'entreprise est cédée, puisqu'un nouveau dirigeant prendra le contrôle de l'entreprise après la défaillance et la rouvrira. Aussi, si le coût

induit par la fermeture d'une entreprise efficace n'est que temporaire à cet égard, les relations entre l'entreprise, ses clients et ses fournisseurs peuvent quant à elles être coûteuses à rétablir. En outre, des employés qualifiés peuvent être tentés de quitter l'entreprise, ce qui peut diminuer sa valeur lors de sa vente par l'administrateur de la faillite. Inversement, si l'entreprise est inefficace et continue son activité, retarder la procédure augmente les coûts de la défaillance et réduit l'efficacité *ex post*.

Déterminer l'issue la plus efficace revient avant tout à identifier le créancier résiduel, puisque le sort de l'entreprise dépendra de son intérêt. Il s'agit de déterminer quelle solution, de la liquidation ou de la continuation, est optimale. En cas d'insolvabilité, la valeur de continuation est dans tous les cas inférieure à la valeur actualisée de ses échéances. Or, comme nous l'avons vu précédemment, la continuation de l'entreprise peut toutefois être préférable à la liquidation si sa valeur de continuation dépasse celle de la liquidation.

D'autres considérations justifient de réorganiser une entreprise. Lorsque des juristes réorganisent de grandes entreprises publiques, ils motivent leur décision par le souci de « préserver l'entreprise afin de protéger sa valeur de continuation » (LoPucki et Whitford, 1993). Or, les partisans de la théorie de négociation des créanciers jugent que la valeur de continuation de l'entreprise n'est pas menacée par la détresse financière, dans la mesure où sa vente permet d'en maximiser la valeur ; il est peu probable qu'une entreprise défaillante génère davantage de valeur entre les mains de l'équipe dirigeante actuelle qu'entre celles de tiers. Si la liquidation n'est pas choisie, ils préfèrent par conséquent que l'entreprise soit redressée par voie de cession (Jackson, 1986).

La théorie de la production d'équipe justifie quant à elle la continuation de l'entreprise de deux manières, quand bien même cette dernière pourrait être vendue à un prix supérieur à sa valeur de continuation. D'une part, la continuation constitue une issue optimale et cohérente avec ses principes, étant donné qu'elle est la seule à prévoir le maintien de l'équipe dirigeante. D'autre part, elle rappelle que la valeur de continuation ne tient compte que des recouvrements des créanciers et des actionnaires. Dès lors, vendre l'entreprise pour l'unique raison que le repreneur peut offrir plus que le montant distribué aux bailleurs de fonds serait injuste socialement. Cela ne signifie pas pour autant que les défenseurs de cette théorie s'opposent systématiquement à une cession, mais que celle-ci ne devrait avoir lieu que

si le conseil d'administration le décide et qu'elle est dans l'intérêt de l'équipe. Korobkin (1991, 1996) et Teo (2009) insistent sur la nécessité de guider les procédures collectives par des considérations sociales, à savoir la protection des clients, du débiteurs, et notamment des employés. Cela apparaît d'autant plus important que leurs intérêts sont peu pris en compte en-dehors de la procédure collective. En Allemagne, dans le cadre de la cogestion (*Mitbestimmung*), les salariés sont traditionnellement associés aux décisions majeures touchant l'entreprise (Pochet, 2001). Nous testerons s'il existe un arbitrage entre considérations sociales et financières dans le prochain chapitre.

L'efficacité *ex post* du traitement du défaut implique ainsi de coordonner des intérêts divergents, d'identifier les intérêts à privilégier et de déterminer l'issue optimale de la procédure collective. Cela revient à définir le mode de résolution des difficultés le plus à même d'atteindre ces objectifs.

B. Les mécanismes de prise de décision

Il existe différents modalités de prise de décision coordonnant des intérêts divergents : un vote des créanciers, le pouvoir discrétionnaire d'un tribunal, une procédure d'enchères et un pouvoir décisionnel conféré à de nouveaux actionnaires.

1. Un vote des créanciers

Si l'on admet que les intérêts à privilégier doivent être ceux des créanciers, ceux-ci doivent pouvoir intervenir dans la procédure et être les acteurs de la prise de décision. Le mécanisme du vote des créanciers revient à la théorie du jury de Condorcet (1785), selon laquelle une règle fondée sur la majorité est moins susceptible de commettre des erreurs qu'un décideur unique et est dès lors optimale socialement (Maug et Yilmaz, 2002). Ce mode de résolution des difficultés a été adopté par de nombreux pays, tels que le Royaume-Uni, l'Allemagne, les Etats-Unis ou encore la Belgique, avec toutefois quelques divergences mineures. Au Royaume-Uni, un administrateur représentant les créanciers dispose de trois mois pour opter pour un redressement, une cession ou une liquidation de la compagnie. S'il décide que l'entreprise doit être redressée, il propose un plan que les créanciers doivent approuver par un simple vote majoritaire. Si ce vote est rejeté, l'administrateur procède à une

liquidation. En Allemagne, le tribunal désigne également un administrateur externe pour diriger l'entreprise. Une assemblée réunissant tous les créanciers doit soit confirmer cette nomination, soit proposer une autre personne. Si l'administrateur décide de réorganiser la société, il propose un plan de redressement qui stipule que les créanciers non munis de sûretés doivent recouvrer leurs créances à hauteur de 35%, voire de 40% si le remboursement a été différé de plus d'un an. Le plan proposé doit être adopté par au moins la majorité des créanciers non garantis, dont les créances représentent en outre plus de la moitié des créances non garanties. Comme au Royaume-Uni, si le plan est rejeté, l'entreprise est liquidée. Le chapitre 11 américain, et plus particulièrement le « *Federal Bankruptcy Reform Act* » de 1978 offre au débiteur un arrêt systématique des poursuites, permettant à la société de continuer à opérer jusqu'à l'approbation par les créanciers d'un plan de restructuration de la dette ou la cession de l'ensemble des actifs. Une proposition de redressement répartit les actionnaires et les créanciers dans différentes classes et n'est effective que si elle est approuvée à la majorité par ces deux ayants droit. Dans certains pays dont la législation affecte le pouvoir des régions, les prises de décision par vote doivent parfois être complétées par l'accord séparé des instances régionales ou fédérales. Cette procédure de « vote majoritaire renforcé » existe notamment en Belgique, où la Wallonie et la Flandre approuvent certaines lois séparément.

Néanmoins, plusieurs auteurs ont souligné la nature trop optimiste, car fondée sur des hypothèses trop restrictives, de la théorie du jury de Condorcet et suggéré des variations et extensions du mécanisme de vote à la majorité simple. Notamment, la théorie de Condorcet suppose que les votants poursuivent un objectif commun. Cette hypothèse exclut dès lors toute application du théorème dans la sphère politique, dans la mesure où un intérêt public « objectif », indépendant des intérêts individuels, serait illusoire (Miller, 1986). Aussi Ladha (1992) remet-il en cause l'indépendance des votes en généralisant la théorie de Condorcet à un système de votes corrélés. Miller (1986) et Grofman et Feld (1988) maintiennent quant à eux l'hypothèse d'indépendance des comportements de vote. Ces discussions, outre le fait qu'elles corroborent le théorème de Condorcet, ont en commun la particularité d'émettre une « hypothèse comportementale », à savoir celle de la sincérité des votants. Or, une littérature plus récente a critiqué la rationalité de ces derniers et souligné leur naïveté. Ainsi, Austen-Smith et Banks (1996) et Feddersen et Pesendorfer (1997) s'intéressent aux caractéristiques d'un vote stratégique d'individus dont les préférences sont homogènes. Ils rejoignent les

conclusions de la littérature en la matière, à savoir qu'une règle de vote majoritaire est la plus à même de sélectionner une alternative « correcte » qu'une décision prise individuellement.

En outre, Feddersen et Pesendorfer (1998) étudient les caractéristiques asymptotiques de l'agrégation de l'information dans des modèles avec des préférences cette fois hétérogènes. Ils soutiennent que la probabilité de choisir « le mauvais candidat » tend vers zéro si les votants sont nombreux et choisis arbitrairement. Ils soulignent d'ailleurs l'inefficacité des verdicts unanimes de jury par rapport au système de vote majoritaire. Klevorick, Rothschild et Winship (1984) réfutent ce constat. Ils s'interrogent dans leur modèle sur la capacité d'un jury à adopter de meilleures décisions (*i.e.* associées à des probabilités d'erreurs plus faibles) qu'un système fondé sur un vote majoritaire. *A priori*, un jury, en utilisant l'information disponible de manière optimale, serait moins susceptible de commettre des erreurs de jugement qu'un mécanisme de vote « à scrutin unique », dans lequel les opinions individuelles des différentes parties sont simplement agrégées. Selon ces auteurs, la délibération d'un jury permettrait en quelque sorte « d'affiner » les opinions des créanciers et de rendre un verdict dès lors plus efficace.

Maug, Yilmaz et Walk (2000) rejoignent les conclusions d'Austen-Smith et Banks (1996) et de Feddersen et Pesendorfer (1998) relatives à l'homogénéité des préférences des votants. Cependant, ils se concentrent sur les caractéristiques non-asymptotiques de l'agrégation de l'information. Ils montrent que l'existence d'une classe de vote unique évince une grande quantité d'information privée et qu'au contraire, la mise en place de deux classes est plus à même d'être efficace économiquement. En effet, en homogénéisant les préférences individuelles au sein de chaque classe, elle permettrait de réduire, voire d'éliminer, les conflits d'intérêts entre les créanciers de différentes priorités. Pour ce faire, ils considèrent, dans le cadre du chapitre 11, une situation où deux classes de créanciers (juniors et séniors) doivent se prononcer en faveur soit d'un plan de redressement, soit d'une liquidation. Chaque créancier détient des informations sur la solution qui permettrait d'augmenter la valeur de l'entreprise, mais aussi sur celle qui lui sera la plus favorable en termes de recouvrements. Les intérêts des créanciers garantis et chirographaires étant divergents, un mécanisme de vote qui ne distingue pas ces deux classes risque de conduire à une décision inefficace. Par exemple, si la majorité des créanciers sont des juniors, un redressement inadéquat peut être voté. Inversement, un déséquilibre de la structure des créances en faveur des créanciers garantis

peut aboutir à la liquidation d'une entreprise qui aurait mérité d'être redressée. L'adoption d'une issue sous-optimale est d'ailleurs d'autant plus probable que les conflits d'intérêts sont importants. Dans ce cas, les préférences personnelles des créanciers interviennent largement dans les votes individuels, ce au détriment de l'information qu'ils détiennent quant à la valeur de l'entreprise. Aussi, une procédure de vote qui sépare les créanciers dont les priorités sont différentes permettrait-elle de protéger les intérêts de ces derniers et les inciterait à ne prendre en compte que l'information disponible sur le potentiel économique de l'entreprise. Cependant, cette distinction n'est pertinente que si les montants des créances sont relativement similaires au sein des classes. Dans ce cas, il peut être efficace socialement (même si non équitable) d'ignorer les intérêts du groupe le plus petit et de mettre en place des paiements compensatoires.

Cette ségrégation des votants en différentes classes de créanciers peut d'ailleurs constituer un élément de réponse au problème d'inapplicabilité du théorème de Condorcet dans la sphère politique soulevé par Miller (1986).

2. Le pouvoir discrétionnaire d'un tribunal

Un deuxième mécanisme de prise de décision consiste à conférer aux tribunaux le contrôle de la procédure collective. Le pouvoir discrétionnaire du tribunal quant au déroulement et l'issue de la procédure est ainsi dans certains pays substantiel, comme en France où l'influence des juges dans la procédure est considérable. Au Royaume-Uni, le tribunal n'a comme seul rôle que d'en contrôler le bon déroulement. Entre ces deux extrêmes, les législations américaine et allemande lui attribuent un rôle d'arbitre entre les intérêts des différents ayants droit ainsi que l'homologation du plan de réorganisation (Pochet, 2001).

Outre le degré d'influence des tribunaux de faillite⁷⁴, leur organisation diffère selon les pays. A cet égard, Pochet (2001) distingue les tribunaux ordinaires des tribunaux spécialisés. La première solution a notamment été adoptée par les législations britannique, japonaise et allemande, même si les tribunaux civils compétents en matière de faillite y sont organisés en chambres spécialisées. Cette spécialisation s'effectue en Allemagne à un niveau régional,

⁷⁴ D'un point de vue terminologique, les différences d'organisation et de statuts juridictionnels en matière de faillite sont telles entre les pays que nous parlerons de manière générique de « tribunaux de faillite » par la suite.

dans la mesure où un seul tribunal cantonal (*Amstgericht*) par *Land* est reconnu compétent en matière de faillite. Le but du législateur était de doter ce tribunal unique de moyens financiers conséquents et de compétences élargies (Trockels, 1999). Ce fonctionnement est similaire au Japon, si ce n'est qu'il n'existe pas de tribunal unique par région ; les tribunaux de grande instance sont, pour chaque district, organisés en chambres spécialisées (*Chihosaibansho*). Au Royaume-Uni, les difficultés financières des entreprises sont traitées par une juridiction unique (*Chancery Division* de la *High Court of Justice*) et plus particulièrement, en son sein, par la « *Companies Court* ».

La seconde solution a été choisie par notamment la France et les Etats-Unis, pour des motifs toutefois différents. La législation française estime ainsi que la spécialisation des juges en pratique commerciale est garante de leurs légitimité et efficacité. Pour cette raison, l'administration des procédures collectives est en France du ressort des tribunaux de commerce. Dans la mesure où la compétence de ceux-ci s'étend à l'ensemble du contentieux commercial, la spécialisation des tribunaux de faillite est dès lors en France moins marquée qu'aux Etats-Unis, où le tribunal n'a pour seule vocation que de résoudre les litiges relatifs à l'insolvabilité des entreprises (*Bankruptcy Court*). Par ailleurs, alors que la France considère les faillites comme des affaires de proximité, la législation américaine prévoit à l'inverse dans l'article 1^{er} de sa Constitution que ces questions doivent être traitées dans un cadre fédéral. Cela témoigne d'une volonté du système américain d'homogénéiser le droit des procédures collectives, mais surtout de le soustraire à l'influence des enjeux locaux.

De fait, l'important n'est pas tant de savoir si les procédures collectives doivent être menées dans un cadre régional ou central, au sein d'une juridiction spécialisée ou ordinaire, mais de s'intéresser au statut des juges, à savoir à leur indépendance (Pochet, 2001). Ainsi, une non-professionnalisation des juges comme c'est le cas en France est susceptible d'entraîner des biais, d'autant qu'ils se voient attribuer des pouvoirs très étendus. Les juges de faillite français sont en effet des commerçants élus par leurs pairs, en vertu du « dogme de la spécificité de l'activité commerciale » (Montebourg, 1998), selon lequel la compétence du juge commercial est fondée sur sa connaissance intime du monde des affaires. Ce statut est pour autant de plus en plus contesté, au vu de l'exigence d'indépendance de la justice, mais également de la professionnalisation que nécessite la complexification du droit commercial. A l'inverse, les législations britannique, américaine et japonaise consacrent l'indépendance et la

professionnalisation des juges. L’Allemagne offre quant à elle un exemple intermédiaire de pays dans lequel l’autorité judiciaire est exercée à la fois par des juges consulaires nommés sur proposition des chambres d’industrie et de commerce et par des magistrats professionnels.⁷⁵

S’intéresser à l’indépendance des juges et leurs biais de perception implique par ailleurs d’adopter une approche comportementale du droit. Dans cette perspective, les juges sont considérés comme adoptant des comportements avant tout humains. A ce titre, leurs décisions sont susceptibles d’être tout autant irrationnelles que celles des autres individus (Sunstein et al., 2002). Selon Sharfman (2005), les analystes comportementaux partent du principe que les décideurs légaux accordent davantage d’importance aux pertes qu’aux gains de même montant. Ce biais comportemental des juridictions, connu sous le nom d’« aversion aux pertes⁷⁶ » est analogue aux biais observés chez les individus. Selon cette théorie, les juges et jurys auraient tendance à sous-évaluer les droits légaux des plaignants (en l’occurrence les créanciers) et à surestimer ceux des débiteurs, ce qui expliquerait l’irrationalité ou l’inconsistance de certaines décisions de justice. Sharfman (2005) indique que les juges adoptent des comportements « pro-débiteurs », contredisant une étude empirique menée récemment aux Etats-Unis (Morrison, 2007). Morrison (2007) avait certes, lui aussi, mis en lumière un décalage entre la loi et la manière dont elle était appliquée, mais non dans le sens de la croyance selon laquelle les juges opérant dans le cadre du chapitre 11 seraient pro-débiteurs. A l’inverse, il note que, bien que le code de faillite américain soit orienté vers le débiteur, les juges ne permettent que rarement à de petites entreprises en détresse financière de continuer leurs opérations et tendent, à raison, à prononcer leur liquidation lorsque celle-ci est optimale.

3. Une vente aux enchères

Une troisième voie de résolution des difficultés financières consiste à faire appel non pas à un juge mais au marché. Selon Thorburn (2000), plusieurs pays européens (parmi lesquels la France, le Royaume-Uni, l’Allemagne, la Norvège, la Finlande et la Suède) ont modifié leur législation en matière de défaillance en faveur d’un système davantage orienté

⁷⁵ Ce système est appliqué en Alsace-Moselle.

⁷⁶ Pour plus d’informations à ce sujet, voir A. Tversky et D. Kahneman (1991).

vers le débiteur, à l'instar du droit américain. Ces changements ont cependant été opérés en dépit de l'absence d'un questionnement empirique sur l'efficacité d'une procédure orchestrée non pas par le tribunal mais par le marché, à savoir une vente aux enchères publique. Or, celle-ci constitue le mécanisme le plus à même de déterminer la valeur la plus appropriée (ou élevée) de la firme (Bebchuk, 1988)⁷⁷. Si les marchés sont efficents, cette procédure devrait être efficace *ex post*. En outre, le fait que tous les actifs de l'entreprise soient convertis en espèces⁷⁸ constitue un frein aux éventuels « marchandages » des créanciers, ceux-ci se voyant distribuer ces espèces en fonction de l'ordre absolu des priorités (Hart, 2000). Pour autant, il n'existe dans la littérature aucun consensus quant aux vertus de cette règle.

La Suède en est un exemple intéressant, dans la mesure où elle prévoit une procédure organisée selon un tel procédé⁷⁹. Une vente aux enchères conduit, dépendamment de l'offre la plus élevée, soit à la continuation de l'entreprise, soit à la liquidation fragmentée de ses actifs. Si un administrateur indépendant est certes nommé par le tribunal, il ne se voit conférer qu'un rôle d'arbitre. La direction et les actionnaires sont quant à eux déchus de leur pouvoir de contrôle, tandis que les créanciers sont soumis au respect de l'ordre de priorité, ainsi qu'à la règle « *automatic stay* » afin d'éviter un démantèlement des actifs avant que la vente n'ait lieu. Les salariés sont quant à eux protégés par l'existence d'un salaire garanti par le gouvernement. A l'instar de la procédure collective américaine, il existe en outre en Suède des ventes aux enchères « *prepackaged* ». Le principe est le même qu'aux Etats-Unis, à savoir qu'un acheteur a été trouvé préalablement à la procédure et que les droits sur les actifs de l'entreprise lui ont été transférés en échange d'espèces. Néanmoins, le déclenchement d'une procédure collective est nécessaire pour deux raisons. D'une part, le montant payé par l'acheteur est moindre que celui des dettes de l'entreprise. D'autre part, l'entérinement de l'accord « *prepack* » est conditionné à l'aval de l'administrateur judiciaire, ainsi qu'à celui des créanciers dont le collatéral est inclus dans la vente.

⁷⁷ Selon Easterbrook et Fischel (1982), les coûts associés aux erreurs d'évaluation sont cependant plus élevés dans le cadre d'une vente aux enchères que d'une procédure mise en œuvre par le tribunal.

⁷⁸ Il existe également des ventes aux enchères « *non cash* », dans le cadre desquelles des titres sont substitués aux espèces. Nous développons ici les enchères « *cash* ».

⁷⁹ Il existe toutefois une alternative à ce mécanisme de marché, qui prévoit une supervision de la procédure par un tribunal. Un débiteur peut ainsi déclencher une « procédure d'accord » (*ackord*) par laquelle les contrats de dettes chirographaires sont renégociés dans un cadre légal. Cependant, ce mécanisme n'est utilisé qu'exceptionnellement, principalement parce qu'il ne protège pas l'entreprise des actions éventuelles de ses créanciers privilégiés (Eckbo et Thorburn, 2000).

Une telle situation a été notamment étudiée par Thorburn (2000) qui, à partir d'un échantillon de 263 petites entreprises suédoises ayant fait faillite entre 1988 et 1991, compare une procédure classique de réorganisation –le chapitre 11 américain- aux enchères suédoises afin de mettre en avant les mérites de ces dernières. Notons que l'auteur ne met pas uniquement en balance ces deux modes de résolution des difficultés dans leur version « traditionnelle », mais également dans leur version « *prepackaged* ».

L'auteur compare l'efficacité de ces deux modes de résolution des difficultés à l'aune de plusieurs critères.

Premièrement, elle s'interroge sur l'impact des retards de déclenchement par le débiteur dans les deux pays. Une procédure collective étant d'autant plus efficace qu'elle commence tôt, son initiation tardive a pour conséquence d'aggraver l'insuffisance d'actifs et dès lors d'affecter une valeur de l'entreprise déjà dégradée. Comme nous l'avons vu plus haut, l'existence d'asymétries d'informations entre les débiteurs et les créanciers fait en effet que ces derniers ne prennent pas immédiatement conscience des premières difficultés. Ces asymétries peuvent ainsi compromettre la survie de l'entreprise, les dirigeants pouvant être tentés de fournir des informations erronées sur la valeur de l'entreprise afin de retarder le moment de la cessation des paiements. Thorburn (2000) suggère que la procédure pro-débitrice du chapitre 11 est moins susceptible d'être retardée que les ventes aux enchères suédoises, le dirigeant n'étant pas écarté de la gestion de l'entreprise après le défaut. Du reste, si le créancier peut en Suède lui aussi déclencher la procédure, elle constate cependant que ce n'est le cas que pour 10% des entreprises défaillantes. Strömberg (2000) souligne d'ailleurs qu'un tel régime pro-créancier peut mener à des liquidations sous-optimales. Cependant, Thorburn (2000) ne relève pas de différence notable entre les taux de survie⁸⁰ suédois et ceux des firmes du chapitre 11 relevés par certains travaux (White, 1984 ; Flynn, 1989 ; LoPucki et Whitford, 1993). Elle justifie ce résultat par d'une part la similarité des conditions économiques et financières⁸¹ des firmes lors de leur entrée en défaillance. D'autre part, elle suggère que les dirigeants ont intérêt à initier à temps la procédure, ce afin d'augmenter leur chance de détenir le contrôle de l'entreprise à l'issue de la procédure collective.

⁸⁰ Dans les deux pays, ils se situent autour de 75%.

⁸¹ Ces conditions sont estimées à l'aide d'indicateurs tels que la part de l'endettement (dettes/actifs), la valeur comptable des actifs, le nombre d'employés, le ratio de liquidité générale (actif court terme/passif court terme). Toutefois, les firmes de l'échantillon américain sont plus grandes que celles de l'échantillon suédois.

Les résultats de Thorburn (2000) appellent à notre sens plusieurs critiques. Tout d'abord, elle estime que le redressement d'une firme est conditionné au moment du déclenchement de la procédure. Or, ceci ne vaut que toutes choses égales par ailleurs. Du reste, la période considérée diffère selon les auteurs (de 1979 à 1989 pour Flynn, 1989 par exemple), de même que la taille des entreprises des échantillons (elle est beaucoup plus importante pour les firmes des échantillons américains). De plus, l'auteur ne mentionne pas la méthode utilisée afin de qualifier une entreprise de survivante ; il semble en effet qu'elle ne tienne pas compte des firmes redressées qui redeviennent défaillantes par la suite. Or, c'est le cas d'un grand nombre d'entre elles (Hotchkiss, 1995). Enfin, ne s'intéresser aux Etats-Unis qu'au chapitre 11 peut entraîner un biais lié au fait que certaines firmes sont directement liquidées dans le cadre du chapitre 7.

Un deuxième critère retenu par Thorburn (2000) est le coût des deux procédures, aussi bien direct qu'indirect. Concernant les coûts directs, elle relève des frais de procédure plus élevés aux Etats-Unis qu'en Suède. Ce résultat est confirmé lorsque l'on s'intéresse aux « *prepacks* » de chacune de ces deux procédures. Si l'auteur note toutefois que les coûts directs de la procédure suédoise ne comprennent pas ceux occasionnés avant la cessation des paiements, il n'en reste pas moins que celle-ci n'est pas plus onéreuse qu'une procédure classique de réorganisation. Elle souligne d'ailleurs le faible coût des « *prepacks* », quelle que soit la nature de la procédure. Néanmoins, les entreprises de l'échantillon suédois étant plus petites que celles de l'échantillon américain, il n'est pas surprenant de constater que les procédures collectives suédoises sont moins coûteuses, notamment car certaines dépenses administratives sont proportionnelles à la taille de l'entreprise.

Les coûts indirects sont mesurés à partir de la durée de la procédure. L'auteur suggère qu'ils sont d'autant plus élevés, en termes de réputation et de coûts d'opportunité résultant du fait que le dirigeant se consacre à la réorganisation de sa société, que la procédure est longue. Elle relève une durée plus élevée chez les firmes du chapitre 11 que chez celles soumises à une vente aux enchères traditionnelle, même dans le cadre d'un chapitre 11 « *prepackaged* », qui pourtant présente l'avantage d'accélérer la réorganisation. Cependant, utiliser la durée de la procédure comme « *proxy* » des coûts indirects est à notre sens discutable. D'une part, elle a également un impact sur les coûts directs de la procédure ; toutes choses égales par ailleurs, plus elle est importante, plus les rémunérations des professionnels sont conséquentes. D'autre

part, les coûts indirects ne dépendent pas uniquement de la durée de la procédure. En effet, comme nous l'avons évoqué précédemment, ils peuvent apparaître en amont de la cessation des paiements, lorsque l'entreprise et/ou ses partenaires (clients, fournisseurs, créanciers, salariés) anticipent la défaillance.

Enfin, Thorburn (2000) estime l'efficacité des deux modes de résolution des difficultés au regard d'un troisième critère, à savoir les montants recouvrés par les créanciers, ceux-ci étant différenciés selon leur classe. Elle distingue dans un premier temps ceux perçus dans le cadre d'une continuation de ceux recouvrés en cas de liquidation fragmentée. Sans surprise, les premiers sont supérieurs aux seconds. Dans un second temps, elle constate pour l'échantillon américain que les « *prepacks* » génèrent des recouvrements plus élevés que la réorganisation classique du chapitre 11, tandis qu'elle ne relève pas de différence notable entre les enchères traditionnelles et « *prepackaged* » en la matière. Enfin, elle obtient des recouvrements similaires à ceux de Franks et Torous (1994) dans le cadre du chapitre 11.

Si Thorburn (2000) a démontré que les ventes aux enchères étaient plus rapides, moins coûteuses et tout aussi efficaces en termes de recouvrements que la réorganisation américaine, elle s'est néanmoins vu reprocher par certains auteurs (Aghion, Hart et Moore, 1992 ; Shleifer et Vishny, 1992) l'omission d'inefficacités dues à l'illiquidité du marché et à l'importance des coûts de transaction. Strömberg (2000) compare ainsi lui aussi l'efficacité du mécanisme de vente aux enchères et de la procédure classique de réorganisation, selon d'autres critères toutefois. Pour ce faire, il développe dans un premier temps un modèle théorique de vente aux enchères dans lequel il estime le degré de liquidité du marché ainsi que l'importance des éventuels conflits d'intérêt entre les divers ayants droit. Dans ce modèle, les issues de la procédure sont distinguées non plus selon la poursuite ou non de l'activité, mais selon que les actifs sont vendus ou non à un tiers. Dit différemment, l'entreprise peut soit être rachetée par son ancien dirigeant⁸², soit être vendue. Dans le deuxième cas, elle est soit, dans l'optique d'une continuation de l'activité, cédée dans sa totalité, soit sous la forme d'une liquidation fragmentée de ses actifs. Dans un second temps, l'auteur applique son modèle en s'appuyant sur une base de 205 petites et moyennes entreprises suédoises.

⁸² Une des hypothèses du modèle est que le dirigeant possède la totalité du capital de l'entreprise, ce qui est d'ailleurs d'autant plus plausible que celle-ci est de petite taille.

Ses résultats empiriques vont dans le sens des prédictions de son modèle. Tout d'abord, il constate qu'il est fréquent que l'entreprise défaillante soit reprise par son ancien propriétaire. La probabilité qu'elle lui soit revendue dépend positivement et significativement de la qualité de celui-ci, mesurée par notamment les performances économiques de la firme avant l'apparition des premières difficultés. En revanche, cette probabilité dépend négativement de variables mesurant la liquidité du marché, telles que la performance financière du secteur ou encore la non spécificité des actifs. Dans ce cas en effet, la vente des actifs de l'entreprise à des tiers est certainement une alternative préférable. Lorsque l'entreprise est reprise par son ancien dirigeant, l'auteur admet cependant qu'il peut exister, à l'instar du chapitre 11, des déviations de priorité. La valeur de rachat de l'entreprise étant dans ce cas généralement moindre que sa valeur de continuation, les créanciers privilégiés pourront bénéficier du surplus, lequel aurait normalement dû revenir aux créanciers juniors. Par ailleurs, il montre que les ventes aux enchères sont exemptes de conflits d'intérêt entre les divers ayants droit. Aussi le mode de résolution des difficultés le plus à même de coordonner les différentes parties serait-il une vente aux enchères, suivie par une procédure orchestrée par un tribunal, un vote des créanciers étant le moins apte à homogénéiser les intérêts de ces derniers.

4. Le pouvoir de décision des actionnaires

D'autres modes de résolution des difficultés, proposés par Bebchuk (1988, 2000), préconisent de conférer aux actionnaires le pouvoir de décision. Dans la mesure où ces solutions ne sont appliquées dans aucun pays, elles ne sont présentées que dans un cadre théorique. En 1988, l'auteur suggère de placer l'avenir de la firme entre les mains de nouveaux actionnaires. Cette solution est selon lui bénéfique en termes d'efficacité *ex post*, dans la mesure où les actionnaires ont de fortes incitations à voter une continuation. Ce mécanisme permettrait également de protéger l'emploi des salariés, ce qui permettrait par la même occasion d'atteindre une efficacité *ex post* non seulement « financière » mais également « sociale »⁸³.

L'octroi du pouvoir de décision aux actionnaires peut s'effectuer dans le cadre d'une procédure d'options d'achat. Bebchuk (1988, revisité en 2000) propose ainsi une approche

⁸³ Nous reviendrons plus précisément sur les définitions d'efficacités financière et sociale dans le chapitre 2.

selon laquelle les différentes parties d'une réorganisation se voient attribuer des options sur titres en fonction de leur rang de priorité. Il suppose qu'il existe trois types de participants au recouvrement des créances : les créanciers séniors, les créanciers juniors et les actionnaires actuels. En principe, la classe prioritaire (les créanciers séniors) reçoit initialement 100% des actions de l'entreprise. Cependant, la classe dont le rang se situe juste après (les créanciers juniors) a la possibilité de racheter ces actions aux créanciers prioritaires pour un montant équivalent aux créances de ces derniers. Les suivants dans l'ordre de priorité, à savoir les actionnaires, ont à leur tour le droit d'exercer une option d'achat sur les titres des créanciers séniors et juniors en échange d'une somme correspondant au montant des créances de ceux-ci. Ces options d'achat sont distribuées aux créanciers juniors et aux actionnaires au *prorata* de leur part dans le total des dettes ou actions de l'entreprise⁸⁴. Ceux-ci ayant la liberté d'exercer ou non leur option, cette procédure présente l'avantage d'être équitable, dans la mesure où aucune partie ne peut s'estimer avoir été lésée dans le partage de la valeur.

Tant que la procédure d'insolvabilité est en cours, aucune prise de décision ne peut être efficace, le(s) détenteur(s) des actifs de l'entreprise n'ayant pas encore été identifié(s). Ce n'est qu'une fois les options attribuées et exercées et un nouveau corps d'actionnaires déterminé que la procédure prend fin. Les actifs appartenant désormais à une entité non plus défaillante mais « normale », leur allocation n'est dès lors plus tributaire des distorsions induites par l'état d'insolvabilité de l'entreprise. Les nouveaux actionnaires, conjointement avec le nouveau conseil d'administration, décident alors de l'issue à adopter, généralement une continuation. Aghion, Hart et Moore ont en 1992 suggéré de compléter l'approche de Bebchuk (1988) en introduisant la possibilité de soumettre aux actionnaires des offres « *cash* » ou « *non cash* », les dernières pouvant tout à fait constituer des offres de gérer l'entreprise sans pour autant déchoir les actionnaires de leurs parts. Les actionnaires sélectionneraient ensuite l'offre la plus en conformité avec leurs objectifs. Pour autant, l'apport d'Aghion, Hart et Moore (1992) ne fait que confirmer ce que Bebchuk avait énoncé en 1988, à savoir que le vote des actionnaires examine plusieurs alternatives. En effet, il est probable que ce choix soit déjà en partie effectué avant le choix des administrateurs, ceux-ci

⁸⁴ Le mécanisme des options est quelque peu différent concernant les créances munies de sûretés. La partie munie de sûretés de ces créances se voit, au même titre que les créances séniors, attribuer le rang le plus élevé, tandis que la part restante est assimilée à une créance junior. Aussi la procédure préconise-t-elle d'évaluer la valeur de ces sûretés avant d'attribuer les options d'achat à leurs détenteurs.

étant sélectionnés certes en fonction de leurs qualifications mais également des plans qu'ils proposent (Bebchuk, 2000).

Selon l'auteur, une procédure d'options permettrait d'améliorer l'efficacité *ex post*, dans la mesure où elle serait plus rapide qu'une procédure de réorganisation et conduirait à une prise de décision efficace. Néanmoins, nous émettons une réserve par rapport à ces conclusions. Si les options constituent à notre sens un mécanisme équitable, elles ne nous semblent en revanche pas répondre aux critères d'efficacité évoqués *supra*. Tout d'abord, elles ne fournissent aucune réponse au problème de la coordination des créanciers. Certes, il est possible que le respect de l'ordre de priorité, en rendant la procédure d'autant plus prévisible, puisse exercer un impact positif sur la valeur de l'entreprise. Pour autant, cet ordre ne solutionne pas les divergences d'intérêt des parties. En effet, défini en amont de la cessation des paiements, il ne permet pas, lorsque l'entreprise est entrée en défaillance, de concilier ces intérêts. Toutefois, comme nous l'avons vu précédemment, il n'existe en définitive pas de consensus dans la littérature quant à la nécessité de faire de la coordination des créanciers un critère d'efficacité des procédures collectives. Dans cette perspective, l'incapacité des procédures d'options à coordonner des intérêts divergents ne représente dès lors pas en problème en soi. Cependant, améliorer l'efficacité *ex post* de la procédure implique d'identifier les intérêts les plus à même de maximiser la valeur de la firme et de les privilégier. S'intéresser à ces intérêts conduit, comme nous l'avons vu, à s'interroger sur la pertinence de respecter les règles de priorité. A cet égard, les procédures d'options sont atypiques. D'une part, elles prévoient le respect des ordres de priorité, ce qui devrait *a priori* pénaliser les actionnaires. D'autre part, en attribuant des options d'achat aux classes de rang inférieur, elles bouleversent d'une certaine manière l'ordre établi en octroyant les pouvoirs de décision aux actionnaires. Or, cette « préférence » a un impact sur l'optimalité de l'issue choisie, les actionnaires étant en faveur d'une continuation de l'entreprise. Par conséquent, une telle procédure risquera de commettre des erreurs de type 1. En d'autres termes, elle commettra des erreurs d'évaluation des performances de l'entreprise, ce qui va à l'encontre de l'efficacité *ex post*.

En définitive, l'efficacité *ex post* des procédures collectives sera atteinte à partir du moment où les intérêts des parties prenantes seront identifiés et coordonnés et où le traitement des difficultés aboutira à une issue optimale. Dès lors, peu importe le cadre dans lequel ces

difficultés sont résolues, pour autant qu'il réponde aux critères susmentionnés. Si les travaux tant empiriques que théoriques sont relativement consensuels quant aux objectifs et critères d'efficacité des procédures de défaillance, ils ne s'accordent pas sur la définition d'une procédure optimale. Aussi Hart (2000) suggère-t-il que chaque pays mette à la disposition des entreprises différentes alternatives. Il est toutefois possible d'affirmer que quel que soit le mode de résolution adopté, celui-ci sera d'autant plus efficace qu'il s'adapte à son environnement, notamment en termes de traditions culturelles et juridiques. En retour, on imagine aisément que ces modes de résolution du défaut auront un impact sur les stratégies prenant place avant tout éventuel défaut.

II. L'efficacité *ex ante* : instaurer des mécanismes d'incitation

L'efficacité *ex ante* consiste à inciter les acteurs d'une économie de marché (principalement les chefs d'entreprises, les actionnaires, mais également les banques dans leur décision d'octroi de crédits) à prendre les bonnes décisions afin d'éviter les situations d'illiquidité à court terme et d'insolvabilité à moyen ou long terme. Aussi les moyens dont se dotent les procédures collectives doivent-ils être équilibrés afin de ne pas apparaître trop pénalisants et de nature à décourager toute prise de risque inhérente à la stratégie d'entreprenariat et au bon fonctionnement de l'économie de marché. Il s'agit dès lors de doter les procédures de faillite de mécanismes d'incitation afin d'encourager les acteurs économiques à prendre des décisions saines. Lorsque l'on s'intéresse à l'efficacité des procédures de faillite, la maximisation de la valeur de l'entreprise ne constitue pas le seul objectif. En effet, si cette valeur doit être la plus élevée possible, son partage doit également être optimal (Bebchuk, 2000). Or, cette répartition entraîne des conséquences sur la gestion de l'entreprise en amont de la cessation des paiements. Ainsi, il est possible d'affirmer que si plusieurs moyens permettent d'atteindre l'efficacité *ex post*, ce sera celui qui est le plus efficace *ex ante* qui devra être retenu. Le droit des procédures collectives doit dès lors s'adresser non seulement aux entreprises défaillantes, mais également à celles en bonne santé, afin que leurs dirigeants adoptent des comportements sains dès leur création.

A. L'impact *ex ante* de l'ordre de priorité

Le lien entre efficacité des procédures collectives et ordre de priorité a été largement visité par la littérature. La littérature de l'efficacité *ex ante*, essentiellement théorique, s'est principalement focalisée sur une règle des procédures collectives, le respect de l'ordre de priorité. Dans une perspective d'efficacité *ex post*, déterminer les intérêts à privilégier conduit à s'interroger sur la pertinence de respecter l'*APR*, ou au contraire de la bouleverser. Dans une perspective *ex ante*, le respect de l'*APR* (ou au contraire ses déviations) aura un impact sur les décisions prises par les différentes parties, ce avant même qu'elles ne sachent si l'entreprise fera défaut.

1. Les bénéfices du respect de l'ordre de priorité

S'il n'existe pas de consensus dans la littérature quant aux vertus du respect de l'*APR*, les travaux qui s'y sont consacrés ont dans un premier temps souligné son impact positif sur l'efficacité *ex ante*. Il est en effet souhaitable que dans l'éventualité d'une défaillance, les parties finançant l'entreprise puissent intégrer, en amont de la procédure, le respect de l'ordre de priorité dans leurs décisions. Cornelli et Felli (1997) retiennent ainsi deux mécanismes d'incitations permis par le respect de l'*APR*. D'une part, il s'agit de protéger les intérêts des créanciers afin de rendre le crédit accessible et bon marché. D'autre part, cette règle doit encourager le dirigeant à mettre en place des stratégies saines afin que l'activité de l'entreprise se poursuive, par exemple en le dissuadant de prendre des risques excessifs. Ces deux incitations vont de pair, dans la mesure où bien souvent, le dirigeant adopte un comportement d'autant plus sain qu'il sait que les créanciers sont protégés.

a. La protection des intérêts des créanciers

Selon Cornelli et Felli (1997), le respect de l'*APR* est nécessaire afin de protéger les intérêts des créanciers. Toutefois, outre le respect de la séiorité des créances, la protection des créanciers est selon eux permise par une seconde règle, celle de la maximisation de leurs

recouvrements dans le cadre d'une réorganisation⁸⁵ (*revenue efficiency*). Ils constatent qu'aucune des procédures existantes ne permet ce type d'efficacité. Selon les auteurs, celle-ci implique la définition de droits de propriété des créanciers sur la firme insolvable. Or, ces droits ne sont fixés par aucun mode de résolution des difficultés⁸⁶. Par exemple, si le mécanisme des ventes aux enchères est à même d'augmenter la valeur de l'entreprise, on ne peut en dire autant du recouvrement des créanciers. Cette inefficacité de la procédure de faillite en place peut ainsi conduire à un rationnement du crédit et par conséquent au non financement de projets à VAN pourtant positive.

Dans le même esprit, Bebchuk (2000) soutient que si les procédures d'options, en conférant le pouvoir de décision aux actionnaires, sont efficaces *ex post*, elles contribuent également, *ex ante*, au financement des projets de l'entreprise. En effet, l'auteur montre que le respect de l'APR qu'elles prévoient permet de contenter les différents bailleurs de fonds ; il est ainsi désirable qu'en cas de défaillance, la valeur de l'entreprise soit partagée entre les différentes parties en fonction de l'ordre de priorité défini avant l'apparition des premières difficultés. L'auteur justifie le fait que tous les participants retirent un avantage de la procédure de la manière suivante. Il examine tout d'abord le cas du créancier senior⁸⁷. Soit ses actions sont rachetées par le créancier junior, soit elles sont conservées. Il bénéficie dès lors de la procédure dans les deux cas ; soit il recouvre la totalité du montant de ses créances, soit il devient propriétaire de 100% des actions de l'entreprise. Le créancier junior et les actionnaires tirent eux aussi profit dans tous les cas du mécanisme d'options. Par exemple, si le créancier junior possède 10% des dettes de l'entreprise, il a la possibilité d'acheter au créancier senior 10% de ses actions pour un montant correspondant à 10% des créances seniors. S'il n'exerce pas son option d'achat, il ne peut dès lors pas prétendre que les actions de l'entreprise valent davantage que le montant des créances seniors et que le créancier senior est privilégié par la procédure. Un raisonnement similaire peut être établi concernant les actionnaires.

⁸⁵ Une des hypothèses de leur modèle est que la valeur de l'entreprise n'est pas, dans le cadre d'un redressement, définie uniformément. En effet, il existe autant de valeurs que de plans de redressement proposés, ceux-ci dépendant des intérêts de leur auteur.

⁸⁶ Les auteurs reconnaissent toutefois que les procédures d'options suggérées par Bebchuk (1988) et Aghion, Hart et Moore (1992), en identifiant les nouveaux propriétaires de la firme avant que le sort de l'entreprise ne soit décidé, constituent une exception. Cependant, ces propositions n'ont été appliquées dans aucun pays.

⁸⁷ Il n'existe dans ce modèle qu'un créancier par classe.

A contrario, Cornelli et Felli (1997) modélisent l'impact d'une procédure telle que le chapitre 11 sur les déviations de priorités afin de montrer que celles-ci conduisent à des inefficacités *ex ante*. En effet, la législation américaine prévoit un rôle actif des créanciers juniors dans la procédure de réorganisation (Franks et Torous, 1989, 1994)⁸⁸. A l'inverse, ils relèvent peu de bouleversements de priorités dans le cadre de la procédure de *Receivership* britannique, celle-ci conférant la totalité du pouvoir de négociation aux créanciers séniors. Dans la mesure où les actifs ne sont que redéployés entre les classes, les deux procédures sont efficaces *ex post*. En revanche, ce partage de la valeur influence les incitations des différentes parties prenantes. En particulier, les auteurs s'intéressent aux incitations des créanciers à exercer un contrôle plus ou moins étendu sur les actions de la direction. Aux Etats-Unis, la procédure de réorganisation peut être vue comme un jeu dans lequel chaque créancier⁸⁹ a la possibilité de proposer un plan de redressement, l'adoption de celui-ci étant conditionnée à l'approbation des créanciers et actionnaires. Si l'on applique le théorème de Coase (1960), ce type de négociations conduit à opter pour le plan qui maximise la valeur de l'entreprise. Cependant, Cornelli et Felli (1997) notent que ce n'est le cas que si aucune restriction quant à la stratégie des joueurs n'est imposée. Or, l'*APR* pouvant être interprétée comme une de ces restrictions, la recherche de l'efficacité *ex post* peut mener à sa violation. Les auteurs considèrent une situation dans laquelle la valeur maximale de l'entreprise est inférieure au montant des créances séniors. Dans ce cas, les créanciers juniors ne perçoivent rien de cette valeur, ce qui implique que toutes les propositions de redressement émanent des créanciers séniors, sans quoi la rémunération des juniors serait positive. En pratique néanmoins, toutes les classes de créanciers émettent une offre, ce qui mène à une violation de l'*APR*.

Une fois les raisons d'une violation de l'*APR* identifiées, les auteurs s'interrogent sur la mesure dans laquelle celle-ci peut influencer le degré de surveillance des créanciers. Dans un premier temps, ils modélisent une situation dans laquelle l'*APR* n'est pas bouleversée. Dans le cas où le projet du dirigeant échoue, les créanciers juniors n'ont que peu de chances de récupérer leur mise. Par conséquent, ils réduisent leur surveillance, les coûts⁹⁰ qu'ils supportent étant supérieurs à leur espérance de gains. Le contrôle sera dès lors exercé par les créanciers séniors uniquement. Dans un second temps, ils examinent le cas où l'*APR* est violée et où les créanciers juniors perçoivent une partie de la valeur de l'entreprise, celle-ci

⁸⁸ L'*APR* est néanmoins respectée dans le cadre du chapitre 7.

⁸⁹ Il n'existe dans ce modèle qu'un créancier par classe, à l'instar de celui de Bebchuk (1988).

⁹⁰ On suppose que les créanciers séniors et juniors utilisent des techniques similaires en matière de coût.

dépendant de la présence d'une surveillance. Du point de vue du créancier senior, la rentabilité espérée de sa surveillance étant désormais moindre, il sera moins incité à exercer son pouvoir de contrôle. En effet, il sait d'une part que son statut privilégié n'est en cas de défaillance plus garanti. D'autre part, il espère que les créanciers juniors se livreront à une surveillance du moins en partie. De leur côté, ces derniers s'en remettent aux créanciers seniors, dans la mesure où même en présence d'une déviation de l'ordre de priorité, ceux-ci continuent de bénéficier de l'accroissement de la valeur de l'entreprise. Au final, ces comportements de passagers clandestins risquent d'aboutir à une situation sous-optimale, dans laquelle les décisions prises par l'entreprise ne seront plus contrôlées. Dans ces circonstances, la probabilité d'une défaillance risque d'augmenter.

b. Les incitations positives pour les dirigeants

Si la protection des intérêts des créanciers est essentielle afin d'assurer l'efficacité *ex ante* (Recasens, 2003⁹¹), c'est parce qu'elle incite les propriétaires à adopter des comportements sains, ce qui permet de diminuer l'aléa moral⁹². Bebchuk (2002) souligne ainsi que même lorsque l'*APR* est respectée, les décisions d'investissement, de financement et de distribution des dividendes ne sont pas exemptes d'inefficacités. Aussi un bouleversement des rangs de priorité risque-t-il de porter atteinte à l'efficacité *ex ante*, déjà mise à mal par des comportements d'aléa moral. En effet, ces déviations aggravent les biais des décisions des actionnaires-dirigeants en faveur d'investissements risqués (Jensen et Meckling, 1976 ; Green, 1984). Dans la mesure où les actionnaires bénéficient de la rentabilité d'un projet et que ce sont les actionnaires qui en supportent les coûts en cas d'échec, ils peuvent être tentés d'investir dans des projets à VAN négative. Or, Bebchuk (2002) montre que ces distorsions s'intensifient lorsque l'ordre de priorité est modifié. En effet, en augmentant les rétributions des actionnaires en cas de défaillance, les déviations de l'*APR* impliquent un « empiètement » des actionnaires sur les recouvrements des créanciers, ce qui accroît le coût pour ces derniers. Afin de compenser ce risque, les créanciers peuvent soit rationner le crédit, soit augmenter le

⁹¹ L'auteur oppose les régimes qui protègent les intérêts des créanciers, efficaces *ex post*, à ceux plus favorables au débiteur, efficaces d'un point de vue social (même si l'on peut considérer cette dernière d'un point de vue *ex post* –voir chapitre 2).

⁹² L'aléa moral concerne ici non pas les relations de type principal-agent entre dirigeants et actionnaires, mais celles entre les créanciers et les actionnaires-dirigeants. Dans les travaux modélisant l'efficacité *ex ante*, le dirigeant est en effet également actionnaire de l'entreprise, de sorte que les termes « actionnaire » et « dirigeant » y sont substituables.

taux d'intérêt. Cette augmentation du taux d'intérêt encourage à son tour des comportements d'antisélection, seuls les mauvais projets étant entrepris.

Par ailleurs, l'auteur constate d'autres conséquences négatives des violations de l'*APR*. En particulier, une procédure telle que celle du chapitre 11 conduit à une dilution des actifs et des créances (Smith et Warner, 1979). La première a trait à la distribution du bénéfice aux actionnaires. Ceux-ci peuvent être incités à s'approprier une part excessive de la valeur de l'entreprise sous la forme de salaires ou de dividendes. La seconde qualifie les incitations des créanciers à contracter un montant excessif de nouvelles dettes, compte tenu du niveau de celles existantes. De la même manière qu'il aggrave l'aléa moral, le chapitre 11 accentue ces deux problèmes selon un raisonnement analogue. Même lorsque l'*APR* est respectée, le fait que les coûts associés à la défaillance soient supportés par les créanciers invite les actionnaires-dirigeants à substituer les actifs de l'entreprise à leur profit ou à diluer ses dettes. Ce phénomène s'accentue lorsque l'*APR* est bouleversée au profit des actionnaires, lesquels peuvent prétendre à une part plus importante de la valeur de l'entreprise.

Récemment, il a quoiqu'il en soit été constaté que les déviations de l'ordre de priorité ont aux Etats-Unis diminué (Weiss et Capkun, 2005) par rapport à celles relevées dans les années 1980 et 1990 (Franks et Torous, 1989 ; Eberhart, Moore et Roenfeldt, 1990 ; Weiss, 1990 ; Betker, 1995). Weiss et Capkun (2005) expliquent cette tendance par une modification des pratiques des tribunaux en faveur d'un renforcement des droits des créanciers privilégiés. S'il conçoit que les violations de l'*APR* peuvent dans certains cas exercer une influence bénéfique sur les comportements *ex ante*, Bebchuk (2002) souligne qu'en définitive, l'effet qui l'emporte est indéterminé, de sorte que la littérature vantant les vertus de ces violations n'ébranle en rien sa théorie.

2. Les vertus d'une déviation de l'ordre de priorité

Les violations de l'*APR* étant aujourd'hui largement anticipées, elles peuvent être intégrées dans des contrats de dette spéciaux qui compensent les préjudices subis par les créanciers. Cette proposition corrobore par conséquent l'idée qu'elles donnent lieu à des incitations sous-optimales. Or, plusieurs études montrent que les déviations de priorité n'ont pas lieu d'être compensées, dans la mesure où elles sont au contraire bénéfiques.

a. Les incitations en matière d'investissements

Les déviations d'*APR* encourageraient les investissements en capital humain spécifiques à la firme (Bebchuk et Picker, 1993 ; Berkovitch, Israel et Zender, 1997). Par exemple, les auteurs soutiennent qu'elles influencent positivement la « spécificité managériale » des actifs de la firme. Ce terme désigne le degré dans lequel les actifs de l'entreprise nécessitent certaines compétences propres à l'équipe managériale. Lorsqu'ils possèdent ces compétences, les dirigeants de la firme déploient ces actifs plus efficacement que ne l'aurait fait une autre équipe. Le degré de spécificité managériale est déterminé d'une part par le choix de ses projets par l'entreprise, et par la décision des dirigeants d'investir dans le capital humain d'autre part. Ainsi, pour un niveau de spécificité managériale donné, certains projets font meilleur usage de celui-ci que d'autres. De même, pour un projet donné, un investissement en capital humain confère un avantage à l'équipe dirigeante existante. Ces deux décisions, si elles influencent le degré de spécificité managériale, sont quant à elles influencées positivement par les violations de priorité.

Les conclusions de Bebchuk et Picker (1993) sont les suivantes. D'une part, ils montrent que dans le cadre d'une *APR*, les dirigeants tendent à se focaliser sur des projets spécifiques au capital humain existant, pour lesquels ils sont plus compétents, ce qui a pour effet d'écartier des projets plus généraux rentables. En revanche, lorsque l'*APR* est violée, ils ont la possibilité de percevoir un gain, même faible, sur le projet général. Par conséquent, un bouleversement de l'ordre de priorité permet d'améliorer le bien-être global. En outre, ils trouvent que ces déviations encouragent les dirigeants à investir dans du capital humain spécifique à la firme, ce qui a pour effet de rendre la gestion des actifs plus efficace. D'autre part, les auteurs montrent que l'actionnaire n'investit pas dans le capital humain puisque s'il en supporte l'intégralité du coût, il doit en revanche en partager les gains avec les créanciers. Cependant, si l'*APR* est modifiée, la part de ses gains sera plus importante que lorsque l'*APR* est respectée.

Par ailleurs, plusieurs modèles montrent que violer l'ordre de priorité permet de réduire les problèmes de sous-investissements des firmes en détresse excessivement endettées (White, 1989 ; Gertner et Scharfstein, 1991 ; Berkovitch et Israel, 1998). A l'inverse, certaines études soutiennent que des violations de priorité peuvent décourager les prises de

risques excessives (Gertner et Scharfstein, 1991 ; Eberhart et Senbet, 1993), tandis que Gangopadhyay et Wihlborg (2000) ne relèvent aucun impact.

Bien que Cornelli et Felli (1997) prônent le respect de l'*APR*, ils conçoivent que dans certains cas, son bouleversement peut inciter les créanciers à contrôler l'entreprise, ce qui pousse le dirigeant à sélectionner des bons projets. Cela est probablement dû à l'aversion pour le risque de faillite des créanciers séniors dans le cadre d'une déviation de l'*APR*. En effet, si ceux-ci savent qu'ils ne récupèreront pas l'intégralité de leurs créances avant que les créanciers juniors n'aient recouvré une partie des leurs, ils risquent d'augmenter leur surveillance afin que les projets de l'entreprise soient rentables. De leur côté, puisque les créanciers juniors peuvent prétendre à une part de la valeur de l'entreprise, ils peuvent être incités à exercer une surveillance sur la firme. Aussi une déviation de l'*APR* peut-elle dans certains cas augmenter la surveillance. Ces conclusions reflètent la prudence de leurs auteurs dans la définition de l'effet qui l'emportera sur l'efficacité *ex ante*⁹³. Ils estiment ainsi qu'une procédure efficace ne doit ni toujours confirmer, ni toujours violer l'*APR* ; s'il est bénéfique que les créanciers seniors soient remboursés intégralement en premier, il est envisageable de contourner l'*APR* dans certains cas.

b. L'incitation du dirigeant à dévoiler ses informations privées

Selon Gangopadhyay (2001), la surveillance des créanciers est insuffisante pour diminuer les asymétries informationnelles ; plus que contrôler les actions des dirigeants, il s'agit de leur procurer des incitations afin qu'eux-mêmes prennent l'initiative de dévoiler leurs informations privées. Plusieurs travaux ont suggéré que les déviations de l'*APR* facilitent le transfert d'information aux créanciers et favorisent le déclenchement de la procédure à un moment adéquat (Baird, 1991 ; Heinkel et Zechner, 1993 ; Povel, 1996 ; Berkovitch et Israel, 1998 ; 1999). Par exemple, Berkovitch et Israel (1998, 1999) montrent qu'une déviation de l'*APR* est conçue afin de motiver l'actionnaire à révéler les informations qu'il détient sur la santé financière de son entreprise. Ceci permet de déclencher le défaut à un moment opportun et d'accroître les chances de redressement de l'entreprise. Dès lors, une violation de l'*APR* peut être vue comme une subvention accordée à un dirigeant qui révèle ses

⁹³ Voir *supra* 1) a) de cette partie.

informations privées. Néanmoins, cette « subvention » étant accordée même dans le cas où le dirigeant ne dévoile pas ses informations, il est possible que celui-ci adopte un comportement opportuniste. Aussi pourrait-t-il s'avérer pertinent de ne permettre un contournement de la règle de priorité que dans le cas où l'actionnaire rend effectivement compte aux créanciers de la situation de l'entreprise (Povel, 1996). Dans ce cas, cette récompense viole d'ailleurs d'autant plus l'*APR* qu'elle est attribuée au dirigeant même si la firme est liquidée, le bénéfice de la révélation de l'information étant alors moindre.

Gangopadhyay (2001) montre que la minimisation des asymétries d'information permise par le contournement de l'*APR* réduit le rationnement du crédit, ce qui facilite l'entreprise de projets rentables. Il teste ainsi l'impact de la violation de l'*APR* sur l'inclination des créanciers à observer ou vérifier les éventuels comportements risqués après que le prêt a été accordé. Son modèle se distingue de la littérature en la matière sur un point. A la fois le remboursement des créanciers et le niveau des dettes (donc le taux d'intérêt) sont endogénésisés, ce qui lui permet d'estimer le degré de rationnement de crédit utilisé par les banques pour compenser les asymétries d'information. Avant l'octroi du prêt, la banque ne dispose d'aucune information sur le projet, si ce n'est les investissements en développement des compétences, lesquelles peuvent signaler le risque d'un projet. L'auteur trouve que le contournement de l'*APR*, puisqu'il permet de diminuer le rationnement de crédit, est favorable au développement des compétences. En revanche, il note une indépendance entre les violations de l'*APR* et la prise de risque. En effet, si le respect de l'*APR* réduit les incitations à prendre des risques excessifs, il contribue à accentuer le rationnement du crédit, de sorte que les deux effets se compensent. Ainsi, si Gangopadhyay (2001) rejoint Cornelli et Felli (1997) sur la nécessité de minimiser les asymétries informationnelles afin de réduire le rationnement du crédit, ses conclusions diffèrent quant à la manière d'y parvenir. Selon Gangopadhyay (2001), bouleverser l'ordre de priorité, en favorisant le débiteur, l'incite à dévoiler ses informations privées. *A contrario*, Cornelli et Felli (1997) considèrent que l'unique moyen de minimiser les asymétries informationnelles est d'inciter les créanciers à surveiller l'entreprise, et que ce contrôle est d'autant plus étendu que l'*APR* est respectée.

B. L'impact des règles légales sur la structure financière

Si la littérature de l'efficacité *ex ante* de la défaillance s'est largement focalisée sur l'intérêt ou non de respecter l'APR, cette règle ne constitue pour autant qu'une des caractéristiques des régimes de défaillance. En effet, les procédures collectives contiennent de nombreuses règles ayant un impact sur les incitations de l'entreprise et de ses partenaires. Aussi convient-il d'étudier plus globalement la capacité des régimes de défaillance à atteindre l'efficacité *ex ante*. Par ailleurs, l'analyse de l'impact de l'APR sur le rationnement du crédit nous conduit à nous intéresser plus particulièrement à la structure financière. Dans la mesure où, comme nous l'avons vu précédemment, l'endettement accroît le risque de faillite, il nous paraît intéressant de nous pencher sur ce qui, en retour, détermine la structure financière⁹⁴. Cette question retient d'autant plus notre attention qu'elle fait écho à la première trajectoire identifiée dans notre étude, à savoir le parcours économique et financier emprunté par l'entreprise défaillante. Dans cette partie, nous proposons de lier règles de droit et structure de financement, une procédure collective étant à notre sens d'autant plus efficace *ex ante* qu'elle conduit à une structure de capital optimale.

1. L'impact de l'orientation du droit sur la structure financière

Si les bienfaits des déviations de priorité sont manifestement les plus controversés dans la littérature relative à l'efficacité *ex ante*, il n'en reste pas moins que les auteurs s'accordent sur leur impact sur les incitations aussi bien des créanciers que des débiteurs. Aussi la règle de priorités absolue conduit-elle à s'intéresser, plus généralement, à l'encadrement juridique de la défaillance⁹⁵, et notamment à la mesure dans laquelle celui-ci est favorable aux créanciers et aux débiteurs. L'enseignement habituellement retenu des modèles théoriques et des études empiriques sur l'efficacité *ex ante* réalisées à la suite de La Porta et al. (1997,1998) est qu'il convient de promouvoir un haut niveau de protection des créanciers afin d'assurer le financement de l'économie. Néanmoins, certains pays européens (Royaume-Uni, Allemagne) ont récemment réformé leur législation de défaillance dans un sens qui privilégie la préservation du débiteur (Etats-Unis, France). S'intéresser à l'influence

⁹⁴ Nous ne revenons pas sur la théorie financière et les asymétries d'informations qui accompagnent l'endettement évoquées dans la section 1.

⁹⁵ Il convient de distinguer l'environnement juridique de la tradition juridique, laquelle peut être de droit civil ou de *common law*.

de l’orientation juridique des codes de défaillance sur les comportements de l’entreprise et de ses partenaires en amont de la cessation des paiements conduit essentiellement à s’interroger sur la pertinence d’adopter une loi favorable aux créanciers ou au débiteur. La première approche est soutenue par des lois sévères à l’égard de l’entreprise défaillante afin d’exercer un effet disciplinant sur celle-ci. La seconde a pour objectif de privilégier le sauvetage de l’entreprise afin de minimiser les conséquences sociales de la détresse financière *ex post*. Les règles du droit de la défaillance qui protègent ainsi les débiteurs défaillants sont, par exemple, la suspension provisoire des poursuites des créanciers, la possibilité offerte aux dirigeants d’établir puis de proposer un plan de redressement ou le privilège accordé aux créanciers qui apportent de nouveaux fonds à l’entreprise défaillante. En retour, on peut imaginer qu’un système clément à l’encontre du dirigeant peut également instaurer des incitations permettant d’améliorer l’efficacité *ex ante*.

De fait, si le code de défaillance constitue un déterminant majeur des coûts de faillite, on peut également s’attendre à ce qu’une législation de faillite aura différentes implications sur la structure de capital selon qu’elle favorise le créancier ou le débiteur. Par exemple, on peut supposer que des régimes sévères à l’égard de l’entreprise découragent le financement par dette. Or, les études empiriques ne sont à ce jour pas parvenues à un consensus quant à cette relation. Ainsi, Rajan et Zingales (1995), dans une étude internationale incluant les pays du G7, trouvent que les firmes de régimes pro-créanciers tels que l’Allemagne et le Royaume-Uni se financent moins par dette que celles d’un système pro-débiteur tel que le chapitre 11⁹⁶. Cependant, ils observent que certains pays pro-débiteurs du G7 se financent également plus par dette que l’Allemagne et le Royaume-Uni, bien qu’ils ne soient pas autant favorables au débiteur que les Etats-Unis. A l’inverse, François et Morellec (2004) ne corroborent pas l’intuition selon laquelle un régime pro-créancier conduirait à un endettement plus faible. Ils modélisent l’impact de la législation américaine sur le choix d’une structure financière et suggèrent que les entreprises d’un régime pro-débiteur recourent moins à la dette que celles d’un régime pro-créancier. Recasens (2003) justifie ce résultat par le fait que plus la loi se montre clémence à l’égard du débiteur, plus les établissements bancaires, craignant des négociations défavorables à leur encontre *ex post*, sont réticents à accorder des prêts. De la même manière, les études de Jappelli et Pagano (1999) et La Porta et al. (1997, 1998), qui

⁹⁶ Si l’on se place néanmoins du côté de l’offre de crédit, un régime de défaillance sévère à l’égard du débiteur peut signaler aux créanciers un projet de bonne qualité, dans la mesure où il dissuade le débiteur d’entreprendre des risques excessifs. De ce point de vue, une telle législation *encourage* le financement par dette.

portent sur la comparaison des financements bancaires dans plus d'une quarantaine de pays, montrent que le ratio dette bancaire/produit intérieur brut est positivement corrélé au niveau de protection des créanciers offert par la loi.

Acharya, Sundaram et John (2004) développent un modèle liant le choix d'une structure de financement à l'orientation du code de faillite. Ils supposent que dans le cadre d'un régime pro-créancier, les droits de contrôle sont transférés aux créanciers, et inversement dans un régime pro-débiteur. Or, les conflits d'intérêt entre créanciers et actionnaires quant au sort de l'entreprise peuvent mener à des décisions inadéquates, les premiers étant favorables à une poursuite de l'activité et les seconds à une liquidation de l'entreprise. Les auteurs dérivent les structures de financement optimales de chaque code de faillite et les comparent. Ils montrent que la structure financière ne dépend pas uniquement de la mesure dans laquelle le droit protège les créanciers ou le débiteur mais du degré de spécificité des actifs. Or, cette spécificité affecte la valeur de liquidation des actifs de la firme. Ainsi, la valeur de liquidation des actifs est d'autant plus faible que ceux-ci sont spécifiques à un usage particulier. Les auteurs concluent que les entreprises d'un régime pro-débiteur dans lesquelles les actifs sont fortement spécifiques se financeront davantage par dette que celles d'un régime pro-créancier dans les mêmes circonstances. En effet, plus les actifs sont spécifiques, moins leur valeur de liquidation est élevée et plus le choix d'une continuation est optimal. Cela réduit les coûts induits par des continuations excessives dans un système pro-débiteur mais augmente ceux liés à des liquidations excessives dans un système pro-créancier.

Dans la même contribution, Acharya, Sundaram et John (2004) proposent un test empirique des principales conclusions de leur analyse théorique sur un échantillon d'entreprises britanniques et américaines de 1990 à 2002. Ils testent l'hypothèse selon laquelle la différence entre les taux d'endettement des entreprises britanniques et américaines devrait augmenter avec le degré de spécificité des actifs. Ce faisant, ils calculent tout d'abord la différence des ratios d'endettement des entreprises des deux pays pour des industries à actifs très spécifiques. Puis, ils lui retranchent la différence des ratios d'endettements pour les industries à actifs peu spécifiques. Conformément à ce qu'ils avaient avancé dans leur modèle, les auteurs trouvent une « différence des différences » positive.

2. L'impact du nombre de créanciers sur la structure financière

A la lecture de la littérature *ex ante*, il ressort que le nombre de créanciers d'une entreprise a un impact sur la structure de financement. Or, on peut s'interroger sur la pertinence de parler à cet égard d'efficacité *ex ante* des procédures collectives, dans la mesure où le nombre de créanciers d'une entreprise n'est pas imposé par le droit. Néanmoins, nous suggérons que le choix de faire appel à plusieurs créanciers peut être motivé par l'orientation (pro-débitrice ou pro-créancière) de la procédure collective.

La littérature relative à l'impact des règles de priorité sur l'efficacité *ex ante* s'intéresse aux conflits entre créanciers et débiteurs d'une part, et entre créanciers d'autre part. Ces conflits affectent la valeur de l'entreprise, dans la mesure où ils sont coûteux et ralentissent les prises de décisions. S'ils nuisent certes à l'efficacité *ex post*, il peut néanmoins être intéressant pour une entreprise de faire appel à plusieurs créanciers si cela lui est bénéfique lors du traitement judiciaire. Plus précisément, un financement multiple peut à notre sens être motivé par le raisonnement suivant. Si les débiteurs adoptent une approche coasienne, ils tendent à répondre à un droit de la défaillance qui leur est défavorable par un financement bancaire multiple, ce afin de diluer le poids de leurs créanciers. En d'autres termes, l'orientation du droit des procédures collectives, car elle influence le nombre de prêteurs auxquels fait appel l'entreprise, a un impact sur le financement des entreprises, et donc sur l'efficacité *ex ante*.

Asquith et al. (1994) suggèrent ainsi que la multiplicité du nombre de prêteurs complique les négociations de contrats. Cette inefficacité *ex post* a toutefois l'avantage d'instaurer de bonnes incitations *ex ante* pour le dirigeant, dans la mesure où elle force celui-ci à honorer plusieurs engagements au lieu d'un. Cette théorie, connue sous le nom de « design de structure de capital stratégique » est notamment reprise par Von Thadden, Berglöf et Roland (1994).

Von Thadden, Berglöf et Roland (2003) proposent un modèle dans lequel une entreprise négocie un financement auprès de deux créanciers. Lorsqu'il n'existe qu'un créancier et que seule la valeur du collatéral est vérifiable, la capacité d'endettement de la firme est limitée à la valeur du collatéral. Dans cette éventualité, le créancier ne peut en effet

recouvrer plus que le collatéral en cas de défaut. En revanche, s'il existe plusieurs créanciers, elle peut augmenter sa capacité d'endettement en mettant en gage la valeur de son collatéral chez plus d'un créancier, de sorte que tous se voient conférer le droit de saisir ses biens.

Le lien entre efficacités *ex ante* et *ex post* a été largement développé dans la littérature relative à la structure financière (Berglön et von Thadden, 1994 ; Dewatripont et Tirole, 1994 ; Dewatripont et Maskin, 1995 ; Bolton et Scharfstein, 1996). Ces études suggèrent que les deux types d'efficacité ne peuvent être atteints simultanément lorsqu'il existe plusieurs créanciers. En effet, des relations de prêt multiples entraînent des coûts de négociation des contrats ce qui réduit l'efficacité *ex post*. En revanche, ces coûts peuvent être bénéfiques *ex ante*, dans la mesure où ils incitent le débiteur à honorer ses contrats de dette. Celui-ci est dès lors moins tenté de recourir stratégiquement à la défaillance afin de pouvoir renégocier ses contrats.

En définitive, l'étude de l'efficacité des procédures collectives apparaît comme circulaire, les deux types d'efficacités recherchées étant étroitement liés. Ainsi, la recherche de l'efficacité *ex post* peut s'effectuer au détriment de l'efficacité *ex ante*. Or, celle-ci, en mettant en place des mécanismes d'incitation conduisant le dirigeant à prendre des décisions saines peut, si elle n'empêche pas toujours l'entreprise d'entrer en défaillance, à tout le moins en augmenter la valeur *ex post*.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons articulé notre revue de la littérature autour d'un balancier entre les caractéristiques *ex ante* et *ex post* de la défaillance. Dans cette optique, notre réflexion s'est orientée autour de deux axes décrivant le processus de défaillance dans une perspective globale : les trajectoires de déclin et la résolution judiciaire du défaut.

La défaillance d'entreprises apparaît comme un événement particulier qui englobe des dimensions économiques, financières et juridiques. Aussi avons-nous dans un premier temps écarté une définition purement légale du concept de défaillance et avons analysé les raisons profondes de l'échec d'une entreprise. Les causes de la défaillance sont multiples,

cumulatives et interconnectées, ce qui rend l'établissement d'une typologie délicat. L'étude du processus de déclin approche le phénomène de la défaillance par le biais d'informations contenues dans les états financiers de l'entreprise. Or, Domens (2007) relève que, dans la mesure où elles ne contiennent que des informations quantitatives, ces sources ne rendent compte que des symptômes de la défaillance liés à des facteurs économiques et non de ses raisons véritables, d'autant que les indicateurs comptables peuvent difficilement être associés à des causes économiques. Pour autant, la littérature est relativement consensuelle sur l'impact de l'endettement sur le risque de défaut. Ainsi, un endettement trop élevé, outre accroître les charges financières qui pèsent sur les entreprises, peut conduire à la réalisation d'investissements risqués. *A contrario*, des difficultés de financement (en raison par exemple d'un endettement trop élevé) peut empêcher la réalisation d'investissements rentables. En ce sens, les variables financières peuvent non seulement signaler les difficultés mais expliquer leur origine, dès lors qu'elles ont joué un rôle actif dans le processus de détérioration de la valeur de l'entreprise. Avec les causes accidentelles et les problèmes de débouchés, les difficultés financières apparaissent d'ailleurs comme les principaux facteurs de défaillance. Si les difficultés peuvent avoir pour point de départ des causes internes et externes, nous avons souligné que le contexte macroéconomique, légal et démographique reflétait surtout des effets mécaniques, et était à relier à des causes microéconomiques. En effet, l'impact de l'environnement sur les difficultés financières des entreprises est d'autant plus fort que celles-ci sont déjà affaiblies à un niveau individuel. D'ailleurs, si la réduction des débouchés constitue une cause majeure de la défaillance, elle est d'autant plus problématique lorsque des tensions au sein de l'équipe dirigeante, voire l'incompétence de celle-ci, paralysent la capacité de réaction et d'adaptation de la firme à une baisse structurelle de la demande ou à une hausse de son environnement concurrentiel.

La compréhension du parcours économique et financier ayant mené l'entreprise à l'échec doit *a priori* permettre une meilleure prévention de la défaillance afin d'anticiper les difficultés, voire de les résoudre. Toutefois, lorsque l'entreprise, en dépit des dispositifs de prévention mis à sa disposition, connaît des difficultés annonciatrices de la cessation des paiements, elle se trouve confrontée au choix de la manière dont elle va les résoudre ; soit elle choisit de renégocier ses contrats de dette de manière privée, soit elle décide de s'adresser à un tribunal. Si les deux solutions comportent des coûts, la seconde est *a priori* la plus coûteuse, en raison notamment des frais de dossier et de rémunération des mandataires

judiciaires. Néanmoins, l'existence d'asymétries d'information justifie de subir des coûts afin de coordonner les intérêts des divers ayants droit ; la procédure collective peut ainsi être vue comme une sorte d'assurance permettant de diminuer les inefficacités liées aux imperfections de marché. Sa survenance modifie profondément le cadre juridique dans lequel évolue l'entreprise en faisant intervenir un droit d'exception : le droit des procédures collectives.

Dans un second temps, nous avons restreint le champ d'application de notre étude en nous focalisant sur les procédures collectives, à savoir les défaillances qui exploitent le dispositif légal mis à la disposition de l'entreprise et de ses partenaires. Nous avons également exclu les mécanismes de prévention mis en œuvre par le tribunal en amont de la cessation des paiements pour deux raisons. D'une part, l'analyse des procédures se trouvant à mi-chemin entre la négociation privée et les procédures collectives est en raison de la difficulté d'accès aux dossiers délicate, ce qui explique que peu d'études se sont penchées sur les dispositifs légaux mis en place avant la cessation des paiements. D'autre part, notre étude étant axée sur un balancier entre le déclin, *ex ante*, des performances financières et le traitement judiciaire, *ex post*, du défaut, nous choisissons de nous positionner de part et d'autre de la cessation des paiements, ce qui implique que nous ne nous intéressons à la gestion du défaut qu'une fois celui-ci avéré. Par ailleurs, les législations de défaillance se distinguent par les incitations qu'elles créent en matière de recours à la négociation privée ; plus elle est attractive, plus l'entreprise (ou ses créanciers) recherchera la protection de la loi. Or l'attractivité de la procédure collective soulève le problème de son efficacité, que nous avons envisagée encore une fois dans une double-perspective : *ex ante* et *ex post*.

L'efficacité *ex post* conduit à s'interroger sur la capacité des règles intervenant après l'ouverture de la procédure collective à maximiser la valeur du projet économique de l'entreprise. Afin d'être efficace *ex post*, la procédure judiciaire doit remplir plusieurs fonctions : (1) coordonner des intérêts divers, (2) identifier les intérêts des parties et clarifier leurs droits et obligations et (3) déterminer l'issue la plus à même de maximiser la valeur de l'entreprise, compte tenu de sa situation à son entrée en défaillance. La réalisation de ces objectifs implique que le législateur fixe en amont le mode de résolution le plus adapté à l'esprit général de la loi et identifie de détenteur du pouvoir décisionnel. Or, il convient de préciser que la définition du projet économique diffère entre les pays ; généralement exclusivement financier, il peut intégrer, dans des pays comme la France, des considérations

sociales substantielles. Il est dès lors probable que les décisions prises seront d'autant plus efficaces *ex post* qu'elles seront prises dans l'intérêt des parties privilégiées par la loi. En retour, on s'attend à ce que les règles régissant les procédures collectives soient intégrées par les agents et qu'elles influencent leurs stratégies avant tout éventuel défaut. L'efficacité *ex ante* implique une double incitation. D'une part, elle influence la structure financière des entreprises par le biais de mécanismes incitant aussi bien les dirigeants à prendre des décisions saines que les créanciers à exercer leur fonction de surveillance, ce dès la création de l'entreprise. En d'autres termes, une procédure collective efficace *ex ante* doit encourager des décisions saines en matière d'investissements. D'autre part, lorsque les difficultés surviennent, le dirigeant sera d'autant plus encouragé à déclencher la procédure qu'il sait qu'il sera traité avec clémence. *A contrario*, un droit rigide à l'égard des créanciers peut avoir un double effet ; soit l'existence de sanctions le dissuade de retarder l'initiation de la procédure, soit la crainte d'être lésé par la procédure collective l'incite à entreprendre des projets judiciaux.

En définitive, l'analyse de l'efficacité *ex ante* nous renvoie à la fois à la trajectoire économique et financière du défaut et à son traitement judiciaire. Nous proposons dans le prochain chapitre de réexaminer le processus de déclin et sa résolution dans une approche empirique. En particulier, nous évaluons la valeur du projet économique dans une perspective à la fois sociale et financière. En d'autres termes, nous nous demandons si la protection des salariés et la maximisation des montants recouvrés par les créanciers sont des critères d'efficacité *ex post* conciliables ou alternatifs. Entre ces deux extrêmes, nous nous interrogeons sur l'existence d'une hiérarchie entre ces deux objectifs. A cet égard, nous montrons que la législation française offre, de par ses spécificités sociales, un cadre d'analyse propice à notre démarche.

Chapitre 2

**Evaluation empirique de la trajectoire de
défaut et de son traitement judiciaire : une
étude originale sur données françaises**

Dans la continuation de notre revue de la littérature, le présent chapitre a pour objet d'explorer la complexité du processus de défaillance d'un point de vue *ex ante* et *ex post*. Cette démarche nous conduit à nous réinterroger sur l'efficacité du traitement judiciaire du défaut (*i.e.* des procédures collectives) dans une perspective maintenant empirique. Toutefois, l'architecture de ce chapitre se démarque de l'organisation précédente en ce qu'elle refaçonnera la mise en parallèle des dimensions *ex ante* et *ex post* des procédures collectives ; notre évaluation empirique de la défaillance se focalise en effet sur le parcours économique et financier de l'entreprise défaillante d'une part (trajectoire 1), et sur la maximisation de son projet économique une fois le défaut survenu d'autre part (efficacité *ex post*). En premier lieu, nous envisageons désormais les procédures collectives comme la résultante d'un processus de détérioration de leurs performances économiques et financières, et non plus d'un choix stratégique influencé par le droit. En d'autres termes, nous nous interrogeons sur l'impact de la législation sur les comportements des agents avant même que l'entreprise ne connaisse des difficultés ou n'en ait conscience, et non sur son attractivité. De fait, la prise en compte de l'existence de règlements informels nous paraît accessoire pour juger de l'efficacité des procédures collectives, de sorte que nous considérons le déclenchement d'une procédure collective acquis, dès lors que la cessation des paiements de l'entreprise en difficultés est inéluctable. En second lieu, s'il est vraisemblable que l'efficacité *ex ante* a un impact sur la trajectoire de défaut, notre analyse empirique n'en tient pas compte ; nous adoptons le raisonnement inverse qui considère que la trajectoire empruntée par l'entreprise en détresse *ex ante* est susceptible d'influencer la valeur de l'entreprise lors du traitement de ses difficultés *ex post*.

Or, l'estimation de la création de cette valeur est un exercice difficile, dans la mesure où elle nécessite de comparer les valeurs alternatives de continuation et de liquidation d'une même entreprise. En revanche, l'efficacité *ex post* peut être appréhendée à l'aide d'indicateurs (*proxys*), et notamment le taux de recouvrement. En effet, le fait que celui-ci ne peut être estimé qu'à l'issue de la procédure collective en fait un critère d'efficacité *ex post* de premier ordre.

Le premier pilier des accords de Bâle II relatif aux exigences minimales de fonds propres a conduit à la mise en place par les banques d'un système d'évaluation des risques. Ce système doit plus particulièrement prendre en compte les recouvrements sur lignes de crédit, à

travers une estimation de la probabilité de défaut, des montants engagés au moment du défaut et des pertes anticipées. Or, cette dernière information est la plus problématique et la plus difficile à obtenir car elle repose sur la mise en place d'un système de collecte d'information interne aux banques, et plus particulièrement à leurs services contentieux. De ce fait, la littérature portant sur l'estimation des taux de recouvrement est encore peu développée. Il est possible de séparer ces études, essentiellement empiriques, en deux groupes : d'une part les travaux développant une analyse comparative entre plusieurs pays, notamment au niveau européen (Davydenko et Franks, 2008 ; Blazy et al., 2008), et d'autre part ceux portant sur des données nationales (Franks et Torous, 1994 ; Martel, 1994 ; Thorburn, 2000; Lazega, 2003). Toutes ces études étudient le coût des procédures collectives et leur impact sur les recouvrements des créanciers et retiennent l'hypothèse que l'environnement légal du défaut – dont l'organisation des procédures collectives – peut avoir un impact significatif sur les montants recouvrés.

Les études comparatives entre pays s'inscrivent dans une perspective proche de celle initiée par les rapports *Doing Business*⁹⁷ qui, également, examinent empiriquement l'impact du cadre juridique sur les variables financières. L'exercice de comparaison international est délicat compte tenu de la diversité des législations, chaque pays ayant une culture managériale et une tradition juridique qui lui est propre. Par ailleurs, la définition même du défaut, les critères de déclenchement des procédures collectives, les classes de créanciers, les types de garanties diffèrent d'un pays à l'autre. Pour autant, Davydenko et Franks (2008) étudient les effets des codes de faillite nationaux sur les pratiques en matière d'octroi de prêt et de renégociation bancaire en France, en Allemagne et au Royaume-Uni. Cette étude présente l'avantage de porter sur l'ensemble des défauts, quel que soit leur mode de résolution : renégociation informelle ou procédure collective. Cependant, les données utilisées par Davydenko et Franks (2008) se limitent aux créances bancaires, ce qui ne permet pas d'obtenir des recouvrements globaux sur l'ensemble des créances (salariales, commerciales, publiques, bancaires). Sur la base d'un échantillon de petites et moyennes entreprises en défaut, les auteurs observent que le caractère pro-débiteur ou pro-créancier de la loi affecte la politique de prise de garanties par les banques. En particulier, les banques françaises semblent répondre au droit national peu protecteur de leurs intérêts par un recours aux garanties plus important que les prêteurs du Royaume-Uni ou d'Allemagne. Globalement, l'environnement

⁹⁷ Voir chapitre 3 pour des informations détaillées sur ces rapports.

juridique de la défaillance dans ces deux derniers pays semble conduire à des stratégies de prise de garantie sensiblement plus efficaces, d'où des taux de recouvrement bancaires significativement plus élevés qu'en France. Une étude sur les mêmes pays, et sur la même période, a été menée par Blazy et al. (2008). Si cette étude analyse uniquement les procédures collectives, elle considère toutefois l'ensemble des créanciers, bancaires ou non, en fonction de leur rang de priorité de remboursement.

Ces études transnationales n'excluent pas pour autant l'intérêt des études nationales. En effet, dans chaque pays, l'organisation particulière des faillites envisage divers modes de résolution de détresse financière que nous pouvons comparer. De plus, se concentrer sur un pays unique approfondit notre analyse qui s'appuie sur tous les moyens dont disposent les différents acteurs pour résoudre la procédure. Ces outils étant très diversifiés (enchères, vote des créanciers, administration par le tribunal, prévention...), nous supposons que l'impact sur les taux de recouvrement diffèrera. Quelques études portant sur un pays unique traitent de l'impact du cadre juridique sur les taux de recouvrement. En Suède, Thorburn (2000) observe ainsi que les enchères sont rapides (en moyenne deux mois), génèrent des coûts directs de faillite faibles, et n'affichent pas de taux de recouvrement inférieurs à ceux rapportés par Franks et Torous (1994) pour un échantillon de firmes relevant du chapitre 11⁹⁸. Au Canada, régime pourtant plus protecteur des droits des créanciers que les Etats-Unis, Martel (1994) met l'accent sur l'importance des coûts supportés par les créanciers, et notamment par ceux non munis de sûretés.

Par ailleurs, l'étude de l'efficacité du traitement judiciaire du défaut nous conduit à nous intéresser aux modes de résolution des difficultés et notamment au comportement des juges. En effet, si les législations diffèrent quant à l'étendue des pouvoirs qu'elles leur confèrent, toutes prévoient une supervision du moins partielle de la procédure collective par un tribunal. Or, il est possible que les motivations des juges influencent leurs décisions, voire affectent les montants recouvrés. En Russie, l'influence politique des gouverneurs régionaux a ainsi été testée empiriquement par Lambert-Mogilianski, Sonic et Zhuravskaya (2006) au lendemain de la réforme du droit des procédures collectives mise en place en 1998. Pour ce faire, ils se basent sur la liste publique des procédures collectives initiées en 1998 et durant le

⁹⁸ Franks et Torous (1994) observent d'ailleurs que les recouvrements de ces firmes sont plus faibles que ceux de celles engagées dans une procédure de renégociation informelle.

premier semestre de 1999 et relèvent que les choix des tribunaux sont fortement dictés par les gouverneurs régionaux. Les auteurs justifient l'influence des autorités régionales de plusieurs manières, même si aucune étude n'a été réalisée en la matière. D'une part, la nomination des juges régionaux nécessite l'accord des autorités régionales. D'autre part, il est fréquent que ces juges régionaux poursuivent leur carrière au sein d'administrations régionales. Enfin, la distance tant politique que géographique des autorités centrales fait que les juges sont de fait plus influencés par les instances politiques locales qu'étatiques. La distinction entre juges spécialisés et non spécialisés a conduit Rachlinski, Guthrie et Wistrich (2007) à s'interroger sur l'efficacité des décisions prises par des juges spécialisés par rapport à celles des juges non spécialisés. Plus particulièrement, ils testent la capacité des premiers à s'affranchir des pressions externes. Contrairement à leurs hypothèses, ils notent que ceux-ci sont tout autant vulnérables à ces pressions que les juges non spécialisés. Ces influences peuvent être de nature non seulement politique mais également économique. Marinescu (2007) montre ainsi que la perception des juges est biaisée par les conditions du marché du travail (et notamment le taux de chômage) et l'environnement macroéconomique de manière générale. Dans le même esprit, dans une étude réalisée auprès des 151 juges consulaires du tribunal de commerce de Paris, Mounier et Lazega (2009) notent « des variations intéressantes en matière d'interventionnisme et de punitivité dans les conflits caractérisant le fonctionnement des marchés et la gouvernance d'entreprise. De forts contrastes apparaissent dans ces domaines, par exemple, entre les juges issus du milieu de la banque-finance et ceux issus du secteur du bâtiment et travaux publics ».

Au-delà du cadre législatif, plusieurs études s'intéressent à l'impact des caractéristiques intrinsèques des entreprises sur les taux de recouvrement. Aux Pays Bas, De Jong et Couwenberg (2008) constatent que ces derniers sont influencés par la structure des actifs et du capital et sont plus élevés en cas de réorganisation. Grunert et Weber (2009) soulignent quant à eux l'impact positif des relations d'affaires et de la solvabilité de l'emprunteur et négatif des probabilités de défaut sur les taux de recouvrement allemands.

A la lecture de ces études empiriques, nous suggérons que les recouvrements dépendent de deux éléments au sein d'un pays: (1) le cadre juridique et (2), le contexte financier et économique, qui d'une part orientent la manière dont on va résoudre les difficultés et qui d'autre part conduisent à se pencher sur les déterminants de la valeur

recouvrée ; dans ce chapitre, nous étudions ces deux aspects en France. Toutefois, ces études font ressortir certains faits saillants sur la base desquels il est possible de positionner notre étude. Premièrement, il apparaît que ces travaux se focalisent tous sur le traitement judiciaire du défaut, et moins sur la trajectoire de déclin. Deuxièmement, ces études privilégiennent souvent le juge comme personnage central. Troisièmement, l'étude des taux de recouvrements se limite souvent à certaines classes de créanciers, notamment les banques. Quatrièmement, ces études sont souvent nationales. La nôtre l'est aussi, mais porte sur un pays rarement étudié et qui pourtant présente des caractéristiques essentielles pour le chercheur.

Ces différentes observations nous amènent à proposer une étude originale sur données juridiques françaises reprenant la distinction entre les facteurs de déclin (causes, forme juridique, secteur, âge...) et le traitement judiciaire du défaut (rôle des tribunaux, d'un « marché judiciaire » de la reprise...). Les apports de notre travail sont les suivants. Premièrement, rares sont les études sur dossiers ; plus qu'aux motivations des juges, nous nous intéressons aux caractéristiques des dossiers étudiés. Deuxièmement, rares sont celles qui lient la trajectoire 1 à l'efficacité *ex post*. Or, nous le faisons, ce qui constitue une innovation de notre travail. Troisièmement, nous offrons une analyse par classes de créanciers, lorsque les travaux précédents portaient sur moins de catégories de créanciers, et parfois uniquement sur des dettes bancaires. Enfin, aucune étude n'analyse les « marchés judiciaires » de reprise. En effet, nous observons en France un mécanisme de transmission des entreprises à la fois économique (des repreneurs se font concurrence) et judiciaire (un juge décide sur la base de critères juridiques). Plus exactement, aucune étude n'a comparé des valeurs alternatives de rachat. Or, cela nous permet d'évaluer l'efficacité *ex post* des procédures collectives, certes en limitant l'analyse aux cessions.

Ce chapitre s'organise de la manière suivante. Dans la première section, nous présentons dans un premier temps le droit français des entreprises en difficultés et plus particulièrement la législation sur laquelle portera notre étude. Dans un second temps, nous soulignons ses spécificités, dont nous tirons un jeu d'hypothèses à tester. La seconde section est consacrée à l'examen de 1004 dossiers de faillite français afin de mesurer l'impact de la loi française sur les créanciers. Notre objectif est de fournir un point de référence qui répond aux débats relatifs aux inconvénients potentiels d'un tel modèle pro-débiteur.

Section 1. En quoi la législation française constitue-t-elle un objet de recherche intéressant ?

Cette section met l'accent sur l'intérêt que présente l'étude du code de faillite français. Pour cela, nous procémons par étapes. Nous présentons tout d'abord l'esprit général du droit français de la défaillance avant de nous intéresser plus particulièrement à son fonctionnement. La compréhension des fondements juridiques des procédures collectives est essentielle afin de lier la trajectoire économique et financière du défaut à sa résolution judiciaire. En effet, s'il est crucial que le traitement de la défaillance privilégie les aspects économiques et prenne en compte les intérêts des parties concernées, c'est parce qu'en retour, ce droit a des conséquences sur les comportements des agents et par conséquent sur l'ensemble de l'économie. Un code de défaillance constitue à cet égard une source d'information précieuse en ce qu'il nous fournit une première base d'analyse qui nous permettra de confronter empiriquement les objectifs énoncés par la loi aux comportements avérés des agents économiques. Or, ces comportements ont des conséquences économiques, sociales et financières qui risquent justement d'aller à l'encontre de l'esprit de la législation. C'est pourquoi il est intéressant d'examiner en détail les circonstances qui ont conditionné son évolution. Si cette réflexion peut certes être menée dans n'importe quel pays, nous montrons ensuite que les objectifs et modalités de la législation française font ressortir des spécificités remarquables qui confèrent à notre étude empirique un caractère unique.

I. Présentation du cadre législatif de l'étude

A. L'évolution historique du droit des procédures collectives

Historiquement, le remboursement de la dette revêtait un caractère moral ; l'incapacité à respecter cette règle impliquait l'interdiction de toute activité contractuelle ainsi que la suspension de tous les droits civiques. En excluant simultanément les faillis du marché et de la cité, les premières procédures de faillite confondaient les dimensions civique et économique.

Les objectifs du droit des procédures collectives⁹⁹ ont beaucoup évolué. Conçu à l'origine afin de sanctionner l'entreprise et son débiteur, il s'est progressivement élargi au sauvetage de l'entreprise défaillante et au désintéressement de ses créanciers.

1. Les fondements du droit des procédures collectives : une procédure pénale

La codification du droit des procédures collectives remonte à l'ordonnance Colbert de 1673 sur le commerce. Dès l'ouverture de la faillite, le débiteur est non seulement dépossédé de ses biens, mais également écarté de la gestion de son entreprise et de manière générale de la vie publique et commerciale. Cependant, il peut obtenir une remise partielle de ses dettes et la réhabilitation de ses droits civiques s'il est de bonne foi. En outre, il arrive souvent que le roi lui accorde sa grâce par l'intermédiaire de « lettres de répit ». Ces dérogations ont donné lieu à de nombreux abus, de sorte que beaucoup de dirigeants malhonnêtes échappaient à la procédure de banqueroute¹⁰⁰, dont les sanctions allaient jusqu'à la peine de mort. Aucune vente collective des biens n'est encore réalisée, les créanciers devant exercer leurs saisies individuellement, même si en pratique, ils concluent un accord d'union.

L'application de l'ordonnance étant au début du XIXème siècle de plus en plus laxiste, il faut attendre les faillites retentissantes de 1806 pour que l'on prenne conscience de la nécessité de doter le droit commercial de procédures de faillite plus fermes à l'égard des débiteurs frauduleux. Le premier code de commerce est conclu en 1807 et s'applique, en matière de faillite, exclusivement aux commerçants, dont les créanciers sont traités cette fois collectivement. Le traitement des créanciers des emprunteurs non commerçants s'effectue quant à lui dans le cadre d'un régime de déconfiture¹⁰¹. L'esprit général de ce code est surtout de se montrer plus sévère à l'encontre du failli. La grande innovation est sans doute que celui-ci ne peut retrouver le contrôle de son entreprise que s'il est parvenu à un accord (concordat) avec ses créanciers, sans quoi ses biens seront liquidés. Les sanctions sont quant à elles plus

⁹⁹ Le terme de « procédure collective » se doit cependant d'être employé avec prudence, dans la mesure où il n'existe à l'origine aucun traitement collectif des difficultés.

¹⁰⁰ Dans l'ancien droit, ce terme fait référence à une faillite frauduleuse.

¹⁰¹ Situation d'un débiteur qui n'entre pas dans le champ des procédures collectives et qui ne peut plus faire face à ses obligations : ses créanciers exercent individuellement leur droit de poursuite, sans traitement collectif.

sévères et plus généralement appliquées. D'après Thaller et Percerou (1931), le code de commerce a également eu pour mérite d'établir un « jugement déclaratif de faillite »¹⁰².

2. La dissociation des aspects civils et pénaux

La loi de 1889 clarifie le traitement de la faillite en introduisant la liquidation judiciaire. Pour la première fois, la législation admet explicitement que le dirigeant n'est pas toujours animé d'un esprit de fraude et qu'il peut être victime de circonstances défavorables. Cette procédure non répressive, destinée aux débiteurs malchanceux, codifie le concordat entre le débiteur et ses créanciers sous le regard d'un liquidateur nommé par le tribunal. En outre, le dirigeant n'est pas forcément dessaisi de l'administration de son entreprise et peut être simplement assisté par le liquidateur. A défaut d'accord, le tribunal déclare qu'il y a faute et la procédure de faillite traditionnelle est appliquée. Celle-ci conduit soit à un concordat, soit à une restructuration de la dette à l'ensemble des créanciers chirographaires, soit à l'union qui débouche sur la vente des biens du débiteur représenté par le syndic. A la fin du XIXème siècle, le droit français est dès lors doté de deux grandes familles de résolution du défaut : la liquidation judiciaire et la faillite. Cette clarification a permis de compléter les tentatives de distinguer le sort des malchanceux (liquidation judiciaire), des maladroits (faillite avec concordat), des imprudents (faillite avec union), des incompétents (banqueroute simple) et des malhonnêtes (banqueroute frauduleuse) (Hautcoeur et Levratto, 2008). Par la suite, des efforts ont été entrepris afin d'adoucir le sort du failli en 1903, 1906, 1908 et 1919. Ainsi, la loi de 1919 présente un système amiable, ancêtre de celui de la prévention, permettant au débiteur de résoudre lui-même ses difficultés.

Or, au début du XXème siècle, de nombreux commentaires soulignant une tolérance excessive à l'égard du débiteur ont émergé, protestant contre la tendance de nombreux commerçants à adopter de plus en plus fréquemment le statut de société. Ce statut leur permettait jusque-là de ne pas engager leur patrimoine personnel ou familial. Aussi la loi de 1935 a-t-elle permis la poursuite des dirigeants malhonnêtes de sociétés en faillite. Dans le même esprit, la loi sur la responsabilité de 1940 pose une présomption de la responsabilité civile. Par ailleurs, la procédure de faillite, et notamment la possibilité d'un concordat qu'elle

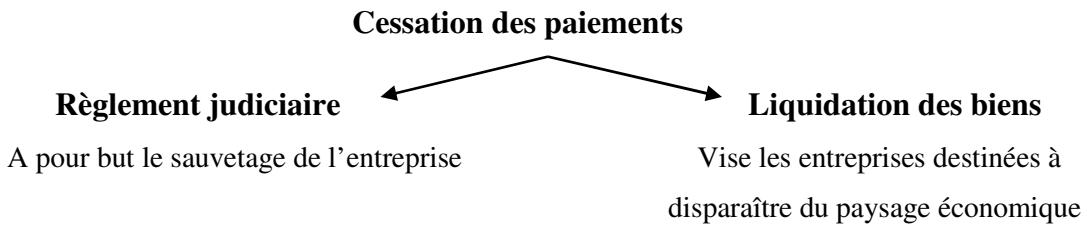
¹⁰² Ancêtre de la déclaration de cessation des paiements.

prévoit, s'est vu reprocher d'être trop laxiste à l'égard du dirigeant, alors qu'une procédure spécifique est dédiée aux débiteurs malchanceux et de bonne foi. Dans la pratique en effet, ce concordat se faisait sous la forme d'un chantage exercé par le dirigeant sur les créanciers qui devaient soit accepter le plan proposé, soit craindre de tout perdre au profit des créances de l'état dans la cadre d'une liquidation judiciaire. Ces critiques ont conduit en 1955 à la suppression du concordat dans la procédure de faillite et le remplacement de la liquidation judiciaire par une procédure de règlement judiciaire, d'ailleurs très similaire. Ce décret a en quelque sorte constitué le point de départ d'un combat contre les faillites suspectes, voire frauduleuses.

3. L'apparition de l'entreprise dans les procédures collectives

Le contexte économique de la période d'après-guerre place l'entreprise et son environnement au cœur des préoccupations juridiques ; c'est à partir de 1967 qu'on a progressivement tenu compte des enjeux économiques de la faillite. En effet, la modernisation de l'économie avait au cours de la première partie du XXème siècle conduit à des licenciements massifs notamment dans les secteurs de l'industrie lourde et traditionnelle (charbon, automobile, textile), mais également à la disparition de nombreux boutiquiers et artisans. Conjoncturelle ou structurelle, la hausse des défaillances d'entreprises à cette période a rendu nécessaire d'introduire le défaut dans la sphère économique et non plus seulement juridique.

La loi de 1967 s'est ainsi consacrée à convertir des mentalités figées dans l'idée de la responsabilité inconditionnelle du débiteur physique en distinguant explicitement le sort du débiteur de celui de l'entreprise ; le premier dépend du comportement du dirigeant en amont du défaut, tandis que le second est fixé en fonction des perspectives économiques de l'entreprise. L'appréciation du sort de l'entreprise par le tribunal ne doit être motivée que par des critères purement économiques et conduit à mettre en œuvre soit une procédure de règlement judiciaire, soit une liquidation des biens. Le sort du dirigeant est désormais séparé de celui de l'entreprise et dépend de la gravité de sa faute le cas échéant. Quelle que soit la procédure adoptée, il peut être sanctionné lourdement.



Avec cette loi, le nouvel impératif qui émerge est celui du sauvetage de l'entreprise. Or, cette sauvegarde a un coût, qui doit être supporté par les créanciers ; leur rôle est dans ce cadre affaibli au profit d'une prise de décision qui se judiciarise. Par ordonnance du 23 septembre 1967, on met en place un mécanisme de prévention pour les entreprises en difficultés mais non irrémédiablement compromises et dont la disparition serait de nature à troubler l'économie régionale ou nationale. On prévoit une suspension provisoire des poursuites pendant trois mois, période pendant laquelle le dirigeant, assisté d'un curateur, prépare un plan de redressement soumis au juge, sans crainte de poursuite de ses créanciers. Si le plan est homologué par le tribunal, l'entreprise peut étaler ses dettes sur un délai de trois ans maximum. En cas d'échec du redressement au terme de ce délai, on revient à la procédure de liquidation classique. Ainsi, pour la première fois, la sauvegarde de l'entreprise peut être imposée aux créanciers.

Finalement, cette réforme a été un échec car contrairement à l'objectif énoncé, elle instaure un régime fortement liquidatif, la poursuite de l'activité n'étant dans les faits choisie que par dérogation. Cela fut d'autant plus problématique dans le contexte de crise des années 1970. En dépit du concordat, les créances à terme devenaient en outre immédiatement exigibles et les créanciers munis de sûretés pouvaient poursuivre individuellement le débiteur. Enfin, cette loi offrait la possibilité de vendre l'entreprise à un tiers, transaction qui se faisait souvent « à prix fort », plus pour les salariés de l'entreprise que pour le repreneur cependant ; il était en effet courant que ce dernier acquière l'entreprise à un prix élevé, la démembre et réalise une plus-value sur la liquidation fragmentée des actifs. Ces pratiques allaient non seulement à l'encontre de l'objectif de sauvegarde de l'entreprise, mais soulevaient également des problèmes sociaux. En dépit de ces écueils, il n'en reste pas moins que la loi de 1967 a préfiguré le droit des entreprises en difficultés actuel avec une politique volontariste qui sera véritablement mise en œuvre en 1985.

4. La responsabilité de l'entreprise devant la propriété sociale de l'emploi

Avec la crise des années 1970, on se rend compte de la nécessité de réformer le système en faveur d'une plus grande protection de l'entreprise et de ses salariés. Dans l'axe de l'orientation sociale du droit des procédures collectives, la première avancée notable fut la loi du 27 décembre 1973 établissant une garantie des salaires, qui conduit à la création en février 1974 de l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS). L'AGS a pour mission « d'assurer, en cas de règlement judiciaire ou de liquidation des biens, le paiement des créances résultant du contrat de travail ». La loi du 28 octobre 1982 relative au développement des institutions représentatives du personnel implique quant à elle plus de responsabilité des partenaires sociaux, parfois à la limite de l'ingérence dans les affaires privées de l'entreprise. En effet, en exigeant davantage de transparence comptable, économique et financière aux entreprises, elle risque de mettre en danger le secret professionnel et d'être préjudiciable à l'entreprise dans son environnement concurrentiel.

Toutefois, ce sont véritablement les lois du 1^{er} mars 1984 et du 25 janvier 1985 qui marquent le début d'une époque où le sort de l'entreprise est guidé par des enjeux non plus seulement économiques mais également sociaux. Dans ce contexte, une nouvelle dénomination du droit des procédures collectives est introduite dans le jargon juridique : « le droit des entreprises en difficultés ». Cette qualification du droit de la défaillance, moins objective qu'auparavant, est révélatrice de l'objectif qui lui est désormais assigné ; sa finalité n'est plus seulement de désintéresser collectivement les créanciers, mais d'aider l'entreprise à surmonter une crise censée être passagère. Cette nouvelle orientation implique en premier lieu de traiter cette « crise » avant même qu'elle ne survienne.

B. L'entreprise en amont de la cessation des paiements : la prévention du déclin

La détection rapide des difficultés, voire leur anticipation, permet de prendre les mesures de restructuration au plus tôt, avant que la pérennité de l'entreprise ne soit compromise. Le premier texte officiellement consacré à la prévention aussi bien des

premières difficultés que du défaut une fois les difficultés apparues est la loi du 1er mars 1984, renforcée en 1994. La prévention des difficultés passe essentiellement par l'amélioration de la structure financière et par l'information des dirigeants par le biais de documents prévisionnels et de la procédure d'alerte. Lorsque l'ampleur des difficultés est telle que l'entreprise ne peut plus y faire seule, le défaut apparaît inéluctable. Cependant, une alternative à l'ouverture d'une procédure collective permet à l'entreprise de rechercher le soutien des pouvoirs publiques ou de négocier à l'amiable avec ses créanciers.

1. La prévention des premières difficultés de l'entreprise

Le 1^{er} mars 1984 organise une procédure de prévention à l'attention des entreprises n'ayant pas encore cessé leurs paiements mais dont l'avenir est fortement compromis à court ou moyen terme. Elle met en œuvre un ensemble de moyens permettant aux entreprises de repérer leurs difficultés et d'en bloquer l'évolution afin d'éviter l'ouverture d'une procédure collective. Le règlement amiable s'articule autour de deux mécanismes : une prévention par le financement d'une part et une procédure d'alerte d'autre part.

a. L'amélioration de la structure financière et de l'information comptable

La loi de 1984 a renforcé les obligations comptables des entreprises afin de détecter et d'anticiper les premières difficultés. Tout d'abord, elle a rendu obligatoire l'établissement d'une comptabilité classique, jusque-là uniquement imposée aux commerçants et certaines sociétés civiles, ainsi que la présence d'un commissaire au compte, exigée jusque-là exclusivement pour les sociétés par action. Cependant, les entreprises doivent pour être concernées réunir au moins deux des trois conditions suivantes :

- plus de 50 salariés ;
- plus de 20 millions de francs de chiffre d'affaires ;
- plus de 10 millions de francs de total bilan.

Le dépôt des comptes au greffe est par ailleurs devenu obligatoire pour les SARL, tandis que la publication de comptes consolidés et semestriels, assortis de la mention des engagements hors bilan est devenue obligatoire pour les sociétés cotées. La loi a en outre rendu obligatoire

l'établissement d'une comptabilité prévisionnelle pour les entreprises employant au moins 300 salariés ou dont le chiffre d'affaires est supérieur à 120 000 000 de francs.

Par ailleurs, la défaillance étant en partie imputable à la faiblesse des capitaux propres, plusieurs mesures ont été entreprises afin de les accroître. Le capital social minimum des SARL est passé de 20 000 à 50 000 francs, tandis que la reconstitution des fonds propres à hauteur de 50% du capital social est devenue obligatoire pour les SA et SARL. Dans le même esprit, de nouveaux titres sont apparus, à mi-chemin entre actions et obligations, permettant d'accroître les disponibilités de l'entreprise, par obtention notamment de financements qui en cas de défaillance seront les derniers remboursés.

Pour autant, les dirigeants, notamment de petites structures dépourvues de cellule de gestion et de conseil, se sentent souvent isolés face aux difficultés qui se présentent. Afin de pallier cette solitude, il apparaît opportun de favoriser l'accès de l'information à un interlocuteur qui sans s'immiscer dans la gestion de l'entreprise, assisterait l'entreprise dans l'interprétation des documents comptables et la conseillerait. On peut par exemple envisager, pour les sociétés commerciales, qu'elles adhèrent à des groupes de prévention agréés (GPA) qui, si une difficulté est à craindre, proposeraient un expert qui procèderait à un audit. En pratique, très peu de ces groupements se sont toutefois créés.

Ces différents mécanismes (accroissement des fonds propres, divulgation étendue des informations comptables, assistance de l'entreprise dans sa comptabilité et sa gestion) sont, parmi les dispositions de la loi de 1984, les plus préventifs. En effet, ils s'adressent à toutes les entreprises, que celles-ci soient exposées à des difficultés par la suite ou non. Or, il n'est pas rare que le chef d'entreprise hésite à signaler un élément inquiétant, ce qui peut s'avérer dramatique pour l'entreprise et ses salariés. Dans cette hypothèse, la loi de 1984 a permis à plusieurs personnes d'imposer au dirigeant le dialogue afin de le mettre face à ses responsabilités et de l'inciter à prendre des mesures de redressement.

b. La procédure d'alerte

Dans le cadre de la procédure d'alerte créée en 1984 et renforcée en 1994, plusieurs personnes, internes ou externes à l'entreprise, ont le pouvoir d'attirer l'attention du dirigeant

sur les difficultés de son entreprise. Plus précisément, le commissaire au compte est investi d'un devoir d'alerte, tandis que le comité d'entreprise, les associés et le président du tribunal de commerce ne se voient que conférer la possibilité d'alerter le dirigeant.

Au sein-même de l'entreprise, le droit d'alerte peut être exercé soit par les représentants des salariés, soit par les associés. La procédure d'alerte mise en œuvre par le comité d'entreprise s'effectue sur des critères plus larges que celui de difficultés menaçant la survie de l'entreprise à court terme. Il peut en effet déclencher l'alerte s'il constate des faits de nature à affecter la situation économique de l'entreprise, comme par exemple une restructuration. Dans un premier temps, il demande des explications à la direction qui doit lui fournir une analyse de la situation et un descriptif des mesures envisagées. Si la réponse de celle-ci n'est pas satisfaisante, le comité établit un rapport d'alerte à l'aide d'un expert-comptable rémunéré par l'entreprise qu'il transmet soit au conseil d'administration, soit au conseil de surveillance, soit aux associés. Le commissaire aux comptes est quant à lui informé de l'alerte. Les associés des SARL et les actionnaires des sociétés en commandite peuvent poser des questions à la direction sur « tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation ». Contrairement aux représentants des salariés, si aucune réponse n'est donnée ou si elle ne les satisfait pas, les actionnaires ne peuvent rien faire de plus. Lorsque l'entreprise est une SARL, les réponses du gérant sont transmises au commissaire aux comptes. Dans le cas contraire, aucun signal des difficultés n'est transmis à l'extérieur. Dans le cas d'une SA, si le commissaire aux comptes sait que des questions ont été posées, il doit déclencher lui-même la procédure d'alerte.

D'un point de vue externe à l'entreprise, le commissaire aux comptes a le devoir d'alerter le dirigeant des difficultés de l'entreprise, tandis que le président du tribunal de commerce en a le droit. Le commissaire aux comptes est le mieux placé pour apprécier les difficultés ; il est en effet amené, dans le cadre de sa mission consistant à certifier la régularité des comptes, à rendre des comptes sur les perspectives de continuité de l'activité. A défaut d'une réponse satisfaisante de la direction, il convoque le conseil d'administration ou de surveillance et en informe le président du tribunal de commerce. Si à l'issue de cette délibération, la continuité de l'entreprise demeure menacée, il rédige un rapport qui sera soumis à la prochaine assemblée des actionnaires. Si les décisions prises lors de cette réunion ne permettent toujours pas de résoudre les difficultés, le commissaire informe le comité

d'entreprise et de nouveau le président du tribunal. Le législateur a longuement hésité sur la qualification des faits de nature à compromettre la continuité de l'activité ; soit on adopte une liste précise de signaux, soit on procède à une interprétation vague et souple. C'est en définitive la seconde approche qui a été retenue. Le législateur a considéré que l'alerte devait intervenir dès la détection d'une « menace suffisante affectant la continuité de l'exploitation », quelle que soit sa nature ; cette interprétation permet au commissaire aux comptes de déclencher la procédure même lorsque les signaux sont extracomptables. Enfin, lorsque les premières difficultés apparaissent, les dirigeants peuvent être convoqués par le président du tribunal de commerce, sans que cette convocation n'ait valeur de contrainte pour autant. Lorsque l'entretien a lieu, le président peut demander des informations complémentaires non seulement auprès du dirigeant mais aussi auprès du commissaire aux comptes, du comité d'entreprise, des administrateurs publics, des organes de sécurité et de prévoyance sociale et de la Banque de France. Si ces informations lui apprennent que l'entreprise a cessé ses paiements, il peut déclencher une procédure collective par saisine d'office du tribunal. Il se peut cependant que ces explications révèlent des difficultés curables. Dans ce cas, les dirigeants sont invités à négocier avec leurs créanciers afin d'arrêter un « plan », à savoir des mesures permettant de redresser la situation. En cas d'échec des négociations, la situation s'apparente à la cessation des paiements et l'entreprise entre en défaillance.

2. La prévention de la défaillance de l'entreprise en détresse

A ce stade, l'entreprise n'a pas forcément été confrontée à des difficultés ou à tout le moins, si c'est le cas, ces difficultés peuvent être résolues dans le cadre de la procédure d'alerte. Or, il arrive que les mécanismes de prévention échouent et rendent le défaut quasi-inéluctable. Devant l'ampleur des difficultés, le dirigeant se sent souvent démuni et peut être amené à solliciter l'aide des pouvoirs publics ou une procédure extrajudiciaire afin de faciliter un accord avec les créanciers. Ces deux derniers mécanismes constituent, à l'instar des obligations comptables et d'information (du dirigeant qui doit rendre sa situation financière plus transparente ou de différents organes dans le cadre de la procédure d'alerte), des mesures de prévention, certes à un stade où la pérennité de l'entreprise est davantage menacée.

a. L'intervention publique

La crise économique des années 1970 et la hausse des défaillances qui en a résulté ont incité les pouvoirs publics à se saisir du problème afin d'en atténuer les conséquences économiques et sociales. La première instance nationale instaurée à cet effet en 1974, le Comité interministériel pour l'aménagement des structures industrielles (CIASI), est en 1982 remplacé par Le CIRI (Comité interministériel de restructuration industrielle), compétent pour examiner les difficultés des entreprises de plus de 400 salariés, quel que soit leur secteur d'activité. Il est chargé d'une part de détecter et de prévenir les difficultés des entreprises, et d'autre part de rechercher des solutions aux difficultés conjoncturelles ou sectorielles. Au niveau départemental, le CODEFI (Comité départemental d'examen des problèmes de Financement des entreprises) assiste quant à lui les entreprises de moins de 400 salariés. Il est saisi par les dirigeants, par l'un de ses membres, ou par le CIRI. Il ne dispose pas de moyens financiers mais organise des réunions avec les partenaires financiers de l'entreprise ou les autres administrations (actionnaires, assureurs, banquiers, créanciers publics ou privés, fournisseurs...) et peut, avec l'accord du dirigeant, mandater un cabinet spécialisé afin de réaliser un audit. Dans le cadre d'un plan de restructuration, il participe à la négociation avec les bailleurs de fonds en vue de la couverture des besoins de financement. Parallèlement furent créés les CORRI (Comités régionaux de restructuration industrielle). Dans un souci de simplification des procédures, ces comités, qui pouvaient accorder des prêts du Fonds de développement économique et social (FDES), ont toutefois été supprimés en 2004, leurs missions étant transférées au CIRI ou au CODEFI.

Néanmoins, ces organismes se voient reprocher leur manque de transparence, de sorte qu'il est difficile d'estimer leur efficacité. Par ailleurs, le procureur de la République informe le président du tribunal de commerce à chaque fois qu'une entreprise recourt à ces organismes. Si ce dernier peut saisir d'office le tribunal et déclencher une procédure collective, la loi de 1984 (renforcée en 1994¹⁰³) prévoit un autre moyen de régler les difficultés, sans que cette résolution ne passe par une cessation des paiements.

¹⁰³ Voir *infra* pour le détail des amendements de la loi de 1994.

b. Le règlement amiable

Le débiteur peut, dans le cadre d'un règlement amiable, négocier avec ses créanciers en vue d'obtenir des délais ou remises de ses dettes. Si la possibilité pour le débiteur de résoudre lui-même ses difficultés en-dehors d'une procédure judiciaire existe a été introduite dès 1919, elle n'est cependant codifiée que dans la loi de 1984 ; le règlement amiable en est d'ailleurs l'avancée majeure. Confidentiel et surtout très souple, il prévoit la désignation d'un conciliateur par le tribunal (article L611-3). L'intervention d'un conciliateur dans les négociations est essentielle car l'entreprise a à ce stade perdu la confiance de ses créanciers. Par ailleurs, l'ampleur des difficultés tend à décourager les créanciers à lui accorder des remises ou un rééchelonnement de dettes par crainte d'être accusés de soutien abusif¹⁰⁴.

Cette procédure est ouverte à toutes les entreprises commerciales, artisanales et les personnes morales de droit privé¹⁰⁵ qui sans se trouver en cessation des paiements, voient leur survie fortement remise en question. Par conséquent, le règlement amiable ne peut se substituer à une procédure collective : le redressement doit être encore possible. Il ne s'agit en aucun cas de permettre à un débiteur négligent d'obtenir un moratoire supplémentaire. En ce sens, il convient de distinguer le règlement amiable, procédure contractuelle encadrée par le tribunal en amont de la cessation des paiements, de la renégociation informelle, mode de résolution extra judiciaire et alternatif à la procédure collective. Afin d'évaluer les chances de redressement, le tribunal dispose de moyens analogues à ceux qu'il détient dans le cadre de la procédure d'alerte, auxquels s'ajoute un accès aux établissements bancaires et financiers. Tout commence par une requête du débiteur au président du tribunal qui doit exposer les difficultés juridiques, économiques ou financières de son entreprise, ses besoins de financement ainsi que ses possibilités économiques. Cette demande doit obligatoirement être transmise au procureur de la République. Le dirigeant est alors convoqué et il appartient au président du tribunal d'accueillir favorablement ou non sa demande. S'il n'y accède pas, il saisit d'office le tribunal et déclare l'entreprise en état de cessation des paiements. En revanche, s'il juge que les difficultés ne sont pas irrémédiables, il ouvre le règlement amiable et désigne un conciliateur. Le rôle de celui-ci n'est non pas d'exercer un pouvoir de contrainte mais de trouver un terrain d'entente entre les différentes parties. Son objectif est de redresser

¹⁰⁴ Si l'accord n'est pas homologué par le tribunal (voir *infra*).

¹⁰⁵ Les entreprises agricoles peuvent également bénéficier de la procédure de règlement amiable, la seule différence étant que celle-ci n'est pas déclenchée par le débiteur mais par ses créanciers.

l'entreprise par le biais d'un accord avec les créanciers, ce dans la plus grande discrétion. Il est nommé pour une durée de trois mois, celle-ci étant prorogeable d'un mois à sa demande.

Le règlement amiable implique des compromis de part et d'autre ; le débiteur doit engager tous les moyens nécessaires afin de redresser son entreprise, condition pour que les créanciers consentent à des sacrifices. Si l'accord ne réunit pas tous les créanciers, il peut être homologué par le tribunal, qui peut accorder au débiteur les délais de paiement prévus par le code civil (deux ans) concernant les créanciers ne participant pas à l'accord. Si en revanche tous les créanciers sont parties à l'accord, celui-ci doit obligatoirement être approuvé par le tribunal. La loi est finalement assez silencieuse sur le rôle de l'homologation du tribunal. Un accord non homologué conserve son utilité puisqu'en tant que contrat, il lie ses différents signataires, tandis que la *common law* favorise le débiteur au détriment des créanciers non parties. Le rôle de l'homologation du tribunal est au fond essentiellement psychologique. Elle confère en effet au règlement amiable un aspect juridique qui rassure les créanciers, notamment car elle leur garantit qu'ils ne seront pas poursuivis pour soutien abusif. En outre, la constatation légale de l'accord constitue un titre exécutoire pour chaque partie. Les créanciers doivent respecter les délais et remises consentis, tandis que le débiteur est tenu de respecter son nouvel échéancier de paiement et les conditions qui lui sont associées. Cependant, celui-ci n'est soumis à aucune autre contrainte et il n'est pas dessaisi de la gestion de l'entreprise.

En cas de non-exécution de la part du débiteur, les délais de paiement et les remises accordés sont automatiquement annulés et une procédure de redressement judiciaire est initiée. En revanche, aucune sanction n'est prévue si ce sont les créanciers qui ne respectent pas leurs engagements contractuels. La doctrine est divisée sur le fait de savoir si le non-respect du règlement amiable par le débiteur constitue un critère de déclenchement de la procédure alternatif à celui de la cessation des paiements. Certains affirment que puisque les textes codifiant le règlement amiable ont été rédigés après ceux relatifs à la cessation des paiements, cette dernière prévaut et doit dès lors être déclarée. Pour d'autres, la non-exécution des dispositions du règlement amiable du débiteur ne sachant s'expliquer autrement que par des difficultés financières, elle constitue un critère autonome de déclenchement qui intègre de fait l'incapacité du débiteur à honorer son passif exigible. Il est selon nous possible d'affirmer que la non-exécution du contrat se traduit dans tous les cas par une cessation des paiements,

de sorte que ces deux critères peuvent se confondre. Il nous paraît toutefois plus pertinent de maintenir le critère de cessation des paiements, peu importe qu'il ait entraîné un non-respect du règlement amiable, ou qu'au contraire il soit dû à une inexécution du contrat.

Le principal avantage du règlement amiable est son caractère disciplinaire et incitatif pour les différentes parties. Les créanciers ont tout intérêt à coopérer et à consentir des compromis s'ils pensent que le règlement amiable leur permettra d'échapper à une procédure collective. En effet, leurs gains seront de toute manière plus élevés dans le cas où l'entreprise poursuit son activité, d'autant plus que le règlement amiable procure au débiteur de bonnes incitations, celui-ci adoptant un comportement d'autant plus sain qu'il craint de perdre son emploi. Dès lors, la résolution contractuelle des difficultés contribue à maintenir en vie l'entreprise, sans que l'on ne puisse reprocher aux banques des comportements de soutien abusif pour autant. En d'autres termes, un accord a d'autant plus de chances d'être conclu que les parties intègrent dans leurs négociations le risque de son échec ; le règlement amiable les incite à mettre tout en œuvre en ce sens. Plus exactement, ce sont les règles régissant les procédures collectives qui ont un impact sur le succès du règlement amiable. Ces incitations vont dans le sens d'une efficacité *ex ante* du droit français des entreprises en difficultés, du moins concernant le règlement amiable. En pratique néanmoins, il est fréquent que les créanciers refusent d' « entrer dans le jeu » ; selon eux, les difficultés de l'entreprise vont la conduire inéluctablement à une cessation des paiements.

C. Le contexte législatif de l'étude : la protection de l'entreprise et de ses salariés

Lorsque les différents mécanismes de prévention mis à la disposition de l'entreprise échouent, une procédure de redressement judiciaire est déclenchée. La législation de la défaillance actuelle ayant été adoptée le 26 janvier 2005¹⁰⁶, nous n'avons aujourd'hui pas de recul suffisant pour chiffrer son impact. C'est pourquoi nous centrons notre étude sur les entreprises défaillantes traitées dans le cadre de l'avant-dernière législation (*i.e.* le couple de lois du 25 janvier 1985 et du 10 juin 1994¹⁰⁷). Or, l'analyse de leur trajectoire de défaut et de

¹⁰⁶ Voir *infra* l'encadré 1.

¹⁰⁷ Plus précisément, nous incluons dans la législation de 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaire des entreprises la loi du 1^{er} mars 1984. En effet, si le règlement amiable qu'elle prévoit constitue un mécanisme de

son traitement judiciaire rend nécessaire d'apporter des éléments de compréhension du cadre législatif dans lequel elles évoluent.

1. Caractéristiques générales de la loi de 1985

Si la loi de 1967 dissociait pour la première fois le traitement de l'entreprise et celui de son dirigeant, celle du 25 janvier 1985 codifie l'objectif de sauvegarde de l'emploi des procédures collectives. Afin de juguler l'inexorable croissance des défaillances résultant de la crise économique, la loi de 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaire des entreprises instaure un régime plus protecteur non seulement de l'entreprise mais de ses salariés. En affichant très clairement l'objectif de sauvegarde de l'entreprise, elle a radicalement transformé l'esprit de la matière. Elle met en place une procédure de redressement judiciaire unique dont l'objectif est défini dans son article 1^{er} : « permettre la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité et de l'emploi et l'apurement du passif ». Ces nouvelles missions s'accompagnent d'un rôle accru des tribunaux, la protection de l'emploi étant un objectif d'intérêt général. Le tribunal va intervenir de façon permanente en nommant un juge-commissaire qui va suivre la procédure du début à la fin. Clairement, les créanciers passent au second plan ; leurs droits de poursuite sont suspendus, ils sont écartés de l'élaboration du plan de redressement et le tribunal, seul acteur de la procédure, peut leur imposer des délais de paiement. Tout est d'ailleurs entrepris pour diminuer le passif de l'entreprise, parfois même artificiellement ; on va parfois jusqu'à refuser de payer des créanciers alors même qu'on serait en mesure de le faire. Inversement, la procédure s'humanise à l'égard du débiteur ; celui-ci n'est plus automatiquement dessaisi des affaires courantes et en cas de faute, les sanctions sont moins lourdes qu'auparavant. Dès le jugement d'ouverture, on va tenter de sauver l'entreprise en lui imposant une période d'observation. Ce n'est qu'après un diagnostic de la situation de l'entreprise et éventuellement l'entreprise de mesures qu'a lieu le jugement final qui décide si l'entreprise sera redressée ou liquidée.

prévention en amont de la cessation des paiements, celui-ci fait pour autant partie intégrante du dispositif législatif au sens large visant à renforcer la protection de l'entreprise et de ses salariés et dont dépendent les entreprises de notre étude. Il faut attendre la loi du 26 juillet 2005 pour que les procédures de prévention et de traitement des difficultés des entreprises qui ne sont pas en situation de cessation des paiements relèvent des procédures collectives proprement dites.

2. Appréciation critique de la loi de 1985

La loi du 25 janvier 1985 a été conçue afin de faciliter le redressement des entreprises en difficultés grâce à des solutions de continuation et de reprise. Or, le nombre de défaillances d'entreprises n'a à la suite de l'adoption de la loi cessé de croître ; il a ainsi été multiplié par trois en dix ans (de 25 000 en 1984 à 75 000 en 1993), entraînant la perte de 500 000 emplois. Ces chiffres sont d'autant plus inquiétants que la plupart des procédures collectives se sont soldées par une liquidation (90% des procédures ouvertes en moyenne), peu d'entreprises en difficultés n'ayant pu être sauvées par les mécanismes de prévention. Alors que le redressement est dans les textes la procédure maîtresse du dispositif, la liquidation judiciaire ne devait être que résiduelle. Nombre de ses dispositifs sont d'ailleurs empruntés au redressement, la liquidation n'étant à l'origine pas considérée comme une procédure autonome. En pratique, son usage est néanmoins devenu quasi systématique. Le reproche principal adressé au virage législatif de 1985 concerne ses dispositions particulièrement défavorables aux créanciers, qui sont en quelque sorte sacrifiés au profit du sauvetage de l'entreprise. Or, on s'est beaucoup interrogé sur l'intérêt de léser les créanciers alors même que les entreprises ne sont en définitive que rarement redressées. Ainsi, le préjudice subi par les créanciers lors d'une procédure collective rend à cet égard la loi de 1985 inefficace *ex ante* ; si ces derniers savent qu'ils seront pénalisés par la procédure, ils risquent de restreindre le crédit. Cette inefficacité a probablement conduit à un cercle vicieux : l'augmentation du nombre de procédures collectives et notamment de celui des liquidations risque de rationner le crédit *ex ante*, ce qui peut à son tour conduire à d'autres cessations de paiement.

Il convient toutefois de nuancer le lien entre réforme législative et accroissement du nombre de défaillances. Ces chiffres sont délicats à interpréter et il n'existe pas de preuve qu'un changement de loi exerce un effet substantiel sur les statistiques de disparition des entreprises¹⁰⁸. Selon Pascal Alix, avocat à la Cour, « il est (...) impossible de considérer que les imperfections de la loi de 1985 seraient responsables (...) du nombre des dépôts de bilan. Ces statistiques révèlent, en réalité, la crise d'adaptation des structures industrielles et commerciales au nouvel ordre économique mondial ainsi qu'un phénomène de concentration des entreprises ».

¹⁰⁸ Voir *supra* les discussions au sujet de l'impact de la loi de 1985 sur le nombre de défaillances.

En réalité, si les objectifs de la loi n'ont pas été atteints, c'est surtout parce que les mécanismes qu'elle met en place ne permettent pas toujours aux différents organes, et notamment aux administrateurs judiciaires, d'exercer leurs missions dans des conditions optimales. Les critiques relatives aux imprécisions et incohérences de la loi font ainsi état d'un manque de coordination entre les différents organes ou encore de clarté quant à la nature de la procédure (générale ou simplifiée) à l'égard d'un créancier souhaitant ouvrir une procédure collective. Par ailleurs, la loi de 1985 a été accusée de mettre en place des procédures certes trop complexes, mais surtout trop longues. En particulier, la longueur du plan de redressement (en moyenne quatre ans, mais il arrive que certains durent jusqu'à sept ans) est d'autant plus critiquable que la majorité des entreprises françaises sont des petites et moyennes entreprises, voire des très petites entreprises. Dans ces conditions, on peut se demander si la loi de 1985 est bien adaptée au paysage économique national, même s'il est vraisemblable que la durée de la procédure est d'autant plus longue que les entreprises sont de taille importante.

En définitive, une réforme est apparue nécessaire afin de résoudre trois problèmes majeurs : (1) des mécanismes de prévention lacunaires ; (2) le bafouement des droits des créanciers au profit d'un débiteur dont l'activité est parfois maintenue artificiellement ; (3) la complexité de la procédure.

3. Une réforme attendue mais limitée : la loi de 1994

Près de dix ans après la loi de 1985, la loi du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises a apporté des correctifs à un dispositif qui affichait des faiblesses manifestes. Cette réforme s'articule autour de trois orientations.

a. Le renforcement de la prévention

Les principaux amendements opérés en matière de traitement préventif des difficultés concernent la loi du 1^{er} mars 1984, et notamment la procédure de règlement amiable. Alors que le règlement amiable de 1984 était une procédure contractuelle avec une procédure d'homologation par le tribunal facultative, les pouvoirs du président du tribunal ont été en 1994 considérablement élargis. Il peut ainsi convoquer un cercle plus large de personnes dès

qu'apparaissent des difficultés de « nature à compromettre la continuité de l'exploitation ». En outre, le législateur a pour la première fois consacré ce que la pratique avait tendance à faire en permettant explicitement au président de nommer un mandataire *ad hoc* (un administrateur judiciaire ou un juge-commissaire) avant toute cessation des paiements éventuelle. En dépit de la légalisation du mandat *ad hoc*, la loi ne définit pas clairement le rôle du mandataire ; aussi ses missions peuvent-elles être extrêmement variées. Il exerce sa mission dans la direction donnée par le président du tribunal, mais ce en-dehors du cadre législatif. De manière générale, il a pour mission, sans se substituer au dirigeant, de le seconder dans l'appréhension des difficultés. Par exemple, il peut l'aider à renégocier des délais ou des remises de dettes ou à trouver des financements externes. La nature confidentielle du mandat afin de ne pas alarmer les créanciers et ses modalités très souples font qu'il est en pratique plus fréquemment utilisé que le règlement amiable. Le rôle du mandataire, limité à la mission spécifique que le président lui a attribuée, ne doit pas être confondu avec celui du conciliateur, qui est pour sa part investi d'une mission générale. Toutefois, il arrive que l'intervention du mandataire se poursuive dans le cadre d'un règlement amiable, lequel apparaît comme une voie intermédiaire entre le mandat *ad hoc* et la procédure collective¹⁰⁹.

Les règles encadrant le règlement amiable ont elles-mêmes été modifiées. Une véritable procédure est ainsi instituée, qui permet de prononcer une suspension des poursuites dès son ouverture à l'encontre de l'ensemble des créanciers antérieurs. De son côté, le débiteur ne peut payer aucune créance née antérieurement à l'interdiction des poursuites, à l'exception des créances sur salaires. A la demande du conciliateur, le président du tribunal peut la prononcer afin de favoriser la conclusion de l'accord et doit obtenir un avis des principaux créanciers. Cette suspension dure autant que la mission de conciliateur et s'impose à tous les créanciers afin de les inciter à conclure un accord. La publicité autour de cette mesure met par conséquent un terme à l'obligation de confidentialité découlant de la procédure de règlement amiable¹¹⁰. Enfin, en cas d'inexécution des engagements financiers, le déclenchement du redressement judiciaire n'est désormais plus automatique, ce qui peut inviter les créanciers à « jouer le jeu » du règlement amiable. En effet, le déclenchement de la procédure collective à

¹⁰⁹ De la même manière, le mandat *ad hoc* peut depuis le 26 juillet 2005 constituer un préalable à la « procédure de conciliation » (*i.e.* un règlement amiable étendu pouvant se dérouler au-delà de la cessation des paiements).

¹¹⁰ La perte de confidentialité induite par la suspension provisoire des poursuites peut en partie expliquer le succès relatif du mandat *ad hoc*.

l’issue du règlement amiable étant moins probable qu’auparavant, il est possible que les créanciers prennent conscience de l’utilité de parvenir à un accord. Ainsi, de la même manière que la suspension provisoire des poursuites peut être vue comme un moyen de pression du conciliateur sur les créanciers, le déclenchement optionnel du redressement judiciaire en cas d’échec de l’accord va dans le sens d’une amélioration de la prévention ; il ne reflète en effet pas une plus grande dureté à l’égard des créanciers, ceux-ci ayant au contraire vu leurs prérogatives élargies par la réforme.

b. La restauration des droits des créanciers

La réforme de 1994 a notamment vocation à mieux protéger les créanciers afin de limiter leurs pertes induites par le redressement judiciaire de leur débiteur (à plus forte raison si celui-ci échoue). La loi de 1985 a d’ailleurs été en partie amendée sous la pression des établissements bancaires qui s’estimaient lésés, voire spoliés. Le législateur a en effet pris conscience de l’intérêt de regagner la confiance des prêteurs afin qu’ils assurent le financement normal de l’économie. Dans cet esprit, la réforme étend tout d’abord leur intervention dans le cadre de la procédure et améliore les règles relatives à la vérification du passif par le biais de contrôleurs, créanciers volontaires choisis par le juge. Cependant, ce sont surtout les règles régissant la déclaration des créances munies de sûretés qui ont été modifiées. Ainsi, la forclusion¹¹¹ n’est opposable aux créanciers munis d’une sûreté ou d’un contrat de crédit-bail que s’ils ont été personnellement informés de l’ouverture de la procédure de redressement judiciaire par le représentant des créanciers. Dans le cas contraire, ils disposent d’un délai d’un an pour déclarer leurs créances auprès de leur représentant. Passé ce délai, leur créance est éteinte. Enfin, le droit de revendication¹¹² des créanciers disposant d’un droit sur certains biens détenus par leur débiteur (certains fournisseurs de biens) a été simplifié et renforcé.

c. La refonte des procédures

En instaurant une procédure unique de redressement judiciaire, le législateur de 1985 poursuivait un objectif optimiste de maintien de l’activité. Son intention était de faire en sorte

¹¹¹ La forclusion qualifie une sanction civile qui, en raison de l’échéance du délai qui lui était légalement imparié pour faire valoir ses droits en justice, éteint l’action dont disposait une personne pour les faire reconnaître.

¹¹² Voir note 118.

que le tribunal, au cours de la période d'observation, accompagne l'entreprise dans l'optique de la sauver, ce quelle que soit sa situation au moment de la cessation des paiements. Or, il est non seulement peu réaliste mais également coûteux et inutilement complexe de tenter de redresser des entreprises qui clairement ne seront viables ni dans un avenir proche, ni à long terme. Les entreprises exsangues à l'ouverture de la procédure étaient d'ailleurs souvent celles ayant trop retardé leur cessation des paiements, d'autant que les mécanismes de prévention n'étaient au début des années 1990 pas encore consolidés. Certaines de ces entreprises avaient en outre cessé définitivement toute activité. Dorénavant, la loi prévoit que la liquidation de l'entreprise pourra être décidée soit immédiatement¹¹³, soit à l'issue de la période d'observation si le plan de redressement a échoué.

Au sein de la procédure de redressement, la pratique des plans de cession était elle aussi sujette à critique, d'ailleurs à juste titre puisqu'elle conduisait à des ventes d'actifs discutables, notamment au vu de l'objectif de maintien de l'activité. En effet, beaucoup voyaient à cet égard la loi de 1985 comme un moyen de s'enrichir pour des spéculateurs peu scrupuleux. Le législateur s'est dès lors donné pour objectif de moraliser les pratiques d'entreprises en difficultés et d'orienter les plans de cession dans une double direction. D'une part, il s'agit d'éviter que la vente de l'entreprise ait lieu dans l'urgence, ce qui va à l'encontre des pratiques concurrentielles. D'autre part, moraliser les plans de cession nécessite la mise en œuvre de moyens permettant d'empêcher le dépeçage de l'entreprise dans l'intention pour le repreneur de réaliser une plus-value sur ses actifs. En effet, cette pratique était néfaste aussi bien pour l'économie nationale que pour les créanciers (qui auraient pu être plus facilement désintéressés dans le cadre d'une liquidation classique orchestrée par le tribunal) et surtout les salariés, d'autant plus qu'ils envisagent, dans la perspective d'une poursuite de l'activité, de conserver leur poste. La loi de 1994 a ainsi œuvré dans ce sens en améliorant la transparence des opérations et en interdisant les ventes de dernière minute. Il est également demandé au repreneur de fournir une liste prévisionnelle des cessions d'actifs dans les deux ans suivant la cession.

Salutaire en ce qu'elle atténueait les critiques les plus criantes, la loi de 1994 n'a cependant eu qu'une portée limitée, dans la mesure où elle a davantage mis en place un

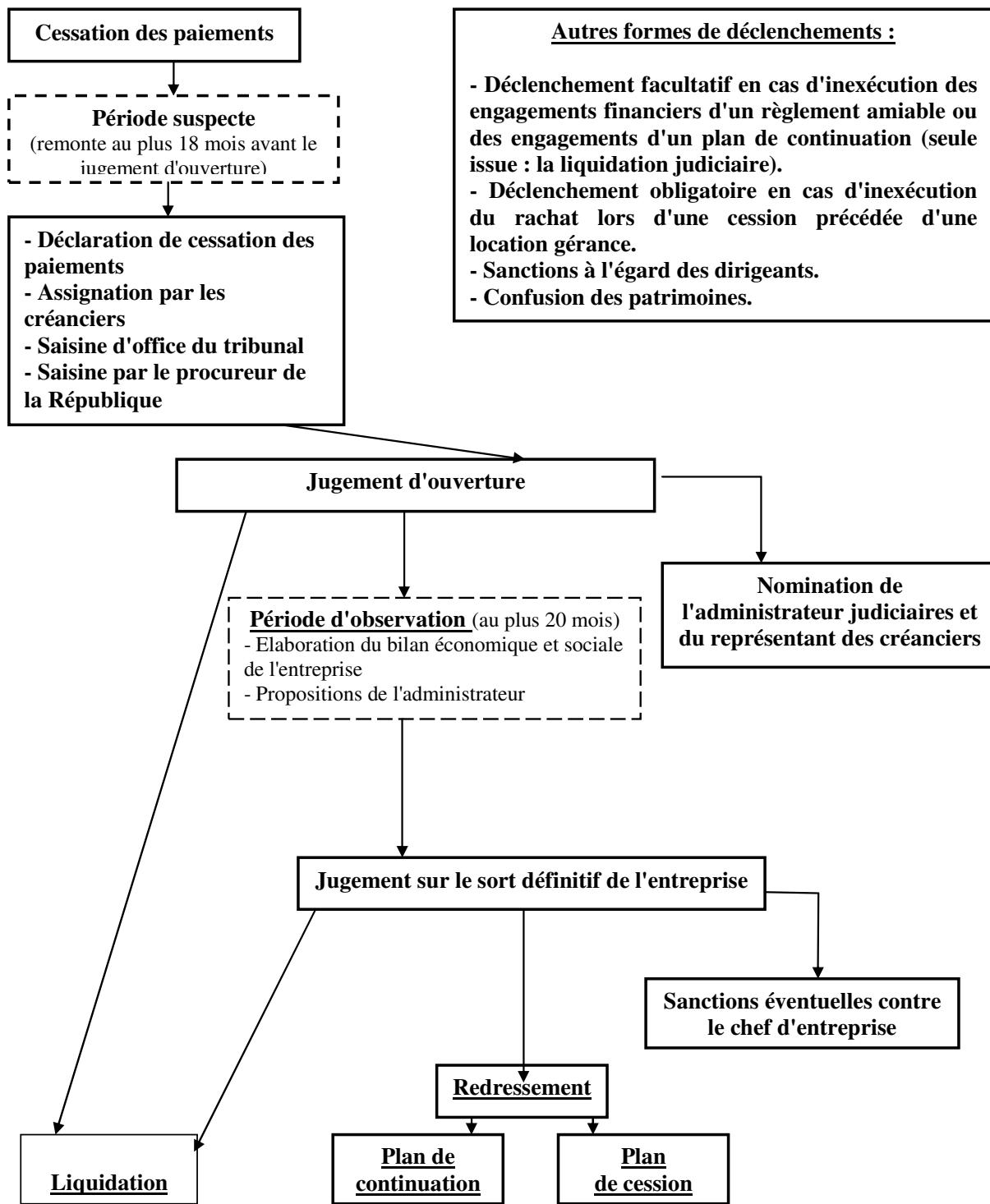
¹¹³ Il arrivait toutefois que le tribunal prononce une liquidation peu de temps après le début de la période d'observation, de sorte que le législateur n'a fait que codifier une pratique qui existait déjà.

« toilettage de forme » qu'une réforme de fond. A la fin des années 1990, des questions restaient ainsi en suspens. En ce qui concerne la moralisation des plans de cession par exemple, on peut s'interroger sur le choix du législateur d'imposer au repreneur de divulguer les actifs cédés dans les deux premières années, alors que celui-ci peut vendre les actifs de l'entreprise un par un par la suite. De plus, il est resté silencieux sur des cas particuliers tels qu'une cession importante des actifs lorsqu'aucun engagement n'a été pris à cet égard et leur éventuelle sanction. De plus, si le législateur s'est concentré sur la protection des actifs de l'entreprise, la réforme ne fait pas état de l'importance qui doit être accordée au maintien de l'emploi dans l'entreprise cédée. Toutefois, il est possible que lorsque le tribunal doit opérer un choix entre plusieurs offres de reprise, il soit sensible à des critères sociaux ; c'est ce que nous vérifierons dans la suite de notre étude. Une réforme de plus grande ampleur s'imposait, mais n'a été de cesse reportée jusqu'en 2005.

D. Le déroulement de la procédure

L'esprit général de la législation sur laquelle s'appuie notre étude étant présenté, il convient d'en exposer les modalités. L'objet de cette partie n'est pas de porter un regard exhaustif de juriste sur les mécanismes de la défaillance ; notre présentation de l'architecture globale de la loi s'inscrit dans une démarche économique et constitue un préalable à un examen empirique des trajectoires de défaut et de leurs conséquences financières.

Figure 5 : Déroulement de la procédure collective de 1985-1994



Source : Blazy et Combier, 1998

1. L'ouverture de la procédure de redressement judiciaire

a. Les conditions d'ouverture

- La cessation des paiements

Une procédure de redressement judiciaire ou de liquidation doit être entreprise à l'encontre de toute personne en situation de cessation des paiements, c'est-à-dire dont l'actif disponible ne lui permet pas de faire face à son passif exigible. Ce critère se rapproche dès lors davantage de l'illiquidité que de l'insolvabilité (lorsque les dettes sont supérieures à l'actif). Il s'agit d'une notion à la fois comptable et juridique, qui consiste à rechercher dans le bilan financier le passif à court terme (dettes certaines, liquides et exigibles) et le comparer avec l'actif disponible (encours de caisse, créances recouvrables, stocks immédiatement vendables, immeubles dont la vente est sûre à court terme). En effet, le bilan ne constitue qu'un élément d'appréciation, que toute juridiction se doit d'interpréter notamment au vu des délais de réalisation des actifs. Il arrive ainsi qu'une cessation des paiements soit déclarée si le débiteur parvient à respecter ses échéances de court terme par des moyens frauduleux, ou inversement qu'un tribunal hésite à la constater en l'absence de signe extérieur de cessation des paiements tel que le non-paiement de dettes fiscales, des saisies ou des chèques sans provision. Dans certains cas, il arrive que le tribunal ouvre la procédure judiciaire sans cessation des paiements, par exemple en cas d'inexécution du règlement amiable, de fraude du dirigeant ou encore, ou encore de non-respect d'un locataire-gérant de son obligation de rachat dans le cadre d'une cession.

La date de cessation des paiements, souvent peu aisée à déterminer, est fixée par le tribunal qui peut remonter jusqu'à dix-huit mois précédant le jugement d'ouverture. Si le tribunal omet de la préciser, elle se confond avec la date du jugement d'ouverture. Durant la période suspecte, *i.e.* entre la cessation des paiements et le jugement d'ouverture, tous les actes du débiteur peuvent être annulés, celui-ci risquant de dissimuler ses biens ou de favoriser certains créanciers.

- La qualité exigée

Le champ d'application des procédures collectives peut aussi bien concerner les personnes physiques que morales. Concernant les personnes physiques, la loi du 25

janvier 1985 a élargi le champ des procédures collectives aux artisans, seuls les commerçants pouvant auparavant bénéficier du traitement collectif. La loi du 30 décembre 1988 a quant à elle étendu l'application de la procédure aux agriculteurs. D'autres personnes physiques peuvent être soumises à la procédure judiciaire par voie de conséquence, par exemple lorsque des sanctions sont prononcées à l'encontre du dirigeant, ou encore lorsque les associés d'une personne morale sont tenus solidaires du passif (sociétés en nom collectif, groupements d'intérêt économique...). En conséquence, les personnes exerçant une activité économique à vocation non commerciale (professions libérales) sont soumises à un régime de déconfiture ; elles ne bénéficient pas des effets protecteurs de la loi et leurs créanciers peuvent les poursuivre individuellement.

La loi de 1967 a étendu le champ d'application des procédures collectives à toutes les personnes morales de droit privé, y compris les sociétés civiles et morales non commerçantes ainsi que les sociétés de droit privé concessionnaires de services publics. Les établissements et les collectivités publiques sont exclus de la procédure, à l'exception des sociétés d'économie mixte.

Par ailleurs, il arrive qu'une activité soit exercée par plusieurs sociétés, dont les bilans se confondent. Par conséquent, la théorie de la confusion des patrimoines a été créée afin d'intégrer à la procédure collective toutes les personnes qui participaient à la société, qu'elles soient physiques ou morales.

b. Les modalités de saisine du tribunal

La législation donne compétence au tribunal de commerce pour les commerçants et artisans et au tribunal de grande instance pour les agriculteurs et les personnes morales de droit privé non commerçantes. Quatre acteurs ont la possibilité de saisir le tribunal.

- La saisine par le débiteur : la déclaration de cessation des paiements

Tout débiteur en situation de cessation des paiements doit en faire la déclaration au greffe du tribunal compétent dans un délai de quinze jours, sous peine de sanction. Si c'est une personne physique, elle doit se présenter elle-même sauf mandat spécial. Si c'est une personne morale, la décision revient à l'organe d'administration, sous

réserve de la consultation des délégués du personnel, sans quoi il commet un délit d'entrave.

- **La saisine sur assignation d'un créancier**

Le tribunal peut également être saisi par un créancier, ce quel que soit le montant de sa créance. Cependant, dans la mesure où la demande d'ouverture ne peut constituer une demande subsidiaire de demande de paiement, les créanciers sont souvent réticents à exercer leur droit de saisine. En particulier, ceux munis d'une sûreté espèrent la faire jouer en-dehors de toute procédure. Les créanciers répugnent souvent à remettre en cause une relation commerciale, ce type de saisine constituant une procédure contentieuse.

- **La saisine d'office par le tribunal ou par le procureur de la République**

Afin de pallier la carence du débiteur ou de ses créanciers, chaque tribunal de commerce comprend une cellule de prévention et une cellule de saisine qui permet à son président de se renseigner sur la situation du débiteur. L'ouverture de la procédure n'est pas automatique : ce n'est que s'il pense que l'entreprise est en situation de cessation des paiements ou qu'une procédure a été mal engagée qu'il convoque le débiteur et déclare une cessation des paiements en motivant sa décision.

c. Le jugement d'ouverture

- **La préparation du jugement d'ouverture**

Afin d'appréhender la réalité de la cessation des paiements, le tribunal déclenche une enquête préalable sur la situation de celle-ci et procède à l'audition du débiteur, des délégués du personnel et de toute personne qu'il juge utile d'entendre. Il nomme un juge-enquêteur à qui il confie la mission de recueillir tous renseignements sur la situation économique et sociale de l'entreprise et de dresser un rapport adressé au tribunal, remis au débiteur et discuté en chambre du conseil de manière contradictoire. Après s'être assuré que l'entreprise est bien en situation de cessation des paiements, le tribunal prononce l'ouverture de la procédure collective, qui fait l'objet d'une large publication.

- **La désignation des organes de la procédure**

Un juge-commissaire, qui dispose de larges pouvoirs d'investigation, est alors désigné afin d'assurer le bon déroulement de la procédure et la protection des intérêts en présence. Un administrateur est obligatoirement désigné dans le régime général afin d'assister le dirigeant dans les affaires courantes de l'entreprise¹¹⁴ et d'évaluer ses chances de redressement, de même qu'un représentant des créanciers afin d'enregistrer et de vérifier les créances sur l'entreprise. Les contrôleurs, innovation de la loi de 1994, sont des créanciers volontaires désignés par le juge commissaire afin de seconder le juge-commissaire dans sa mission de surveillance de l'administration de l'entreprise et d'assister le représentant des créanciers dans sa fonction de vérification des créances. Enfin, un représentant des salariés, nommé par ses pairs, a également pour fonction d'aider le représentant des créanciers, son rôle se limitant toutefois à la vérification des salaires.

- **Le choix de la procédure et de la durée de la période d'observation**

Dans un premier temps, le tribunal doit déterminer, au vu d'un premier diagnostic établi par les enquêtes préliminaires, si l'entreprise doit disparaître du circuit économique ou si elle mérite d'être redressée. Dit différemment, il doit choisir entre une procédure de liquidation ou de redressement judiciaire, laquelle donne lieu à une période d'observation au cours de laquelle les perspectives économiques de l'entreprise sont analysées.

Lorsqu'une procédure de redressement judiciaire est choisie, le jugement d'ouverture fixe la durée de la période d'observation, ce qui revient finalement, pour les petites entreprises, à déterminer le régime légal applicable¹¹⁵. Si ces entreprises choisissent un régime simplifié, leur période d'observation ne pourra pas excéder huit mois, ce qui peut être suffisant dans des très petites structures ou dans les cas où une liquidation est prévisible, de sorte que cela évite d'engager des mesures inutiles et coûteuses. Dans le cadre d'un régime général, la période d'observation peut être ramenée à vingt mois.

Une entreprise soumise au régime simplifié peut à tout moment, si elle estime avoir

¹¹⁴ Le régime auquel est soumise l'entreprise défaillante dépend de la taille de celle-ci (les plus grosses sont soumises au régime général automatiquement, les autres de manière optionnelle). Les principales implications de cette distinction sont la durée de la période d'observation (plus longue dans le cadre du régime général) et la nomination d'un administrateur judiciaire (dans le régime simplifié, le dirigeant continue seul à gérer les affaires courantes).

¹¹⁵ Voir note précédente.

besoin d'une assistance dans l'administration de ses affaires ou simplement de davantage de temps, se placer sous le régime général.

2. La période d'observation

La période d'observation est une innovation majeure de la loi de 1985. Elle représente pour l'entreprise une phase active pendant laquelle elle poursuit son activité dans des conditions optimales car encadrées par la loi. Cet aspect actif est une avancée majeure par rapport au cadre législatif de 1967 dans lequel le fonctionnement de l'entreprise était gelé et réactivé seulement après diagnostic. Or, ce gel de l'activité avait souvent pour conséquence d'aggraver les difficultés. Le tribunal est pour sa part dans un premier temps « passif » afin d'apprécier les perspectives de redressement de l'entreprise, puis actif dans la préparation du plan de redressement (le cas échéant).

a. La poursuite de l'activité de l'entreprise

L'activité doit continuer au cours de la période d'observation ; pour que le redressement soit possible, elle doit se poursuivre dans des conditions proches de celles qui existaient avant le jugement d'ouverture. Cependant, dans la mesure où le potentiel économique de l'entreprise sera être affecté par l'ouverture de la procédure, la législation a dû mettre en place un certain nombre de dispositions afin de retenir les différents partenaires de l'entreprise mais aussi d'attirer des partenaires financiers potentiels.

- La répartition des pouvoirs entre administrateur et débiteur

C'est tout d'abord la répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise qui va être modifiée. Nous supposons ici que nous nous plaçons dans le cadre du régime général, ce qui implique que le dirigeant est en parti écarté de la gestion de l'entreprise au profit d'un administrateur. Les pouvoirs de l'administrateur varient selon le degré de défiance du tribunal à l'égard du dirigeant. Les pouvoirs de ce dernier vont dès lors dépendre de l'étendue des missions confiées à l'administrateur, de sorte que l'on peut parler de « dessaisissement à la carte ».

Cependant, quelle que soit la décision du tribunal sur ses pouvoirs, certaines compétences propres sont réservées à l'administrateur. Il doit ainsi décider de la

continuation ou non d'un contrat en cours, ou encore exiger du chef d'entreprise qu'il accomplisse tous les actes nécessaires à la conservation des droits de l'entreprise contre les débiteurs de celle-ci (par exemple inscrire ou renouveler une sûreté) et à la préservation des capacités de production. A défaut, l'administrateur entreprend lui-même ces mesures. Ainsi, si le débiteur est en situation d'interdit bancaire, il reviendra à l'administrateur de faire fonctionner ses comptes.

Au-delà de ces actes, le rôle de l'administrateur dépend de la situation ; il est chargé soit de surveiller simplement les actions du débiteur, soit de le seconder, soit d'administrer l'entreprise. Dans le premier cas, l'administrateur exerce un contrôle *a posteriori* du débiteur, qui ne peut par conséquent se voir interdire de passer tel ou tel acte. En cas de désaccord, l'administrateur peut éventuellement demander un élargissement de sa mission. Dans le deuxième cas, il peut lui être demandé d'assister le débiteur pour soit tous ses actes, soit certains. En d'autres termes, on se place soit dans un système de cogestion, qui nécessite un contreseing de l'administrateur pour tous les actes, soit dans un système plus souple dans lequel l'acte ne relevant pas de la mission de l'administrateur ne peut être entaché de nullité. Dans le dernier cas, il peut y avoir une représentation du débiteur par l'administrateur, entièrement ou en partie.

Afin de faciliter la poursuite de l'activité de l'entreprise, le législateur a par ailleurs prévu un certain nombre de dispositions vis-à-vis des partenaires de celle-ci.

- **L'interdiction des paiements et la suspension des poursuites**

L'une des règles immuables du droit des procédures collectives est celle de l'interdiction du paiement des créances antérieures à l'ouverture d'une procédure collective, à l'exception de celles munies d'un gage (droit de rétention¹¹⁶) ou d'une clause de réserve de propriété¹¹⁷ dont le détenteur peut exercer un droit de revendication¹¹⁸. Cette interdiction du paiement des créances s'applique également au paiement des intérêts. Quoiqu'il en soit, cette interdiction est bénéfique pour la

¹¹⁶ Ce droit permet au créancier de retenir un bien du débiteur, lorsque ce bien fait l'objet d'un gage. Ce type de privilège ne bénéficie bien sûr qu'aux fournisseurs de biens, et non de services.

¹¹⁷ Clause du contrat de vente en vertu de laquelle le vendeur demeure propriétaire des marchandises jusqu'au paiement complet du prix : le transfert de propriété est suspendu.

¹¹⁸ Ce droit permet à un créancier de récupérer un bien détenu par un débiteur qui n'en est pas le propriétaire légal. Ce type de privilège est fréquemment associé au crédit interentreprises.

trésorerie, dans la mesure où l'ensemble des dettes à court terme est transformé en dettes d'horizon plus long.

Si le jugement d'ouverture interdit tout paiement de la part du débiteur, il doit en retour interdire aux créanciers dont la créance est née antérieurement à la cessation des paiements toute poursuite du débiteur ainsi que toute voie d'exécution, que ce soit sur les meubles ou les immeubles.

Les salariés bénéficient quant à eux d'un traitement particulier. Ils peuvent échapper dans une certaine mesure à l'interdiction des paiements, la poursuite de l'activité étant conditionnée à leur participation. Ils disposent en effet d'un « superprivilège » sur les deux derniers mois de salaire précédant le jugement d'ouverture, lesquels doivent être payés dans les dix jours. Les salaires dus après le déclenchement de la procédure collective sont réglables à échéance. Si l'entreprise ne dispose pas de fonds suffisants pour le règlement des salaires, celui-ci est pris en charge par l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS)¹¹⁹. Les licenciements économiques ne peuvent avoir lieu que sur autorisation du juge-commissaire et s'ils présentent un caractère urgent, inévitable et indispensable ; ils doivent dans cette optique demeurer exceptionnels. Tout comme les salaires non superprivilégiés, le règlement des indemnités ne s'effectue en principe qu'à l'échéance.

- **La continuation des contrats en cours**

Selon l'article 37 de la loi de 1985, l'administrateur peut décider de la continuation des contrats en cours, à savoir dont les engagements n'ont pas été totalement exécutés au moment du jugement d'ouverture. Tous les contrats sont concernés par l'article 37, à l'exception des contrats de travail.

Cette modalité conduit à deux orientations. En amont, les contrats souscrits par l'entreprise doivent en dépit de la perte de confiance de ses partenaires être maintenus afin qu'elle puisse continuer à percevoir des liquidités, jouir de ses locaux et s'approvisionner (maintien des comptes bancaires, du bail et des contrats fournisseurs¹²⁰). En aval, l'entreprise doit à son tour respecter pour l'avenir les engagements qu'elle a souscrits antérieurement au jugement d'ouverture, pour autant

¹¹⁹ Voir *supra*.

¹²⁰ Au sein des contrats fournisseurs, seule une vente avec clause de réserve de propriété est considérée comme un contrat en cours.

qu'ils soient, selon l'administrateur judiciaire, indispensables à l'activité de l'entreprise (les contrats négligeables seront rompus).

- **Le financement de l'activité de l'entreprise**

Outre un remaniement de la place des différents acteurs dans la procédure, le maintien de la valeur de l'outil économique implique d'attirer de nouveaux financements. Or, il n'est pour un investisseur pas évident de contracter avec une entreprise dont les capacités de paiements sont amputées. Aussi la loi a-t-elle, dans son article 40, prévu des garanties afin d'inciter de nouveaux créanciers à investir dans l'entreprise.

D'une part, ces nouveaux bailleurs de fonds échappent aux contraintes imposées aux créanciers antérieurs à l'ouverture de la procédure relatives à l'interdiction des paiements et à l'arrêt des poursuites. D'autre part, on déroge à la règle selon laquelle le droit antérieur prime sur le droit postérieur en accordant aux créances nées après le jugement d'ouverture une priorité sur celles le précédant, à l'exception du superprivilège des salaires.

Cette priorité des créances de l'article 40 n'a pas été sans soulever de vives contestations, notamment de la part des établissements bancaires. Ces derniers affirmant qu'il allait à l'encontre du principe d'égalité des créanciers, l'article 40 a été porté devant le Conseil Constitutionnel. Celui-ci l'a validé, après avoir rappelé un autre principe qui impose de traiter de la même manière les créanciers *dans une même situation* ; une discrimination fondée sur la date de naissance de la créance est dès lors envisageable. Néanmoins, sous la pression de nombreux lobbies, la réforme de 1994 a restreint la portée de ce droit prioritaire en les faisant passer après les créances munies de sûretés en cas de liquidation¹²¹. On a alors parlé de « renouveau des sûretés réelles ».

b. L'appréciation de la situation financière de l'entreprise

Si la préservation du potentiel économique de l'entreprise permise par la poursuite de l'activité est essentielle, c'est avant tout pour que le tribunal puisse établir un diagnostic précis de sa situation.

¹²¹ Le maintien du rang prioritaire des créances de l'article 40 en cas de redressement (continuation ou cession) peut s'interpréter comme une volonté du législateur de « récompenser » leurs détenteurs de leur contribution à la préservation de la valeur de l'entreprise.

- **L'observation de l'entreprise et l'élaboration du plan de redressement**

La période d'observation donne ainsi au juge, dans la période qui suit le jugement d'ouverture, l'occasion d'analyser en profondeur les difficultés ayant mené l'entreprise au défaut afin de déterminer laquelle d'une liquidation ou d'un plan de redressement constitue la meilleure option.

Les difficultés de l'entreprise et ses perspectives de redressement s'évaluent notamment au regard du bilan économique et social¹²². Ce document est élaboré par l'administrateur avec le concours du débiteur et éventuellement l'assistance d'un ou plusieurs experts, mais surtout du juge-commissaire qui dispose de très larges pouvoirs d'investigation. Sur la base de ce document, l'administrateur propose soit une liquidation immédiate, soit un plan de redressement. Dans un régime simplifié, il appartient au débiteur d'élaborer un plan à partir des rapports du représentant des créanciers ou du juge-commissaire, que le juge-commissaire soumet au tribunal après avoir fait part de ses recommandations¹²³. Ce plan définit les moyens de financement, les perspectives d'emploi et les modalités d'apurement du passif. Lorsque plusieurs offres de reprise émanant de repreneurs potentiels lui parviennent, l'administrateur évalue leurs avantages et inconvénients à partir de plusieurs indicateurs renseignés par le candidat : le prix de cession ; les motivations du repreneur ; les perspectives d'activité, d'emploi et de financement, et depuis 1994, un état prévisionnel des cessions d'éléments d'actif. Ce rapport récapitulatif est alors adressé au tribunal afin qu'il sélectionne l'offre qui lui paraît préférable au regard des objectifs de la loi.

- **L'estimation du patrimoine de l'entreprise**

L'inventaire des biens de l'entreprise ne peut se faire au jour du jugement d'ouverture ; la détermination de l'actif et du passif peut prendre quelques semaines, d'autant que les méthodes appliquées par le tribunal ne reflètent pas un calcul tout à fait objectif.

L'établissement de l'actif consiste d'une part à le reconstituer en entachant de nullité certains actes et d'autre part à le clarifier en tenant compte des droits de propriété conservés par certains vendeurs de biens. Dans un premier temps, il est recherché si avant la procédure, le débiteur n'a pas fait sortir de son actif des éléments dans des

¹²² Il peut être complété par un bilan environnemental.

¹²³ Une liquidation immédiate ne peut par conséquent être prononcée que dans le cadre du régime général.

conditions susceptibles de porter atteinte aux droits des créanciers. En d'autres termes, on va faire jouer la nullité de la période suspecte. Dans la mesure où celle-ci se dévoile rétroactivement lors du jugement d'ouverture, il est possible que le débiteur et ses créanciers n'aient pas conscience d'être dans la période suspecte et commettent des actes pouvant apparaître choquants. Quelques mois avant le jugement d'ouverture, le débiteur, se rendant généralement compte des difficultés de son entreprise, peut être tenté d'avantage ses créanciers les plus indispensables pour en obtenir des crédits afin de redémarrer l'activité plus facilement après la liquidation. Or, cela met en jeu la responsabilité pénale du dirigeant, ses actes ayant conduit à une rupture d'égalité entre les créanciers et à une diminution de leur gage commun ; soutenu abusivement par certains de ses créanciers, il a frauduleusement diminué son actif¹²⁴. Les sommes sorties de l'actif vont y être réintégrées afin de financer la période d'observation et favoriser les chances de redressement ou, en cas de liquidation judiciaire, bénéficier aux créanciers dont l'égalité est désormais rétablie. Par ailleurs, lorsqu'une créance sur un bien meuble est assortie d'une clause de réserve de propriété, le créancier reste propriétaire du bien qu'il a vendu jusqu'à son paiement complet. A ce titre, il peut faire jouer son droit de revendication et demander à tout moment la restitution du bien à son détenteur (le débiteur). Tenir compte de ces revendications va permettre à l'administrateur (ou au débiteur le cas échéant) de préparer l'avenir ; informé que le patrimoine de l'entreprise contient des biens qui ne lui appartiennent pas, il peut rétablir l'actif à sa valeur réelle.

La détermination du passif de l'entreprise s'effectue en deux temps : sa « fixation » d'abord, sa déclaration ensuite. Elle impose une discipline collective à l'entreprise qui vient considérablement diminuer les droits des créanciers. En effet, le but avant 1985 étant d'organiser le paiement des créanciers, l'actif n'était affecté qu'au paiement des créances déclarées. Or, la sauvegarde de l'entreprise étant aujourd'hui l'objectif du droit, la déclaration des créances a désormais pour objectif de connaître le passif de l'entreprise afin d'évaluer ses chances de redressement. Pour ce faire, il est nécessaire d'arrêter le cours du passif à un moment donné¹²⁵. En d'autres termes, on gèle le passif des créanciers antérieurs qui doivent, afin de récupérer leurs créances, se manifester. Le gel du passif est mis en œuvre par quatre principes majeurs : l'interdiction des

¹²⁴ Voir note 30 au sujet du soutien abusif des banques.

¹²⁵ Aujourd'hui, il n'y a que dans le cadre de la liquidation que l'actif va être affecté au paiement des créanciers.

paiements, la suspension des poursuites et des voies d'exécution, l'interdiction des inscriptions postérieurement au jugement d'ouverture (*i.e.* hypothèques, nantissements, priviléges) et l'arrêt du cours des intérêts. Une fois le passif fixé, le débiteur doit remettre une liste des créances à jour au représentant des créanciers, ce dont il est parfois dans l'incapacité. Les créanciers doivent donc chacun déclarer leurs créances dans les deux mois suivant la publication du jugement d'ouverture. Or, cette déclaration reflète le passif vu par le créancier mais qui ne sera pas forcément le passif retenu par le tribunal. En effet, ces créances déclarées vont d'abord être vérifiées par le représentant des créanciers puis proposées au juge-commissaire qui éventuellement rejette celles qu'il juge contestables. De plus, le législateur a prévu certaines subtilités qui permettront d'écartier certaines créances afin d'artificiellement diminuer le passif. Par exemple, les créanciers trop négligents peuvent se voir sanctionnés par un effacement de leurs créances.

3. L'issue de la procédure

Au terme de la période d'observation, le tribunal prononce lors d'un jugement final l'issue de la procédure et énonce les modalités de règlement des créanciers. Soit il prononce la liquidation, soit il arrête un plan de continuation ou de cession. Contrairement à l'idée reçue selon laquelle une entreprise arrivée au terme d'une période d'observation mérite d'être sauvée, la moitié des périodes d'observation se soldent par une liquidation de l'entreprise¹²⁶. Dans tous les cas, le tribunal est libre et souverain dans ses choix et n'est pas lié par les propositions de l'administrateur.

a. La liquidation de l'entreprise

Lorsque le redressement de l'entreprise est manifestement impossible, le tribunal prononce une liquidation judiciaire soit dès le jugement d'ouverture, soit à l'issue de la période d'observation. A la différence du redressement judiciaire, il n'est prévu aucun plan, les créances non échues sont exigibles et le débiteur est déchu de ses fonctions au profit du liquidateur.

¹²⁶ Ces échecs des plans de redressement viennent s'ajouter aux 80% d'entreprises liquidées dès l'ouverture.

Lorsque la liquidation est immédiate, le tribunal nomme le juge-commissaire et un mandataire judiciaire en qualité de liquidateur. Un représentant des salariés et des contrôleurs sont également désignés. Dans le cas d'une liquidation prononcée à l'issue de la période d'observation, la fonction de liquidateur est exercée par le représentant des créanciers. Le liquidateur reçoit du juge-commissaire tous les renseignements et documents utiles à l'accomplissement de sa mission : il procède aux opérations de liquidation en même temps qu'il effectue ou achève la vérification des créances et détermine l'ordre de paiement des créanciers. Il poursuit les actions introduites avant le jugement de liquidation soit par l'administrateur, soit par le représentant des créanciers, et peut entreprendre des actions qui relèvent de la compétence du représentant des créanciers. Il est tenu d'informer le juge-commissaire et le procureur de la République du déroulement des opérations au minimum tous les trois mois.

La liquidation judiciaire a pour but de protéger les créanciers. Aussi, si l'intérêt public ou celui des créanciers l'exige, le tribunal peut autoriser le maintien de l'activité pour une durée maximale fixée en Conseil d'Etat et prorogeable à la demande du procureur de la République. L'administration de l'entreprise est assurée par l'administrateur (ou à défaut par le liquidateur), à qui il appartient de procéder à des licenciements. Les créances naissant à cette période relèvent de l'article 40.

- **La réalisation de l'actif**

Le juge-commissaire ordonne la cession des biens meubles et immeubles et des unités de production équivalant à tout ou partie de l'actif de l'entreprise. Une vente globale d'unités de production a plus de valeur que la dissociation de biens un à un car elle favorise la sauvegarde de l'emploi. Par conséquent, la loi prévoit de vendre en priorité l'entreprise sous forme de cession de production.¹²⁷ Quand ce n'est pas possible, les meubles sont réalisés dans le cadre d'une vente aux enchères et les immeubles par adjudication amiable ou de gré à gré.

Les ventes d'immeubles séparément sont réalisées suivant les formes fixées en matière de saisie immobilière. Toutefois, le juge-commissaire fixe, après une audition des

¹²⁷ Lorsque des unités de production font l'objet d'une cession globale, le liquidateur rassemble les offres d'acquisition pendant un délai qu'il a lui-même fixé. Le juge-commissaire, après audition du débiteur, du comité d'entreprise et des contrôleurs, sélectionne l'offre qui lui paraît la plus sérieuse eu égard à la sauvegarde de l'emploi et au paiement des créanciers (voir *infra* b- le redressement de l'entreprise).

contrôleurs, du débiteur et du liquidateur, la mise à prix, les conditions essentielles de la vente et les modalités de la publicité. Il peut, si la consistance des biens, leur emplacement ou les offres reçues sont de nature à permettre une cession amiable dans de meilleures conditions, autoriser la vente soit par adjudication amiable sur la mise à prix qu'il fixe, soit de gré à gré aux prix et conditions qu'il détermine. Après avoir entendu le débiteur et recueilli les observations des contrôleurs, le juge-commissaire ordonne la vente aux enchères publiques ou de gré à gré des autres biens de l'entreprise.

Le liquidateur répartit le produit des ventes et règle l'ordre entre les créanciers, sous réserve de contestations éventuellement portées devant le tribunal de grande instance.

- **L'apurement du passif**

Le jugement qui prononce la liquidation judiciaire rend exigibles les créances non échues. Les créanciers titulaires d'un privilège spécial, d'un nantissement ou d'une hypothèque peuvent exercer leur droit de poursuite individuelle si le liquidateur n'a pas procédé à la liquidation des biens grevés dans un délai de trois mois. Le produit de la liquidation de l'actif est alors réparti entre les créanciers. Les créances salariales munies d'un superprivilège sont réglées en priorité¹²⁸, suivies par les dépenses administratives, les autres salaires, les dettes fiscales, les créances postérieures (article 40), les dettes chirographaires, puis enfin les prêts participatifs. L'ordre entre les créances privilégiées dépend de la nature du privilège. Les créanciers hypothécaires sont ainsi, parmi les créanciers privilégiés, les premiers payés.

A tout moment, le tribunal peut prononcer, même d'office, la clôture de la liquidation judiciaire soit pour extinction du passif, soit pour insuffisance d'actif. Le débiteur est alors libéré de ses dettes puisque les créanciers ne peuvent recouvrer leur droit de poursuite individuelle, excepté lorsqu'une sanction a été prononcée à son égard : fraude à l'égard des créanciers, faillite personnelle¹²⁹, banqueroute¹³⁰ ou lorsque le débiteur ou la personne morale dont il a été le dirigeant a été déclaré en état de cessation des paiements et que la procédure a été clôturée pour insuffisance d'actif. Les créanciers dont les créances ont été admises et qui retrouvent l'exercice individuel de

¹²⁸ Elles sont toujours prioritaires, quelle que soit l'issue de la procédure.

¹²⁹ Sanction civile, sans conséquence patrimoniale, qui interdit d'exercer toute activité commerciale.

¹³⁰ Actuellement délit qui peut être reproché notamment aux dirigeants d'une personne morale en redressement judiciaire (voir note 100).

leurs actions peuvent obtenir, par ordonnance du président du tribunal, un titre exécutoire.

Les sanctions prononcées contre le dirigeant peuvent être pécuniaires (obligation de combler le passif) ou, dans les cas les plus graves, personnelles (faillite personnelle – sanction civile-, voire pénales –banqueroute-).

b. Le redressement de l'entreprise

Lorsqu'il est amené à choisir entre un plan de cession et de continuation, le tribunal doit opter pour celui qui offre le plus de perspectives de redressement et d'apurement du passif. Le tribunal n'est pour autant pas tenu de choisir entre une continuation et une cession totale. Les deux modes de redressement peuvent être combinés dans le cadre d'une continuation assortie d'une cession partielle. Le plan de cession peut pour sa part être précédé d'une location-gérance. Le tribunal nomme pour la durée totale du plan un commissaire chargé de veiller à son exécution. En pratique, celui-ci n'est autre que l'administrateur dans le cas du plan de continuation et le représentant des créanciers dans celui du plan de cession. La durée maximale du plan est de dix ans, mais les délais de paiement pouvant être supérieurs à cette durée, la mission du commissaire se poursuit jusqu'à leur terme.

- La continuation de l'entreprise

Lorsqu'il existe des possibilités sérieuses de redressement et de règlement du passif, l'entreprise est redressée par son débiteur. Cette issue est en outre généralement préférée à la cession pour les petites entreprises, qui n'attirent que peu d'acheteurs potentiels. Le plan énonce les conditions économiques, juridiques et financières de la continuation. Le débiteur se voit confier la gestion de l'entreprise et n'a d'autre obligation que de respecter ces conditions. En cas de non-respect de ses engagements, le plan de continuation peut être résolu et la liquidation judiciaire prononcée. Concernant les créanciers, le plan fait état des délais de paiement qu'ils ont consenti lors de la période d'observation mais peut les rallonger au-delà du terme du plan, sans qu'ils ne soient d'ailleurs assortis d'un versement d'intérêts. Les créanciers sont d'autant plus lésés que, s'il est prévu que le premier règlement soit versé dans un délai d'un an, celui-ci est généralement modeste. Les salaires superprivilégiés ne peuvent quant à eux se voir imposer des délais de paiement.

Notons que la continuation peut également être assortie d'une cession partielle des actifs.

Il existe un débat aussi bien parmi les juristes que les praticiens sur la raison pour laquelle le législateur a décrété que les entreprises présentant les meilleures perspectives économiques devaient être continuées. En pratique, c'est effectivement souvent ce que l'on constate. Néanmoins, on peut également supposer que les meilleures entreprises (indépendamment de leur taille) attirent de nombreux repreneurs et, mécaniquement, une voire plusieurs offres de qualité, de sorte qu'il est probable que ces entreprises soient cédées. Dès lors, l'on peut s'interroger sur la perception que le législateur avait de la cession en 1985 et sur le rôle qu'il lui a attribué.

- La cession de l'entreprise

Lorsque le diagnostic de l'entreprise laisse penser que celle-ci est viable économiquement mais générera une valeur supérieure dans les mains d'un repreneur, la cession est appropriée. En ce sens, elle est parfois considérée comme un compromis entre la liquidation et la continuation ; l'entreprise est redressée, ses emplois préservés –ou à tout le moins ont vocation à l'être-, mais son dirigeant « sanctionné ». A cet égard, cette issue reflète bien la distinction opérée en 1967 entre l'« homme » et l'entreprise, même si elle n'a réellement été envisagée que par la loi de 1985. La cession a pour objet « d'assurer le maintien de l'activité susceptible d'exploitation autonome, de tout ou partie des emplois qui y sont attachés, et d'apurer le passif ». Confronté à plusieurs offres de rachat, le tribunal va retenir celle qui répond le mieux à ces objectifs, la notion d'« exploitation autonome » se prêtant d'ailleurs à débat. S'il est souverain dans sa décision, il est cependant vraisemblable que le juge est influencé par l'interprétation par l'administrateur des différentes offres qui lui sont soumises. Nous testerons dans notre étude empirique les motivations du tribunal lorsqu'il sélectionne un repreneur. Si aucune offre ne lui paraît satisfaisante, il prononce la liquidation judiciaire.

La cession peut être précédée d'une période n'excédant pas deux ans, pendant laquelle le fonds de commerce est donné en location-gérance au futur acquéreur. La location-gérance est dans ce cas intégrée dans le plan de cession arrêté par le jugement de clôture. L'achat de l'entreprise étant obligatoire à l'issue de la période,

elle constitue d'ailleurs une « fausse gérance ». Si le repreneur ne s'acquitte pas de son obligation d'achat, il est automatiquement placé en redressement judiciaire, sauf s'il justifie qu'il ne peut respecter ses engagements en raison d'une cause dont il n'est pas responsable. Dans ce cas, il peut solliciter une modification des conditions (excepté du prix) au tribunal, ce qui constitue d'ailleurs un des principaux intérêts, si ce n'est le seul, de la location-gérance pour le repreneur.

Ces différentes issues de la procédure collective, et notamment les modes de redressement, appellent une réflexion sur le rang que le législateur leur a accordé. Si le choix du tribunal est guidé par les objectifs fixés dans la loi, le redressement doit être, dans la mesure du possible, privilégié. Or, l'on peut se demander si la hiérarchie identifiée dans la loi se retrouve dans la prise de décision du juge. Au vu du déroulement de la procédure collective, il apparaît que le tribunal ordonne dans un premier temps soit une liquidation, soit un plan de redressement. Dans un second temps, il décide si l'entreprise redressée doit être continuée ou cédée. Dans cette optique, l'on s'attend à ce que les seules alternatives possibles soient « liquidation/redressement », puis « continuation/cession », et non « continuation/liquidation » ou « cession/liquidation ». Or, l'on constate qu'en cas d'échec d'un plan de cession ou de continuation, il est procédé à une liquidation judiciaire, alors que l'on aurait pu envisager de reporter sur l'autre mode de redressement. A cet égard, le cas particulier de la cession mérite réflexion. On peut imaginer que si le tribunal juge l'entreprise viable mais émet des doutes sur les capacités de gestion du dirigeant en place, il opte à l'ouverture de la procédure pour un plan de redressement, dans l'intention de prononcer quoi qu'il arrive un plan de cession lors du jugement définitif. Si ce dernier échoue par exemple en raison d'un manque de repreneurs, le juge aura tendance à liquider l'entreprise, d'autant que celle-ci a dans ce cas de fortes chances d'être petite¹³¹. Dans cet exemple, on peut envisager que le tribunal est animé par deux intentions *a priori* contradictoires : mettre d'une part en œuvre, conformément aux objectifs de 1985, un redressement lors de la période d'observation, et sanctionner le débiteur d'autre part. Dans cette perspective, l'application de la législation de 1985-1994 semble faire de la continuation une voie dérogatoire de résolution des difficultés. Ce constat va dans le sens des critiques qui émanaient déjà avant 1994, selon lesquelles les objectifs de la loi sont en raison de procédures inadaptées difficilement

¹³¹ Une entreprise a *a priori* davantage de chances d'être continuée si son personnel est de nombre important.

atteignables. Ce que l'on peut appeler le « paradoxe français » du droit des procédures collectives est précisément l'objet de notre étude empirique.

Encadré 1 : La loi de sauvegarde des entreprises du 26 juillet 2005

Entrée en vigueur le 1er janvier 2006, la loi de sauvegarde des entreprises a été adoptée afin d'améliorer certaines constructions jurisprudentielles de la réglementation précédente. A privilégier à tout prix le sauvetage des entreprises en situation difficile aux dépens de leurs créanciers sans parvenir à éviter leur mise en liquidation, et à placer le lourd mécanisme du redressement judiciaire au centre du dispositif, la précédente réglementation a montré les limites du traitement judiciaire après la cessation des paiements. Le maître mot de cette réforme a par conséquent été l'anticipation et la prévention des difficultés de l'entreprise, avant même qu'elle ne se trouve en situation de cessation de paiements. Par ailleurs, si la loi de 1985 a largement favorisé la situation de l'entreprise par rapport à celle de ses créanciers, certains, inversement, ont reproché à la réforme de 1994 d'avoir accru les priviléges de certains créanciers, en particulier les détenteurs de créances sécurisées.

«Si le maintien des emplois doit être assuré, les droits des créanciers doivent également être pris en compte dans la mesure où ils restent les moteurs de l'économie et les apporteurs de fonds d'autres entreprises. Sacrifier en toutes circonstances les droits des créanciers, c'est priver d'autres secteurs de l'économie de sources de financement dont elles ont un besoin nécessaire. A l'inverse trop privilégier les intérêts de ces derniers peut conduire à multiplier les suppressions d'emplois.» (Jean-Jacques HYEST, Sénateur).

La nouvelle loi du droit des procédures collectives se devait dès lors de concilier les intérêts de chacun, sans perdre de vue l'objectif de maintien de l'activité et de l'emploi. C'est dans ce contexte que la loi de sauvegarde a vu le jour. Le terme de " sauvegarde " n'est pas innocent car il s'agit bien là du but que le droit des procédures collectives se doit d'atteindre tant pour l'entreprise en difficultés que pour ses créanciers et partenaires, notamment ses salariés.

Ses principaux apports sont les suivants. Tout d'abord, elle a ouvert le champ d'application des procédures collectives aux professionnels indépendants qui jusque-là étaient soumis à un régime de déconfiture. Le renforcement de la prévention initié en 1994 est étendu à la procédure d'alerte, dont les mécanismes sont améliorés. La procédure de règlement amiable a quant à elle été remplacée par la conciliation, qui peut être ouverte jusqu'à 45 jours après la cessation des paiements. La loi institue d'ailleurs un privilège au profit de créanciers qui apportent de nouveaux financements durant cette période. La cessation des paiements cesse dès lors d'être la ligne de partage entre les procédures de traitement amiable et les procédures collectives. L'innovation majeure de la loi de 2005 est toutefois la procédure de sauvegarde. Peuvent en bénéficier les débiteurs n'étant pas encore en situation de cessation des paiements, mais qui justifient de difficultés telles qu'ils risquent d'y être conduits. Elle leur permet d'élaborer avec leurs créanciers un projet de plan pour la continuation de l'entreprise, assortie éventuellement d'une cession partielle, tout en instaurant durant la procédure une suspension provisoire des poursuites. Le plan de cession devient quant à lui une opération de liquidation judiciaire, tandis qu'une procédure de liquidation judiciaire simplifiée est créée pour les entreprises ne dépassant pas un certain seuil. La procédure de redressement judiciaire n'est que peu concernée par la réforme et est maintenue. Elle se distingue de la procédure de sauvegarde par le fait qu'elle ne peut être déclenchée qu'après que l'entreprise est entrée en cessation des paiements.

En résumé, cette réforme, en offrant des « procédures à tiroirs » qui troublent les frontières traditionnelles entre le traitement préventif et curatif, a pour objet d'accompagner l'entreprise dans toutes les étapes de son processus de défaillance afin que celle-ci s'engage dans la voie la plus adaptée à sa situation. Le redressement de l'entreprise étant toujours au centre des préoccupations des procédures collectives, elle ne dénature pas le cadre défini par le législateur de 1985 mais le modernise en privilégiant la prévention et la négociation. L'application récente de la loi ne nous procure pour autant pas le recul nécessaire pour nous prononcer sur son efficacité.

II. Les spécificités remarquables du cas français

L'étude de la législation française de 1985-1994 est essentielle afin d'ancrer notre étude empirique de la trajectoire du défaut et de son traitement judiciaire. Cependant, elle ne permet pas, à elle seule, de rendre compte de ses particularités, lesquelles ne peuvent s'apprécier qu'au regard d'autres régimes de défaillance. La mise en lumière de l'originalité du code de défaillance français répond à une double motivation ; au-delà de justifier notre cadre d'analyse, ses spécificités constituent également des hypothèses pertinentes à tester.

A. Les principales caractéristiques des codes de défaillance européens

Nous nous concentrons dans cette partie sur l'étude des principales règles de défaillance des pays voisins de la France. En effet, l'hétérogénéité des codes de défaillance est au sein-même de l'Union Européenne telle qu'elle rend la comparaison avec des législations non européennes telles que les Etats-Unis superflue pour mettre en évidence l'originalité du cas français¹³². Par ailleurs, notre choix de comparer la France à ses voisins européens peut être légitimé par l'orientation du droit des procédures collectives, à savoir la mesure dans laquelle un régime de défaillance est favorable aux créanciers ou aux débiteurs. Si la plupart des pays européens sont encore pour la plupart pro-créanciers, ils sont de plus en plus nombreux à amender leur législation dans le sens d'un renforcement de la protection des intérêts des débiteurs. Dans ce contexte, la France apparaît traditionnellement comme le régime le plus favorable au débiteur, à l'image des Etats-Unis. Or, nous jugeons préférable, du moins pour le moment, de ne pas prendre en compte cette dichotomie pro-créancier/pro-débiteur, ce qui est plus aisément réalisable dans un cadre européen diversifié que transatlantique. Enfin, comparer la France à un ensemble de pays plutôt qu'à un seul¹³³ permet de mieux mettre en avant ses particularités, d'autant plus que l'on s'intéresse en l'occurrence à un cadre dont l'harmonisation légale n'est pas encore aboutie¹³⁴.

¹³² Voir White (1996) pour une comparaison détaillée des législations américaine et européennes.

¹³³ Il apparaît en effet peu pertinent de comparer les Etats-Unis à un pays unique si ce n'est pour mesurer l'impact des orientations (pro-débiteur/pro-créancier) ou des traditions légales (droit civil/*common law*), ce qui n'est pas ici l'objet de notre démarche.

¹³⁴ Afin de coordonner les procédures, l'Union Européenne a adopté un « règlement relatif aux procédures d'insolvabilité » le 29 mai 2000 (entré en vigueur le 31 mai 2002). L'objectif est d'éviter que les parties ne

Afin d'examiner les différents principes régissant les codes de défaillance européens, nous nous basons sur la typologie proposée par le réseau judiciaire européen de la Commission Européenne et retenons les législations les plus visitées par la littérature. L'objet de notre comparaison n'est pas de détailler les différentes législations européennes mais d'en extraire les similarités et les nuances. L'idée principale est ici de positionner la France dans l'environnement européen de la défaillance.

soient incitées à déplacer leurs avoirs ou des procédures judiciaires d'un état membre à un autre afin de bénéficier d'un traitement plus favorable.

Tableau 8 : Comparaison européenne des règles des procédures collectives

	Objectifs de la loi	Différents types de procédures	Pouvoir de décision	Effets de l'ouverture d'insolvenabilité	Règles relatives aux actes préjudiciables	Conditions particulières de production et d'admission des créances	Issues
Allemagne	Satisfaire les créanciers de la meilleure façon possible et de façon équitable	Une seule procédure possible : "Insolvenzordnung"	Le tribunal encadre le déroulement de la procédure et promeut en qualité de médiateur la possibilité d'un règlement amiable ; au cours de la procédure, les créanciers prennent les décisions centrales	Un administrateur gère le patrimoine du débiteur, interdiction de toute mesure d'exécution forcée de la part des créanciers	Peuvent être révoqués par l'administrateur : prestations gratuites du débiteur, tout acte effectué dans l'intention de nuire aux procédures normales	Aucune ; Redressement ou liquidation	Redressement ou liquidation
Belgique	Résoudre les problèmes de liquidité de l'entreprise et lui permettre de réorganiser leur activité ; éliminer les entreprises qui ne présentent pas de perspectives de survie	Concordat judiciaire (préliminaire à la faillite), faillite et règlement collectif de dettes	Concordat : supervision du tribunal, plan proposé par le débiteur soumis à un vote des créanciers ; faillite : encadrement du tribunal ; règlement collectif de dettes : rôle important du juge	Suspension des poursuites (sauf créanciers sécurisés) ; le tribunal peut nommer un administrateur, mais le débiteur conserve la capacité d'administration et de disposition de la société	Débiteur passible de poursuites pénales s'il dissimule une partie de son actif ou son passif ou fournit des informations erronées ; période suspecte	Créanciers chirographaires et ceux bénéficiant d'un privilège général passent après les créanciers hypothécaires, gagistes et ceux qui bénéficient d'un privilège spécial	Liquidation (sauf si le concordat ou une décharge de la dette par le tribunal permet d'y échapper)
Danemark	Satisfaire les créanciers ; le sauvetage de l'entreprise est de seconde importance	Suspension des paiements (mesure préventive), composition obligatoire ou liquidation	Vote des créanciers (suspension des paiements), décision du tribunal (concordat), décision du liquidateur	Le débiteur continue de gérer l'entreprise, sauf en cas de liquidation, arrêt des poursuites	En cas de traitement préférentiel d'un créancier, l'administrateur peut invalider l'acte préjudiciable	Les créances postérieures ne sont pas prioritaires	Redressement ou liquidation
Espagne	Règlement optimal des créanciers mais pour cela, la loi donne primauté aux solutions permettant la poursuite de l'activité et des postes de travail	Depuis 2003, procédure unique qui peut se traduire par un concordat ou une procédure de liquidation	Le juge est l'administrateur de la faillite	Le débiteur est dépossédé de ses biens, sauf décision contraire du juge ; suspension des poursuites	Période suspecte	Respect de l'ordre de priorité : règlement des créances privilégiées, ordinaires puis subordonnées	Liquidation (sauf accord des créanciers)
Grèce	Faillite : satisfaire les créanciers proportionnellement au montant de leurs créances ; redressement : faciliter le sauvetage de l'entreprise par un accord avec les créanciers	Redressement ou faillite (procédures formelles) ; restructuration de la dette par un accord entre débiteur et créanciers (procédure préventive)	Nomination d'un juge conditionnée à l'accord de l'assemblée des créanciers ; le syndic, qui représente le débiteur et les créanciers, répartit le produit entre les créanciers	L'administration du patrimoine est confiée au liquidateur et celle de l'entreprise au comité de gestion des créanciers, les poursuites individuelles sont suspendues	Nullité d'un acte réduisant la masse de la faillite durant la période de cessation des paiements ou 10 jours avant cette période : règlements non effectués en espèces, actes visant à constituer une sûreté réelle pour des dettes antérieures	Les créances postérieures sont prioritaires	Cession ou liquidation
Irlande	Elaboré au profit et au secours des créanciers et des débiteurs	Citation en faillite et demande de concordat (procédures préalables à l'insolvenabilité) ; requête de mise en faillite (procédure formelle d'insolvenabilité)	Seul un tribunal est habilité à prononcer une faillite	Les biens du débiteur sont confiés au liquidateur désigné par le tribunal	Possibilité pour le failli de contester la validité de l'ordonnance de mise en faillite et de demander l'annulation de la faillite	Seuls les créanciers en mesure de prouver leur créance dans le cadre de la procédure formelle peuvent prétendre à un éventuel dividende	Liquidation

Chapitre 2 : Evaluation empirique de la trajectoire de défaut et de son traitement judiciaire : une étude originale sur données françaises

	Objectifs de la loi	Différents types de procédures	Pouvoir de décision	Effets de l'ouverture d'insolvabilité	Règles relatives aux actes préjudiciables	Conditions particulières de production et d'admission des créances	Issues
Italie	Faillite : satisfaire les créanciers et éliminer les entreprises inefficaces ; concordat préventif : éviter au débiteur la faillite ; procédure de gestion contrôlée : restaurer la santé financière de l'entreprise ; liquidation obligatoire en cas d'irrégularité de gestion	Faillite, concordat préventif, procédure de gestion contrôlée, procédure de liquidation obligatoire (procédures formelles) ; accord avec les créanciers ou procédure judiciaire (procédures préventives)	Le tribunal supervise la procédure et nomme un administrateur et un liquidateur, dont le travail est supervisé par le comité des créanciers	Le débiteur reste propriétaire de ses biens, mais perd la liberté d'en disposer, interdiction des paiements	Prononciation d'une période suspecte précédant la déclaration de faillite	Procédure de vérification des créances	Redressement ou liquidation
Luxembourg	Faciliter la survie de l'entreprise (concordat préventif de faillite et gestion contrôlée) ; optimiser le règlement des créanciers (faillite)	Concordat préventif de la faillite ; procédure de gestion contrôlée ; faillite ; sursis de paiement	Supervision de la procédure par le tribunal	Suspension des actes d'exécution ; le débiteur ne peut plus disposer de ses biens	Période suspecte	Aucune ; procédure normale de vérification des créances	Redressement ou liquidation
Pays-Bas	Faillite : liquidation des fonds disponibles afin de les répartir entre les créanciers ; moratoire : restructuration afin d'éviter la liquidation ; restructuration de la dette : liquidation des fonds disponibles et restructuration de la charge de la dette	Faillite, moratoire (mesure préventive) et restructuration de la dette (cette dernière impose une phase extrajudiciaire)	Le tribunal prend les décisions les plus lourdes de conséquences	Le statut juridique des éléments du patrimoine est gelé ; le débiteur perd l'autorité de disposer de ses biens, sauf en cas de moratoire	Annulation des actes que le débiteur savait être préjudiciables aux créanciers, le débiteur est immédiatement déclaré en faillite	Dans l'accord de restructuration de la dette, il n'existe qu'une distinction entre les créances privilégiées et les autres créances, contrairement à la procédure de faillite	Redressement ou liquidation
Royaume-Uni	Depuis 1986, sauvegarder l'entreprise en facilitant son redressement et augmenter les recouvrements des créanciers	Accord formel avec les créanciers préalablement à la déclaration d'insolvabilité ; "administration" (redressement judiciaire), "administrative receivership" (redressement sous l'administration d'un "receiver") ou liquidation	Plan du tribunal soumis au vote des créanciers	Dépend de la procédure	Le liquidateur peut demander au tribunal un recouvrement d'argent en faveur des créanciers si des biens de la société ont été transférés à un prix bien inférieur à leur valeur ou en cas d'inégalité de traitement des créanciers	Tous les créanciers (privilégiés ou ordinaires) ont le même rang, sauf dans le cadre de l'"administrative receivership" où il n'y a pas de distribution aux créanciers ordinaires	Redressement ou liquidation
Suède	Faciliter la clôture des affaires du débiteur, la vente de ses biens et la répartition du produit entre les créanciers	Faillite ou redressement	Accord entre les créanciers (si non volontaire, imposé par le tribunal : concordat)	Le débiteur est dessaisi de ses biens en cas de faillite (contrairement à la réorganisation), suspension provisoire des poursuites, interdiction des paiements	Sanction du débiteur en cas de traitement de faveur d'un créancier	En cas de concordat, les dettes sont obligatoirement réduites)	Liquidation des actifs

Source : Auteur - données recueillies à partir du site de la Commission européenne : <http://ec.europa.eu>

A partir de la classification opérée par la Commission Européenne, nous retenons sept critères de distinction des différentes législations : les objectifs de la loi, les types de procédures adoptées, l'organe décisionnel, les effets de l'ouverture de la procédure, les règles relatives aux comportements préjudiciables, celles relatives au recouvrement des créances et enfin les issues de la procédure.

De manière générale, la disparité des approches juridiques, réglementaires, mais également terminologiques, rend les comparaisons délicates. En premier lieu, ce qui frappe est la difficulté de comparer des règles, et notamment des procédures, dont les désignations sont dans certains cas difficilement traduisibles. Lorsqu'elles le sont, la terminologie employée ne rend pas toujours compte des subtilités juridiques nationales. Ainsi, le terme « faillite » fait dans certains pays référence à la procédure légale au sens large, et à la liquidation dans d'autres. Ce terme est à manier avec d'autant plus de prudence que s'il n'apparaît plus dans les textes français, il est possible qu'il ne soit plus utilisé non plus dans certains pays¹³⁵, le terme « *bankruptcy* » étant utilisé dans un sens générique. Néanmoins, il est également vraisemblable que les traductions de « *bankruptcy* » ne soient à l'étranger pas aussi connotées que le terme « faillite » ne l'est en France. Une seconde difficulté est liée à la multiplicité des procédures prévues par chaque législation, de sorte que pour chaque pays et pour chaque critère, plusieurs cas de figure sont envisageables. Il est dès lors peu aisé de comparer à l'international des règles qui, au sein-même d'une législation, diffèrent en fonction de la procédure adoptée.

C'est notamment le cas des objectifs énoncés par la loi. Plus précisément, l'observation du tableau 8 nous indique que peu de législations mentionnent explicitement leur(s) finalité(s). Si elles définissent les missions de chaque procédure, elles sont souvent silencieuses sur ce qui détermine en amont le choix d'une procédure. Lorsque, pour certaines toutefois, la loi énonce un objectif, celui-ci reste général et ne spécifie ni la manière de l'atteindre, ni même ce à quoi doivent tendre précisément les actions entreprises par les différents acteurs. Concernant les procédures prévues, sont généralement distinguées les procédures légales des procédures préventives. Dans tous les cas, le traitement légal de la défaillance prévoit une procédure liquidative¹³⁶, tandis que l'objectif de sauvegarde de

¹³⁵ Notamment ceux qui s'orientent vers un régime davantage favorable au débiteur.

¹³⁶ Les législations européennes sont encore pour la plupart fortement favorables aux créanciers.

l'entreprise est régulièrement assuré par les procédures de concordat, parfois préalablement au défaut. Dans quelques cas, l'entreprise n'est d'ailleurs sauvée que par un assainissement ou une décharge de ses dettes, sans procédure de restructuration particulière, tandis que dans toutes les législations, les différentes procédures prévues peuvent conduire à une liquidation. Si cette liquidation peut dans les faits s'apparenter à une cession, aucune législation n'identifie explicitement la cession comme une issue autonome. Par ailleurs, si le tribunal est toujours le garant du bon déroulement de la procédure, il n'est pas toujours celui à qui appartient la prise de décision. Les créanciers interviennent ainsi fréquemment dans les procédures et disposent même, dans certains pays, d'un pouvoir de blocage. Dans la plupart des systèmes juridiques européens, les créanciers sont soumis à la règle de suspension provisoire des poursuites et les débiteurs à l'interdiction des paiements. Les différentes législations se rejoignent en général sur le fait de laisser le dirigeant gérer les affaires courantes (excepté en cas de liquidation), généralement avec l'assistance d'un administrateur. En revanche, il est dessaisi de la liberté de disposer de ses biens. Les remboursements des créanciers sont effectués après vérification des créances dans l'ordre défini par la loi. En particulier, aucun des pays du tableau 8 ne prévoit un bouleversement de cet ordre au profit de financements souscrits postérieurement à l'ouverture de la procédure judiciaire. Tous adoptent le principe d'égalité des créanciers ; ils sanctionnent les actes effectués en faveur de certains créanciers et au détriment des autres, à plus forte raison lorsque le débiteur se sait insolvable, généralement en les entachant de nullité. Néanmoins, rares sont les pays qui ont codifié la période pendant laquelle ces actes peuvent être annulés (période suspecte). Enfin, tous ces pays retiennent comme critère de déclenchement de la procédure collective l'insolvabilité du débiteur¹³⁷, la cessation des paiements, plus restrictive, n'en étant qu'une implication.

Au vu de ce rapide état des lieux des procédures d'insolvabilité européennes, il ressort que la France se distingue de ses voisins par de nombreux aspects qui méritent d'être soulignés.

¹³⁷ Pour cette raison, on parle en Europe davantage de « procédures d'insolvabilité » que de « procédures collectives » (notamment l'Union Européenne lorsqu'il est question d'harmonisation des procédures).

B. Le modèle social français : l' « exception française »

A la différence de la plupart des législations en Europe et dans le monde, les considérations sociales ont en France fortement pénétré le droit des procédures collectives. L'originalité de la législation française repose sur plusieurs critères, tous mis par le souci de protéger les intérêts sociaux. Premièrement, elle affiche clairement sa volonté de sauvegarder l'entreprise afin de préserver l'emploi. Deuxièmement, le processus de prise de décision est concentré autour d'un juge qui dispose d'importants pouvoirs d'application. Troisièmement, la législation française offre aux différentes parties prenantes une voie de redressement alternative à la continuation : la cession. Enfin, elle a depuis 1994 amélioré la prévention, ce qui apparaît cohérent avec la finalité de la loi française.

1. Des objectifs explicitement hiérarchisés

La mention explicite de la priorité accordée à chacun des objectifs de la législation française constitue sans conteste sa spécificité majeure. Le maintien de l'entreprise en difficultés en vue de son redressement devient le principe essentiel de l'appareil procédural mis en place par la nouvelle loi de 1985. Celle-ci établit pour la première fois, dans son article 1^{er}, une hiérarchie des objectifs, ce qu'elle est d'ailleurs seule à prévoir explicitement. Les décisions du tribunal sont dès lors dictées par les impératifs juridiques de la solution de redressement judiciaire, « un mauvais redressement étant préférable à une bonne liquidation ».

L'article 1^{er} dispose : « *Il est institué une procédure de redressement judiciaire destinée à permettre la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité et de l'emploi et l'apurement du passif* ».

Ces objectifs sont séquentiels, ce qui implique que l'on ne peut passer à l'objectif suivant que si le précédent est réalisé, ou est manifestement impossible à atteindre.

a. Premier objectif : le sauvetage de l'entreprise

L'entreprise cesse d'être traitée comme un objet de propriété des actionnaires et dirigeants : elle est un ensemble autonome de biens, de personnes, de contrats, de flux qui peuvent être, selon leur nature et leur fonction, soumis à une dynamique de restructuration, par exemple, par cession de branches d'activité, fermetures partielles, adjonction ou regroupement d'unités de production disparates. Une grande liberté de restructuration est attribuée au tribunal, pour autant qu'il respecte l'ordre légal des priorités. La sauvegarde de l'entreprise n'apparaît toutefois pas comme la finalité de la loi, mais comme un objectif économique intermédiaire qui doit être atteint afin de satisfaire les enjeux sociaux de la défaillance ; la continuation est en effet la voie de résolution des difficultés la plus à même de préserver l'emploi.

b. Deuxième objectif : le maintien de l'activité et de l'emploi

Cet objectif fait du salarié, muni de superpriviléges, le créancier de l'emploi qu'il occupe. Afin de s'opposer aux vagues de licenciement successives qui frappent le début des années 1980, le maintien de l'emploi est érigé par la loi en principe juridique majeur, doté d'une protection spécifique ; les licenciements de la procédure collective sont soumis à l'oral de l'autorité judiciaire. L'idéal recherché par la restructuration est le même type d'emploi dans le même type d'activité. On parlait alors de « *bassins d'emploi dans le tissu industriel...».*

c. Troisième objectif : l'apurement du passif

Au vu de la priorité mineure que la loi accorde à cet objectif, « apurer le passif » est en France une expression trompeuse ; il ne consiste pas à faire en sorte que les créanciers recourent l'intégralité de leurs créances, mais que leur traitement financier leur soit le moins défavorable possible. Il s'agit de traiter en dernier impératif le sort des créanciers, dont un désintéressement partiel, le moment venu, sera une finalité raisonnable, un résultat acceptable de la procédure collective. L'expression « apurer le passif » se doit vraisemblablement d'être en France interprétée de manière extensive ; la protection de l'activité étant parfois conditionnée à une politique de « nouveau départ » (« *fresh start* »), il s'agit de « tirer un trait

sur le passé » de manière générale, ce qui comprend le passif non apuré. En l'occurrence, le législateur préfère une entreprise en difficultés qui continue son activité sans que les créanciers soient désintéressés, plutôt que de constater que leur paiement se fait au prix de la destruction d'une unité de production¹³⁸. L'entreprise n'est plus le gage de ses créanciers ou fournisseurs mais devient celui du débiteur qui conditionne chez le créancier l'espoir de nouveaux marchés, pourvu qu'il renonce d'abord à tout ou partie de ses créances.

La hiérarchie des objectifs telle que nous l'avons présentée prête toutefois à confusion ; il serait selon nous pertinent de la reformuler de la manière suivante :

- *Objectif 1* : préserver l'emploi grâce au maintien de l'activité, lui-même permis par le sauvetage de l'entreprise ;
- *Objectif 2* : apurer le passif.

Hypothèse 1 : Si la spécificité de la loi française complique les comparaisons internationales, elle présente l'intérêt de prévoir clairement une hiérarchie que nous pouvons tester. Ici, l'un des principaux objectifs (le recouvrement des créances) des codes de la faillite est alors sous contrainte (la protection de l'activité), de sorte que nous nous attendons à un arbitrage entre la promotion de la réorganisation et le coût financier supporté par les créanciers au moment de recouvrer leurs créances.

2. La clé de voûte de la défense de ces objectifs : le tribunal de commerce

Il existe deux moyens de protéger les intérêts d'ayants droit spécifiques ; soit la loi instaure des règles particulières de prise de décision collective (vote), soit elle attribue le pouvoir de décision et d'application à un tribunal. Lorsqu'il revient au tribunal de résoudre la détresse des entreprises, comme c'est le cas en France, l'orientation du droit revêt une importance particulière, dans la mesure où elle affecte le processus global de renégociation post-défaut. La loi de 1985 ne se limite pas à définir précisément ses finalités, elle en dessine

¹³⁸ Toutefois, la pratique consistant pour une entreprise à ne pas apurer certaines créances alors qu'elle en aurait les moyens est moins répandue depuis la réforme de 1994, plus favorable aux créanciers.

les moyens par le tracé d'une architecture ferme qui lie les institutions de la procédure sous l'autorité du tribunal :

L'article 1^{er} dispose : « *Le redressement judiciaire est assuré selon un plan arrêté par décision de justice à l'issue d'une période d'observation. Ce plan prévoit, soit la continuation de l'entreprise, soit sa cession. La liquidation judiciaire peut être prononcée sans ouverture d'une période d'observation lorsque l'entreprise a cessé toute activité ou lorsque le redressement est manifestement impossible.* »

Clairement, la loi indique au tribunal la procédure à suivre afin de répondre aux objectifs énoncés par la loi ; la liquidation ne doit ainsi être choisie que par dérogation soit à l'issue de la période d'observation, soit dès le jugement d'ouverture si aucune autre solution n'est envisageable. Pour ce faire, le tribunal se voit conférer des pouvoirs de décision et d'application substantiels, dans un cadre où le créancier peut être considéré comme « otage ». Cette mainmise du tribunal sur le déroulement de la procédure s'exprime en la personne d'un magistrat-délégué du tribunal, le juge-commissaire. Son rôle est central dans le déroulement de la procédure collective, dans la mesure où il en assure le bon déroulement en surveillant notamment certains acteurs comme les mandataires de justice. Il est par ailleurs seul habilité à décider de l'admission ou du rejet d'une créance, à autoriser les licenciements ou à statuer sur les demandes du débiteur ou de l'administrateur tendant à être autorisés à entreprendre certains actes. Il est enfin le garant du respect de l'ordre de priorité, y compris de celle des créances de l'article 40 qui sont recouvrées avant les créances privilégiées¹³⁹. Cette priorité accordée en France aux nouveaux financements confirme la volonté de favoriser le redressement de l'entreprise, grâce à l'établissement de mesures postérieures à la cessation des paiements. Afin de faciliter ces différentes missions, le juge-commissaire impose une suspension provisoire des poursuites et peut prononcer une période suspecte. Pour toutes ces raisons, il est souvent désigné comme l' « homme-orchestre » de la procédure. En outre, sa décision a un caractère juridictionnel. En tant que telle, elle est subordonnée aux règles légales encadrant tout jugement, de sorte que les exigences du droit à un procès équitable s'imposent ; le tribunal de commerce étant une juridiction de premier niveau, le justiciable a toujours la possibilité de faire appel.

¹³⁹ Excepté en cas de liquidation (voir *supra*).

Le rôle du tribunal de commerce est ainsi en France incontournable¹⁴⁰, contrairement à certains pays dans lesquels les décisions sont soumises à un vote des créanciers, voire sont bloquées par le veto de ces derniers.

Hypothèse 2 : Le fait qu'il existe un unique décideur devrait faciliter l'analyse des déterminants des recouvrements en réduisant les conflits d'intérêts.

3. La possibilité d'une voie de redressement alternative à la continuation : la cession

Contrairement à d'autres législations, il est peu probable que les entreprises françaises liquidées reprennent leur activité par la suite, dans la mesure où une voie spécifique, au sein du redressement judiciaire, est dédiée à la vente d'une entreprise en vue d'une continuation de l'activité. A cet égard, la loi de 1985 édicte également le formalisme que devront respecter les candidats repreneurs en déposant leurs offres pour qu'elles soient recevables. Cette issue particulière a été prévue par le législateur dans l'optique de préserver l'emploi. En effet, le juge peut, lorsqu'il sélectionne une offre de reprise, prendre en considération l'engagement de l'acquéreur à maintenir les postes existants, ce qui est moins aisément à mettre en place dans le cadre d'une liquidation globale. Les enjeux sociaux des cessions d'entreprises sont d'autant plus importants qu'il apparaît qu'en raison d'un effet de réputation, les firmes reprises sont souvent les plus grosses, tant en termes de chiffre que de nombre de salariés (ces deux critères allant d'ailleurs généralement de pair). Pour autant, si les reprises d'entreprises sont, dans le principe, conformes à l'article 1^{er}, encore faut-il que le juge privilégie, lorsqu'il retient une offre de reprise, des critères sociaux à des critères financiers tels que le prix proposé par le candidat. Cependant, cette issue n'est prononcée qu'à l'encontre de 10 à 15% des entreprises soumises à une période d'observation, soit parce qu'aucune offre de rachat n'existe ou ne satisfait le tribunal (auquel cas une liquidation est prononcée), soit parce que ce dernier estime que l'entreprise offre de bonnes perspectives de redressement sous la direction de la même équipe¹⁴¹.

¹⁴⁰ Son rôle a d'ailleurs été élargi par la loi du 26 juillet 2005.

¹⁴¹ Eu égard au nombre peu élevé de cessions prononcées, cette voie particulière de redressement a été en définitive peu efficace en matière de protection de l'emploi. Ses caractéristiques étant en outre plus proches de la liquidation que de la continuation, la cession a été intégrée aux procédures de liquidation par la loi de sauvegarde de 2005.

Tableau 9 : Ventilation des procédures après une période d'observation

<i>En pourcentages</i>	Liquidation postérieure	Plan de continuation	Plan de cession
1997	65.3	24.1	10.6
1998	62.0	27.5	10.5
1999	64.4	26.5	9.1
2000	64.8	24.3	10.9
2001	61.6	25.9	12.5
2002	63.0	23.1	13.9
2003	62.0	22.3	15.7
2004	60.6	23.6	15.8
2005	58.7	27.4	13.9

Source : Observatoire consulaire des entreprises en difficultés(OCED) - statistique établie à partir des données fournies par les Tribunaux de commerce de Paris, Nanterre, Bobigny et Créteil.

Hypothèse 3 : Le fait que le code français offre aux parties prenantes une procédure spécifique dédiée à la vente au sein du redressement offre un grand intérêt, car cette issue nous permet de comparer les offres rivales de rachat et de déterminer le(s) critère(s) sur le(s)quel(s) le juge fonde sa décision finale.

4. Des mécanismes de prévention contractuels encadrés par le tribunal : le succès du mandat *ad hoc*

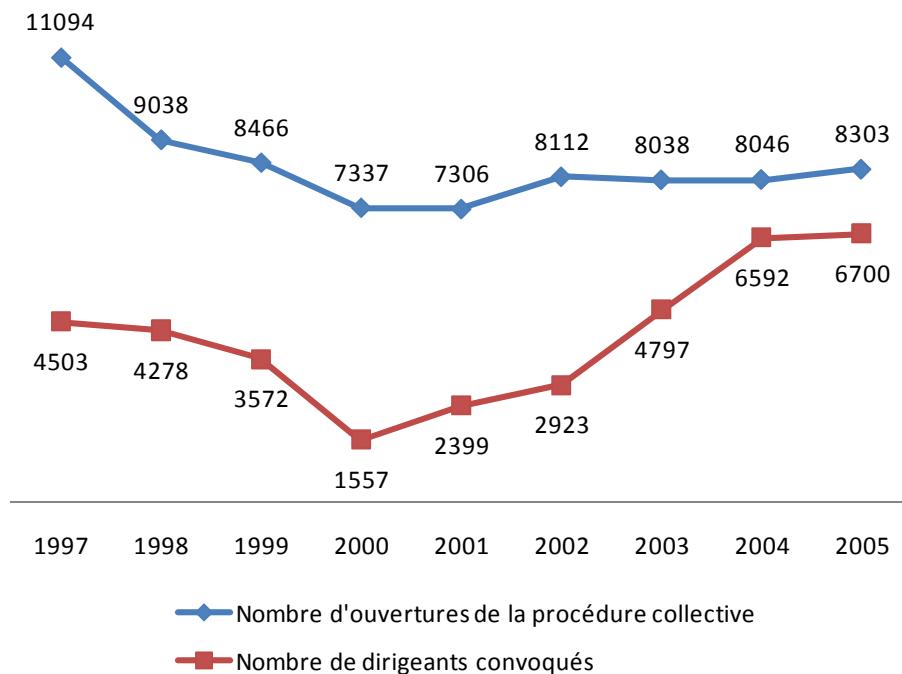
S'il existe un consensus sur la nécessité d'adopter des mécanismes de prévention afin de sauver les entreprises en difficultés, la France se distingue de la plupart des pays par la place qu'elle accorde aux mesures préventives. Lorsque les différentes législations ont pris conscience de la nécessité, outre la répartition optimale du produit entre les créanciers, de protéger l'activité, la plupart se sont attachées à mettre en œuvre des dispositifs afin de prévenir le défaut et non de redresser l'entreprise une fois celui-ci survenu. L'idée sous-jacente est que le sauvetage de l'entreprise est d'autant plus réalisable dans un environnement où les partenaires de l'entreprise lui témoignent encore leur confiance. Dans cette perspective, la prévention constitue, dépendamment de son issue, à la fois une alternative et un préalable à la liquidation judiciaire. En d'autres termes, soit elle parvient à déjouer la cessation des paiements, soit elle est impuissante à empêcher la défaillance de l'entreprise (et donc sa liquidation). Dans ce contexte, le législateur français s'est un temps interrogé sur la nécessité

de conserver la procédure légale de redressement de l'entreprise lorsqu'un renforcement des procédures préventives pouvait se révéler suffisant, voire plus efficace ; depuis 1994, le règlement amiable offre en effet à l'entreprise une protection similaire à celle d'un redressement judiciaire. En définitive, il a estimé qu'il était préférable de considérer la prévention non pas comme une alternative ou un préalable à la liquidation mais comme le préliminaire d'une procédure légale de redressement judiciaire. Celle-ci se révèle ainsi particulièrement utile lorsqu'en raison de délais trop courts, la prévention n'a pas pu empêcher l'entreprise d'entrer en défaillance. Loin d'être un substitut au dispositif préventif, le redressement apparaît dans ce cas comme son complément afin d'étaler l'accord conclu en amont sur une période plus longue. A ce titre, le règlement amiable instauré par la loi du 1^{er} mars 1984 peut être considéré comme une solution hybride entre une renégociation informelle et une procédure collective, ce qui en fait un mécanisme novateur en matière de prévention.

La spécificité, mais aussi le succès du règlement amiable tiennent au fait qu'il associe des procédures contractuelle et judiciaire, lorsque les législations étrangères prévoient quant à elles soit une négociation privée, soit une procédure légale. Le caractère mixte du règlement amiable présente en effet l'avantage pour les créanciers de l'entreprise de « s'approprier » la procédure par voie contractuelle, mais dans un cadre législatif qui les rassure, ce qui les incite à consentir à des sacrifices. Ils sont d'ailleurs d'autant plus enclins à négocier que la procédure est confidentielle. Certes, la réforme de 1994, en introduisant une suspension provisoire des poursuites, a ouvert la possibilité de rendre la procédure de règlement amiable publique. Pour autant, les parties peuvent toujours choisir de s'adresser à un mandataire *ad hoc*, dont l'intervention est non seulement désormais codifiée, mais également confidentielle. Or, les dirigeants d'entreprises n'en ont pas toujours conscience. En effet, la plupart d'entre eux s'imaginent qu'il y a obligatoirement publicité, dès lors que tout se passe sous l'égide du président du tribunal. En particulier, ils craignent qu'une confrontation avec leurs fournisseurs rende leurs difficultés publiques dans la profession et entraîne de là des conséquences commerciales négatives, au-delà du simple aspect financier. Aussi, il arrive que, afin d'enrayer ce blocage, les créanciers aient recours à des moyens de pression telles que des « dénonciations conditionnelles » afin d'inciter le dirigeant à solliciter un mandat *ad hoc*. Sans cela, rien n'empêche de toute manière un créancier de s'adresser au président du tribunal qui, en vertu de la prévention-détection, peut convoquer les entreprises dont les difficultés rencontrées sont susceptibles de remettre en cause la continuité. En effet, les présidents des

tribunaux de commerce qui, comme celui de Paris, possèdent un système automatique de détection, peuvent assigner de leur propre initiative un chef d'entreprise sous le sceau du secret. Ce procédé, au centre du dispositif de prévention, est propre à la législation française. Les convocations qu'il permet, si elles ne conduisent pas toujours à un mandat *ad hoc*, constituent néanmoins déjà un premier pas dans la prévention des difficultés.

Figure 6 : Nombre de dirigeants convoqués par le tribunal de 1997 à 2005



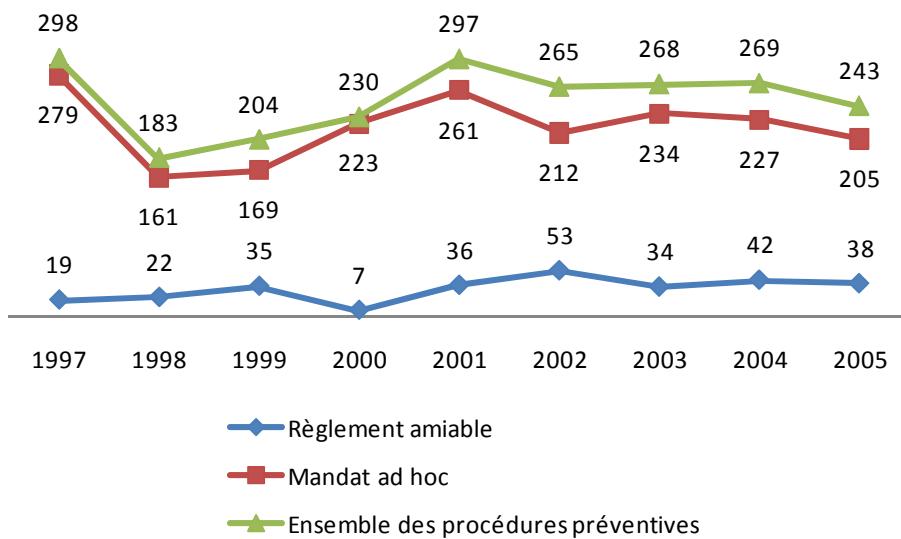
Source : OCED, graphique élaboré à partir des données fournies par les tribunaux de Paris, Nanterre, Bobigny et Créteil

La figure 6 rend compte du nombre de dirigeants convoqués et d'ouvertures de dossiers de défaillance par quatre tribunaux de la région francilienne de 1997 à 2005. Nous avons choisi de ne pas étendre la période au-delà de 2005 afin de ne pas tenir compte des retombées de la loi de sauvegarde des entreprises. Par ailleurs, nous concentrer sur la région parisienne nous permet de souligner l'impact des mécanismes de prévention-détection, dont les tribunaux franciliens ont été les pilotes. On constate que dans les années qui ont suivi la réforme de 1994, le nombre de dirigeants convoqués est en diminution constante. Cette tendance n'est pour autant pas surprenante au vu de la forte baisse des défaillances qui a suivi la crise du début des années 1990. Ce nombre remonte fortement avec la crise de 2000-2002, proportionnellement à celui des dossiers ouverts. Tandis que le nombre de défaillances stagne par la suite, celui des convocations continue à progresser ; cette augmentation soutenue à

l'issue de la crise traduit vraisemblablement une volonté des magistrats consulaires chargés de la prévention de s'assurer que les mesures prises par le dirigeant permettent effectivement de remédier aux difficultés rencontrées. Au cours des deux dernières années d'application de la législation de 1985, l'augmentation du nombre de convocations est d'ailleurs moindre, voire négligeable. A ce stade, cela reflète sans doute l'impact de la multiplication des mesures entreprises après la crise par les pouvoirs publics situées en amont de la prévention. L'amélioration des interventions publiques a ainsi, en permettant aux entreprises qui en bénéficiaient de rétablir leur trésorerie, probablement contribué à faire sortir ces dernières, momentanément ou définitivement, du champ de la prévention.

L'étude des spécificités françaises en matière de prévention doit être complétée par l'observation des évolutions respectives des règlements amiabiles et des mandats *ad hoc* sur la même période.

Figure 7: Nombre de règlements amiabiles et de mandats *ad hoc* de 1997 à 2005



Source : OCED, graphique élaboré à partir des données fournies par les tribunaux de Paris, Nanterre, Bobigny et Créteil

La figure 7 illustre le succès relatif des mandats *ad hoc* par rapport aux règlements amiabiles. Les procédures de mandat sont par nature plus empruntées que celles de règlement amiabiles, d'une part parce que les missions des mandataires *ad hoc* sont spécifiques (les conciliateurs sont quant à eux investis d'une mission générale), et d'autre part parce qu'elles

sont souvent le préalable à un traitement amiable. En outre, elles présentent l'intérêt d'être confidentielles, ce qui n'est plus le cas des règlements amiables depuis 1994. De la même manière que le tribunal a réduit ses convocations à partir du milieu des années 1990, les procédures préventives ont en début de période connu une forte diminution, essentiellement imputable à celle des mandats *ad hoc*, ce qui confirme le caractère cyclique de la prévention. La croissance du PIB une fois stabilisée, l'impact de la réforme de 1994 est perceptible ; on constate à partir de la fin des années 1990 un creusement de l'écart entre les deux types de procédures préventives au profit du mandat *ad hoc*. Cette orientation va dans le sens d'une préférence des dirigeants à l'égard d'une procédure permettant une résolution confidentielle des difficultés. La hausse du recours aux mandats *ad hoc* a manifestement conduit à une augmentation des règlements amiables en période de crise. La relative stagnation des procédures amiables en fin de période est vraisemblablement attribuable, tout comme celle des convocations des dirigeants, à l'intervention des pouvoirs publics.

Hypothèse 4 : Le renforcement de la prévention après 1994, en préservant la valeur des actifs, devrait avoir un impact positif sur les taux de recouvrement.

Toutefois, le faible niveau de procédures préventives nuance le succès des procédures extrajudiciaires. Il faut attendre la loi du 26 juillet 2005 pour que les mécanismes de prévention soient renforcés et que les conciliations (anciennement règlement amiable) gagnent en importance. En tout état de cause, l'importance accordée à la confidentialité des mécanismes de prévention laisse penser que celle-ci n'est pas encore suffisamment entrée dans les mœurs. Le fait que la défaillance reste pour beaucoup d'entrepreneurs associée à un sentiment d'échec atténue d'ailleurs la vision moderne que le droit français des procédures collectives se targue d'avoir ces dernières décennies adoptée. En effet, si la France est à l'instar des Etats-Unis un système pro-débiteur, les deux pays ont traditionnellement des attitudes différentes vis-à-vis du risque et de l'échec, et il est probable que les Etats-Unis offrent un terrain plus propice à la prévention.

Si les deux législations ont adopté des dispositions visant à protéger le débiteur, leurs finalités divergent : le maintien de l'activité n'est pas, contrairement aux Etats-Unis, une finalité de la législation française, mais un moyen. La France a ainsi traditionnellement fait de la défense de son « modèle social » sa mission, y compris dans le monde de l'entreprise,

premier lieu d'intégration sociale. Dans cette perspective, la législation française a ajouté à l'objectif de sauvetage de l'entreprise celui de la protection de l'emploi. Afin de mener à bien sa mission, elle a mis en place des dispositifs ayant vocation à faciliter le sauvetage de l'entreprise : pouvoirs substantiels accordés au juge, article 40, possibilité de vendre l'entreprise sans interruption de l'activité, des mesures préventives intensifiées enfin. Ces spécificités reflètent un biais légal intentionnel en faveur de l'issue qui garantit le plus d'emplois plutôt que celle qui maximise la valeur de la firme, à savoir la somme des valeurs de marché de toutes les créances. Cet objectif de redressement de l'entreprise a théoriquement pour conséquence de faire passer au second plan l'intérêt des créanciers. Or, l'on pourrait objecter que les emplois se trouvent également chez ces derniers et que le non-recouvrement des créances est susceptible de les mettre en péril et de provoquer des défaillances en chaîne¹⁴². Toutefois, ce raisonnement ne tient pas compte de la réalité économique ; parmi les créances les plus importantes figurent les dettes fiscales et les grands établissements bancaires. Les fournisseurs devraient quant à eux être moins affectés, d'autant que beaucoup peuvent faire jouer la clause de réserve de propriété, leurs droits de rétention et de revendication ou encore une restitution amiable. D'ailleurs, les défaillances en chaîne ne concernent véritablement que certains types d'entreprises, notamment celles fortement dépendantes d'un client unique et qui recourent au crédit interentreprises, ou encore les sous-traitants qui dépendent d'une firme donneuse d'ordre.

Quelles que soient les dispositions mises en place par le droit des procédures collectives français en vue de défendre le « modèle social » français, l'adoption d'un tel régime implique *a priori* un arbitrage entre la promotion de la continuation de l'activité et les intérêts financiers. Lorsque le défaut survient, un choix doit être opéré sur la manière dont va être réglé le sort de l'entreprise ; or, le design de la procédure collective est susceptible d'influencer un tel choix et d'affecter l'**efficacité financière et/ou sociale**. Dans la plupart des pays, la maximisation de la valeur du projet économique *ex post* met l'accent sur la valeur des droits détenus par les créanciers. Or, certaines législations, et notamment la France, intègrent des considérations sociales dans la définition d'un projet économique. Dans ce cas, l'efficacité *ex post* peut être soit sociale, soit financière. En ce sens, nous modifions les frontières traditionnelles entre efficacité *ex ante/ex post* au profit d'une opposition, au sein de

¹⁴² Voir *supra* l'effet domino.

l'efficacité *ex post*, entre une efficacité au profit de l'emploi et des parties détenant les intérêts financiers.

Nous considérons d'une part l'efficacité financière. Deux conceptions, étroite ou large, peuvent être envisagées. Dans une perspective large, des procédures collectives efficaces financièrement doivent promouvoir la réallocation des actifs du débiteur vers les projets alternatifs les plus efficaces, à savoir ceux qui maximisent la valeur de marché de l'entreprise. Une conception plus étroite restreint cette réallocation à une alternative unique, à savoir l'issue (redressement ou liquidation) qui doit être privilégiée. Cet aspect a été étudié en profondeur dans la littérature de la faillite. Si l'on adopte le raisonnement de White (1989), une procédure collective sera considérée comme efficace dès lors qu'elle privilégie l'issue qui maximise la valeur de la firme, définie comme la somme des créances globales. Dans notre étude, nous nous attachons à comparer les valeurs alternatives des propositions d'offres de rachat rivales, ce qui est le seul moyen de mesurer l'efficacité *ex post* dans une perspective étroite. Néanmoins, notre contribution se limite au cas particulier des cessions.

D'autre part, nous nous intéressons à l'efficacité sociale des procédures collectives. Cette approche est novatrice, dans la mesure où à l'exception de Korobkin (1991), peu de chercheurs se sont penchés sur les implications autres que financières de la faillite. Or, la prise en compte croissante des intérêts sociaux par les différents codes de faillite justifie que la littérature de la faillite soit étudiée empiriquement, notamment en contexte de crise. Tout comme pour l'efficacité financière, deux conceptions (large ou étroite) de l'efficacité sociale peuvent être proposées. Dans une perspective large, la procédure collective peut être considérée comme efficace socialement si elle promeut la réallocation de la main d'œuvre vers les projets alternatifs les plus à même de préserver l'emploi. Une approche plus étroite consiste à réallouer cette force de travail vers l'issue la plus favorable à l'emploi, à savoir le redressement. Ainsi, contrairement à l'efficacité financière, le redressement est dans une perspective étroite le seul moyen d'atteindre l'efficacité sociale.

En pratique, il existe deux moyens d'encourager l'un de ces deux types d'efficacité *ex post*. Soit la loi instaure des règles de prise de décision collectives (un vote), soit elle attribue à un tribunal des pouvoirs d'application substantiels. Dans le premier cas, les droits conférés aux différentes parties affectent indirectement l'issue de la procédure, dans la mesure où

celle-ci est en théorie choisie dans l'intérêt du créancier résiduel (Blazy et Combier, 1998). Lorsque le tribunal se voit attribuer un pouvoir discrétionnaire, comme c'est le cas en France, l'orientation du droit revêt une importance toute particulière, dans la mesure où elle influe sur le déroulement de la procédure collective et les prises de décision. Les conséquences financières de l'orientation sociale du droit français des procédures collectives, notamment pour les créanciers, sont évaluées dans notre étude empirique. Dans la prochaine section, nous testons les spécificités du code de défaillance français à travers quatre questionnements :

- (1) Les décisions des tribunaux quant à l'issue de la procédure collective (liquidation *versus* redressement) reflètent-elles un biais de sélection ?
- (2) L'issue choisie est-elle prédéterminée par des facteurs *ex ante* ou résulte-t-elle des mesures engagées par les tribunaux au cours de la période d'observation ?
- (3) La hiérarchie des objectifs est-elle préjudiciable à l'efficacité financière (estimée par les taux de recouvrement) ?
- (4) Le renforcement de la prévention en 1994 a-t-il un impact sur le comportement des tribunaux et sur les taux de recouvrement ?

Section 2 : Une étude originale sur le processus de défaut et sa résolution¹⁴³

Dans cette section, nous nous appuyons sur un large échantillon de dossiers de défaillance afin d'évaluer les issues des procédures collectives. Ces issues constituent un cadre de référence qui nous permet de discuter les avantages et inconvénients d'un régime pro-débiteur tel que la France. Plus particulièrement, notre démarche consiste dans un premier temps à tester l'influence de l'article 1^{er} de la loi française sur l'action des tribunaux, le choix d'une liquidation ou d'un redressement étant opéré par ces derniers exclusivement. A ce stade, nous anticipons qu'ils sont confrontés à un dilemme particulier, celui d'un arbitrage entre l'efficacité financière (choisir l'issue qui maximise la valeur des actifs ou limiter les erreurs de type 1 et 2) et l'efficacité sociale (protéger l'emploi grâce à la continuation de

¹⁴³ Cette section est adaptée de Blazy, Chopard, Fimayer et Guigou (2011), “Employment Preservation vs. Creditors' Repayment under Bankruptcy Law: the French Dilemma?”, *International Review of Law and Economics*.

l'entreprise). En effet, tant les économistes que les juristes sont consensuels sur le fait que les législations favorables au débiteur sont susceptibles de permettre le redressement de firmes inefficaces économiquement (erreur de type 1) tandis que celles privilégiant les intérêts des créanciers risquent d'empêcher des entreprises saines de continuer leur activité (erreur de type 2). A cet égard, Franks et Torous (1993) constatent que « le code de défaillance américain génère de fortes incitations à maintenir l'activité des entreprises, même lorsque la valeur de celles-ci est supérieure en cas de liquidation. A l'opposé, le code de défaillance britannique, en se focalisant sur les droits des créanciers et, dans certains cas, sur ceux d'un seul, peut conduire à des liquidations prématurées ». Dans un second temps, nous évaluons l'efficacité financière de la procédure collective française à l'aune des taux de recouvrement globaux, pour chaque issue. La question cruciale est de savoir si l'intervention active des tribunaux –si elle est vérifiée empiriquement- en faveur de l'emploi comporte un coût. L'examen d'un arbitrage éventuel entre efficacités sociale et financière soulève en définitive deux interrogations : (1) *Dans quelle mesure un système pro-débiteur peut-il augmenter l'efficacité sociale ?* ; (2) *Est-ce que le biais en faveur du redressement –s'il existe-, conduit à un coût financier pour les créanciers, de sorte que l'efficacité financière s'en trouve réduite ?*

I. Présentation de l'échantillon et structure des grilles

A. Source des données et méthodologie

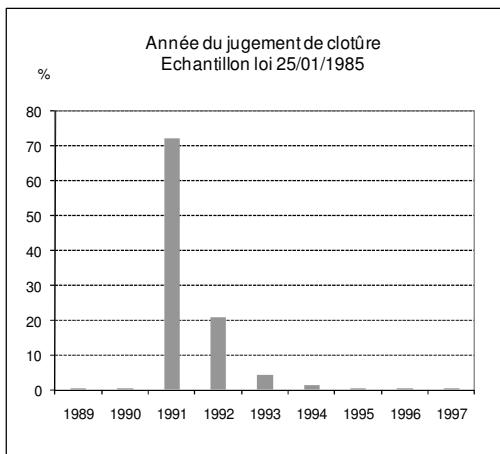
Le choix des entreprises du champ de l'étude a été réalisé par échantillonnage à partir de la liste des procédures ouvertes et clôturées entre 1991 et 2005. Deux législations étant couvertes par cette période, nous avons scindé notre échantillon de 1004 PME en deux sous-échantillons afin de tenir compte de la réforme de 1994. Un premier échantillon rassemble les entreprises relevant de la loi du 25/01/1985 (716 dossiers), un second échantillon réunit les entreprises relevant de la loi du 10/06/1994 (288 dossiers). Une première étape de retraitement des données a consisté à exclure les secteurs financier et agricole ainsi que les activités de l'éducation, de la santé et de l'action sociale qui dépendaient à l'époque d'un code de défaillance spécifique¹⁴⁴. Par ailleurs, nous n'avons retenu que les dossiers clôturés, seules

¹⁴⁴ Afin d'harmoniser les séries des créations et des défaillances d'entreprises, le champ des défaillances a été au 1^{er} trimestre 2010 élargi au secteur financier et aux activités de l'éducation, de la santé et de l'action sociale (inclus dans le secteur tertiaire). La série des défaillances a été recalculée depuis 1993 avec le nouveau champ

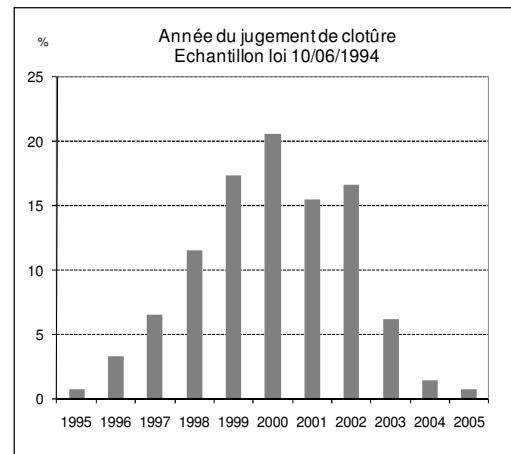
les procédures qui aboutissent à un jugement final nous permettant de calculer les taux de recouvrement des créanciers. L'analyse des dossiers de défaillance nécessite de disposer de données connues parfois longtemps après le déclenchement de la procédure, la période d'observation pouvant légalement aller jusqu'à vingt mois. Nous avons donc choisi de travailler sur des entreprises faisant l'objet d'une procédure collective avant l'année 2005, afin de disposer de dossiers entièrement clos en 2007. Ces ajustements ont rapporté l'échantillon à 858 entreprises (596 avant 1994, 262 après)¹⁴⁵. Nous avons ensuite choisi d'augmenter la proportion des réorganisations (continuations et cessions) à hauteur de 40% de toutes les procédures afin d'obtenir une base de données plus équilibrée que les données nationales, qui affichent un fort déséquilibre entre les deux types d'issues¹⁴⁶.

Figure 8 : Répartition temporelle de l'échantillon

Graphique 8a : Premier échantillon



Graphique 8b : Second échantillon



Nos sources d'informations sont particulièrement riches, dans la mesure où toutes les données utilisées pour renseigner les grilles d'analyse proviennent des dossiers rassemblant les différentes pièces de la procédure disponibles au greffe du tribunal de commerce. Les principaux documents exploités dans le cadre de l'enquête sont les suivants : déclaration de

élargi. Dorénavant, les séries de défaillances couvrent l'ensemble des secteurs d'activités marchands, hors agriculture.

¹⁴⁵ Dossiers ayant la totalité des informations, notamment au regard des sommes recouvrées.

¹⁴⁶ Par la suite, dans le calcul des statistiques descriptives sur les quatre issues de la procédure collective, nous avons pondéré les données relatives à chaque issue de manière à obtenir un niveau de 10% de liquidations et de 90% de réorganisations.

cessation des paiements, extrait Kbis¹⁴⁷, jugement d'ouverture de la procédure de redressement judiciaire, extraits des jugements modificatifs et jugement définitif sur le sort de l'entreprise, bilan économique et social (rédigé par l'administrateur judiciaire), états des créances, requêtes auprès du juge commissaire ainsi que les réponses de celui-ci (ordonnances). Les données utilisées dans la présente étude ont été collectées à partir des documents établis durant la procédure collective soit par le tribunal, soit, le plus souvent, par les mandataires de justice intervenant durant la procédure. Parmi ces documents, le bilan économique et social s'est avéré particulièrement utile, dans la mesure où il décrit notamment les mesures engagées, les caractéristiques des plans de reprise, les propositions de l'administrateur, le jugement de clôture, et permet de vérifier les montants dus.

Nos données ont été recueillies au tribunal de commerce de Paris¹⁴⁸. Le choix de Paris soulève donc le problème de la représentativité de notre échantillon. Il est cependant raisonnable de penser que les caractéristiques économiques des entreprises (taille, secteur d'activité, forme juridique, capital social) ont une plus grande influence sur les causes de la défaillance et sur la structure du passif que leur implantation géographique. En revanche, les critères de choix des tribunaux sur les plans de redressement et, en conséquence, le contenu de ces plans, sont plus susceptibles de dépendre du tribunal de commerce concerné. Toutefois, le tribunal de Paris présente une particularité essentielle dans le cadre de notre analyse. Il s'agit de l'un des premiers tribunaux à avoir réellement développé une politique de prévention depuis la réforme de 1994 en créant une « cellule de prévention-détection ». Cette unité de prévention est destinée à convoquer le dirigeant lorsque des signaux d'alerte sur une entreprise (comptes non déposés, retards de paiement, lettres, etc.) sont reçus par le tribunal : l'analyse du tribunal de Paris nous permet de voir les effets d'une prévention renforcée, telle que voulue par la législateur de 1994. Ainsi, en nous focalisant sur les entreprises parisiennes, notre objectif est avant tout d'insister sur le rôle accru de la prévention, notamment à Paris où les tribunaux de commerce peuvent être considérés

¹⁴⁷ Document officiel délivré par le greffe du tribunal de commerce qui justifie qu'une entreprise commerciale est régulièrement enregistrée au registre du commerce et des sociétés et par conséquent qu'elle existe. Cet extrait comporte des informations relatives aux entreprises et à leur administration. Ainsi sont notamment répertoriés :

- pour l'entreprise : le greffe d'immatriculation, le numéro SIRENE, la dénomination sociale, l'enseigne, l'activité, le code NAF, la forme juridique, le montant du capital social, l'adresse du siège social et des éventuels établissements, la date d'immatriculation...
- pour l'administration de l'entreprise : nom, prénom, date de naissance, adresse et fonction des mandataires sociaux, nom et adresse des commissaires aux comptes...

¹⁴⁸ Menées en collaboration avec l'INSEE, ces collectes ont été financées par le LARGE et OSEO.

comme pilotes en termes de réactivité à la suite de la réforme de 1994. Une comparaison Paris/France entière est proposée dans le tableau 10, au regard de l'issue choisie et du secteur d'activité et de la forme juridique des entreprises, ce pour chaque échantillon¹⁴⁹.

Tableau 10 : Comparaison des populations parisienne et nationale

Procédures collectives	Paris		France	
	1994	2005	1994	2005
Responsabilité limitée	78.2	84.4	60.8	68.0
Autres formes juridiques	21.8	15.7	39.3	32.0
Commerce	27.3	25.6	28.9	27.0
Industrie⁽¹⁾	31.9	34.0	33.7	35.2
Services⁽¹⁾	40.9	40.4	37.4	37.8
Redressements (continuations et cessions)	7.1	5.6	7.0 ⁽²⁾	11.0
Liquidations (immédiates ou non)	92.9	94.5	93.0 ⁽²⁾	89.0

Sources : INSEE, Tribunal de commerce de Paris

(1) Secteurs financier et agricole exclus

(2) Pour l'année 1995: voir J. Domens, "Les défaillances d'entreprises entre 1993 et 2004", coll°. "PME/TPE en bref" n°23 (May 2007), Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Emploi.

On constate tout d'abord une répartition des différentes issues des procédures collectives relativement similaire entre la région parisienne et la France (en moyenne, plus de 90% des entreprises sont liquidées). Par ailleurs, la comparaison des secteurs nous indique que les entreprises de services restent les plus touchées par la défaillance, même si les chiffres diffèrent quelque peu de ceux de notre échantillon¹⁵⁰. Quelle que soit la localisation géographique des entreprises, le secteur commercial reste le moins touché par les défaillances. En résumé, on n'observe aucune différence significative entre les entreprises franciliennes et françaises concernant le secteur. En revanche, les différences sont plus marquées lorsque l'on s'intéresse à la forme juridique ; si la responsabilité de la plupart des entreprises défaillantes, aussi bien parisiennes que françaises, est limitée, cela est à plus forte raison le cas à Paris. D'ailleurs, la répartition sectorielle des entreprises est quelque peu, là aussi, différente de celle de notre échantillon. Cela est probablement dû à un biais régional, la région parisienne comptant davantage d'entreprises de services que le reste de la France. En définitive, le tableau 10 ne montre pas de biais de sélection significatif, si ce n'est que l'Ile de France affiche des fréquences légèrement plus élevées de défaillance de firmes à responsabilité limitée que la France dans sa globalité.

¹⁴⁹ Les dates choisies correspondent à la dernière année d'application de chaque loi.

¹⁵⁰ Voir *infra* les statistiques descriptives de notre échantillon.

Par ailleurs, nous justifions notre choix de nous concentrer sur les PME de deux manières. D'une part, leurs défaillances sont, bien que plus courantes, moins médiatisées (Condor, 2004). D'autre part, elles présentent des caractéristiques propres qui sont autant de facteurs de vulnérabilité¹⁵¹. Les petites entreprises offrent un cadre d'analyse intéressant au vu d'abord de la place centrale de l'entrepreneur. Le fait que le dirigeant soit le principal acteur de l'activité de l'entreprise peut justifier de ne pas l'écartier du redressement de l'entreprise. Si l'on observe un biais en faveur de la continuation, celui-ci devrait dès lors être d'autant plus marqué que l'entreprise est petite. Parmi ces PME, nous supposons néanmoins que celles dont les employés sont les plus nombreux ont davantage de chances d'être redressées. Aussi la taille des entreprises mérite-t-elle une attention toute particulière, au vu de son influence probable sur les décisions des tribunaux français. Par ailleurs, l'organisation des petites entreprises est souvent peu formalisée et leurs stratégies parfois intuitives, ce qui les rend *a priori* plus sensibles à l'environnement externe. En ce qui concerne les grandes entreprises, nous supposons *a contrario* qu'un choc externe frappe essentiellement celles déjà bien fatiguées au départ, de sorte qu'il est moins aisé de faire la part des choses entre les origines de défaut internes et externes. Or, l'étude de l'impact de la prévention implique de distinguer clairement les causes pour lesquelles il existe des leviers d'action des autres.

La France se particularise par les deux voies de redressement qu'elle prévoit : la continuation et la cession. Les plans de continuation peuvent durer au-delà du jugement définitif (en moyenne sept ans). Deux retraitements sont par conséquent effectués sur les sommes recouvrées : d'une part, une actualisation au taux des emprunts d'Etat calquée sur la date du jugement du plan et sur sa durée ; d'autre part, une comparaison, dossier par dossier, des entreprises continuées de notre échantillon avec celles figurant dans la base SIRENE¹⁵² de l'INSEE. Cette comparaison permet d'identifier les entreprises ayant effectivement survécu durant la durée du plan (les échecs de plans débouchant dans leur grande majorité sur une liquidation judiciaire). Concernant l'autre voie de redressement – la cession- il est possible, voire fréquent, que les modalités des plans de cession ne soient pas respectées par

¹⁵¹ Le courant de recherche sur la spécificité des PME né à la fin des années 1970 part du constat que la petite entreprise n'est pas un modèle réduit de la grande entreprise et qu'elle présente des particularités propres (voir par exemple Gervais, 1978 ; Marchesnay, 1980, Hertz, 1982...).

¹⁵² Le répertoire des entreprises et des établissements SIRENE ("Système Informatique pour le Répertoire des Entreprises et de leurs Établissements") a été créé par un décret de 1973 repris dans les articles R. 123-220 à R. 23-234 du code de commerce et sa gestion a été confiée à l'INSEE. Ce service permet d'obtenir, pour toute entreprise immatriculée au répertoire SIRENE et pour chacun de ses établissements, une "fiche d'identité" comportant les informations à jour au répertoire la veille de la consultation.

le repreneur ou que de nouvelles difficultés surviennent, débouchant ainsi sur l'ouverture d'une nouvelle procédure collective. Contrairement aux plans de continuation, nous avons toutefois choisi de ne pas suivre le déroulement de ces reprises : les modalités de la survie de l'entreprise rachetée sont celles figurant dans le plan adopté par le jugement définitif. En effet, notre approche privilégie l'analyse des critères de choix de tribunaux sur les propositions de reprises, telles qu'elles leur sont communiquées durant la période d'observation.

L'étude de dossiers clos induit un biais inévitable, mais il permet le calcul de taux de recouvrement définitifs pour l'ensemble des procédures. Les recouvrements par classe de créanciers différencient quatre rangs de priorité, soit, dans l'ordre: les créances superprivilégiées (*i.e.* les deux derniers mois de salaires impayés), les créances sécurisées (Etat, salaires autres que le superprivilège, créances munies de sûretés), les créances nées après le déclenchement de la procédure (créances de l'article 40) et les créances chirographaires. Notons toutefois que certains priviléges échappent à la procédure collective : c'est le cas des droits de revendication et de rétention. Les sommes recouvrées sont nettes des coûts de faillite qui font partie des sommes grevant l'actif à la disposition des créanciers. Ces sommes ne figurant pas directement dans les dossiers rassemblés au tribunal de Paris, il s'agit donc de montants¹⁵³ reconstitués à partir des décrets légaux¹⁵⁴ fixant la rémunération des mandataires judiciaires, en fonction des caractéristiques des entreprises concernées, du régime judiciaire appliqué et de l'issue finalement arrêtée.

Une fois ces ajustements opérés, nous avons construit 230 variables à partir des informations contenues dans chaque dossier et les avons assemblées dans des grilles dont la forme générale est décrite dans le tableau 11 :

- les causes du défaut telles que déclarées par le dirigeant, internes et externes (51 codes, voir annexe 2.2.) ;
- les mesures engagées par les tribunaux, connectées ou non-connectées (33 codes, voir annexe 2.2.) ;
- l'issue de la procédure collective (nous distinguons les continuations, les cessions, les liquidations immédiates et les liquidations après observation) ;

¹⁵³ Hors expertise(s) éventuelle(s).

¹⁵⁴ En particulier, le décret n° 85-1390 (27/12/1985).

- les coûts directs de la procédure ;
- les caractéristiques des offres de rachat dans le cas des cessions et les montants recouvrés pour chaque classe de créanciers, conformément à la règle de priorité définie dans la section 2, I (le « superprivilège » des employés, les créances de l'article 40, créanciers privilégiés -Etat et autres dettes sociales, créances munies de sûretés-, créances chirographaires).

Tableau 11 : Structure générale des grilles

1. Identification de l'entreprise	3b. Information financière et coûts de faillite
Numéro d'immatriculation	Valeur de marché déclarée des actifs au moment de l'ouverture de la procédure
Secteur (Nomenclature d'Activités Françaises)	Créances vérifiées par niveaux de priorité à la clôture de la procédure
Localisation géographique	Nombre de créanciers
Nombre d'employés	Estimation des coûts individuels de faillite (décret 85-1390 du 27/12/85)
2. Processus de défaut	3c. Mesures engagées / mesures légales
Forme juridique	3c. Mesures engagées / mesures légales
Date de création	Mesures engagées par l'entreprise (jusqu'à 10), chacune d'elle nécessite l'accord du tribunal
Dirigeants(s) : âge, sexe, fonction, nombre d'administrateurs...	Identification des mandataires de justice
3. La procédure de défaillance (du déclenchement au jugement final)	3d. Issue de la procédure
3a. Type de procédure	3e. Sanctions légales du dirigeant (le cas échéant)
Type de procédure (simplifiée ou non)	Période suspecte
Identité de l'initiateur de la défaillance	Sanctions pécuniaires
Issue de la procédure	Autres sanctions
	Types de fautes

B. Statistiques descriptives de l'échantillon

Le tableau 12 présente plusieurs statistiques descriptives sur les deux échantillons (législations de 1985 et 1994) en fonction des issues : cession, continuation et liquidation (en distinguant ici les liquidations immédiates de celles décidées après une période d'observation).

Tableau 12 : Statistiques descriptives des échantillons par issue

Moyennes et moyennes de ratios	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Test ANOVA: Statistique de Fisher ^{# 1}	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Test ANOVA: Statistique de Fisher ^{# 1}
Echantillon législation 25/01/1985 (596 observations)										Echantillon législation 10/06/1994 (262 observations)
Nombre d'observations (par issue et par échantillon)	102	88	320	86	-	88	74	80	20	-
- Responsabilité limitée	91.9%	86.0%	88.2%	86.3%	-	87.5%	86.8%	96.3%	92.0%	-
- Autres formes juridiques	8.1%	14.0%	11.8%	13.7%	-	12.5%	13.3%	3.7%	8.0%	-
- Commerce	22.6%	13.0%	23.6%	22.1%	-	21.6%	21.7%	20.7%	12.0%	-
- Industrie	25.8%	34.0%	32.7%	30.5%	-	25.0%	22.9%	24.4%	32.0%	-
- Services	51.6%	53.0%	43.7%	47.4%	-	53.4%	55.4%	54.9%	56.0%	-
Nombre d'employés	31.7	11,6 ⁽²⁾	3,5 ⁽²⁸⁾	12,3 ⁽⁶⁾	17,36***	37.2	11.0	7.4	30.0	4,83***
Chiffre d'affaires (K€)	5174 ⁽⁵⁾	1477 ⁽⁶⁾	512 ⁽⁶²⁾	1870 ⁽¹⁶⁾	13,17***	3694 ⁽⁶⁾	1219 ⁽⁸⁾	519 ⁽³³⁾	1063 ⁽⁹⁾	5,90***
Durée de la procédure (mois)	6.9	13.9	0.1	6.5	100,98***	8.7	15.5	0.0	9.6	64,54***
Coûts de faillite directs/sommes recouvrées	3,4% ⁽⁴⁴⁾	19,1% ⁽⁴⁸⁾	2,8% ⁽⁶⁴⁾	3,6% ⁽²⁰⁾	5,97***	10.0%	14.3%	14.0%	9.8%	1.21

Note : (#1) Les variables dont la statistique de Fisher est significative à des niveaux de 1%, 5% et 10% sont indiqués par ***, **, et * respectivement.

Les chiffres entre parenthèses correspondent au nombre de données manquantes

Le premier élément qui frappe est l'écrasante majorité de firmes à responsabilité limitée (SA et SARL), ce quel que soit l'échantillon ou l'issue. En effet, la responsabilité limitée, en modérant les pertes en cas de mauvais état de la nature, constitue une incitation à la prise de risque ; ce phénomène est à la base même de la création d'entreprise, avec tous les risques qu'il implique : surinvestissement, aléa moral... Les entreprises de l'échantillon opèrent dans tous les secteurs, même si la moitié d'entre elles appartient au secteur des services (de 12% à 23% dans le secteur commercial, de 23% à 34% dans l'industrie, et de 44% à 55% dans les services). Nous expliquons ce déséquilibre de deux manières. D'une part, nous estimons que dans la mesure où une société de services nécessite moins

d'investissements initiaux qu'une entreprise industrielle, il existe moins de barrières à l'entrée et par conséquent moins de barrières à la sortie¹⁵⁵. D'autre part, les entreprises du secteur commercial sont, compte tenu de leur gestion particulière de trésorerie, les moins touchées par les faillites toutes choses égales par ailleurs ; leur besoin en fonds de roulement étant proche de zéro, voire négatif, elles sont moins exposées à des problèmes de liquidité et dès lors moins susceptibles de se trouver en situation de cessation des paiements.

La durée de la procédure correspond au nombre de mois entre les jugements d'ouverture et de clôture¹⁵⁶. Finalement, comme nous n'avons pas directement collecté l'information sur les coûts directs de faillite, nous les avons estimés à partir des rémunérations des mandataires judiciaires définies par le décret n°85-1390 du 27/12/1985 qui les relie justement à la taille de la firme et à l'issue de la procédure^{157 158}.

Les issues de la procédure sont ensuite comparées afin de mieux identifier les firmes défaillantes au sein de chaque issue. Conformément aux conclusions de la littérature empirique en la matière, il ressort que les continuations sont les procédures les plus longues et dès lors les plus coûteuses, d'autant qu'elles concernent également les entreprises les plus grandes tant en termes de chiffre d'affaires que d'effectifs. A l'opposé, les liquidations (et à plus forte raison lorsqu'elles sont prononcées immédiatement) sont le lot des plus petites entreprises. Les cessions concernent majoritairement les entreprises les plus grandes, ce qui peut s'expliquer par un effet de réputation. A la comparaison des deux sous-échantillons, on constate une augmentation significative de la durée des procédures et des coûts de faillite tandis que les tribunaux de commerce augmentent leurs efforts de prévention à la même période. Cette évolution implique en effet des dossiers plus complexes et de là plus coûteux.

¹⁵⁵ Cette suggestion repose toutefois sur des hypothèses fortes, à savoir que les défaillances sont volontaires (voire stratégiques) et qu'à côté du défaut, beaucoup de ces entreprises se sont retirées *in bonis*.

¹⁵⁶ Nous ne prenons pas en compte la période, à la suite de la décision finale du tribunal, pendant laquelle les actifs sont liquidés (cela peut dans certains cas prendre plusieurs mois).

¹⁵⁷ Pour plus de détails, voir *supra*.

¹⁵⁸ Plus précisément, nous avons utilisé le ratio « coûts directs de faillite/montants recouvrés », où les montants recouvrés sont calculés en fonction soit des recettes de liquidation, soit du prix de cession, soit de l'échéancier.

II. Les résultats de l'étude : trajectoire économique et financière du défaut et efficacité *ex post*

Afin de tester un éventuel arbitrage entre efficacités sociale et financière, nous appuyons notre démarche sur le balancier trajectoire de défaut/efficacité de son traitement mis en perspective dans le chapitre 1. Plus particulièrement, nous mettons en parallèle la trajectoire économique et financière du défaut et l'efficacité *ex post* de sa résolution, écartant de fait la trajectoire stratégique de la défaillance et l'impact du traitement judiciaire sur les incitations des agents *ex ante*. D'une part, l'étude du processus de défaut d'un pays unique rend inappropriée une comparaison entre renégociation informelle et procédure collective, tandis que la finalité de la législation que nous testons est quant à elle explicitée dans la section précédente. D'autre part, notre analyse, ciblée sur les mécanismes de prise de décision et la résolution judiciaire du défaut, nous limite à l'estimation de l'efficacité *ex post* des procédures collectives. Elle n'a en effet pas vocation à mesurer l'impact des règles encadrant la procédure collective sur la trajectoire de défaut, mais celui, *a contrario*, de l'histoire du défaut sur l'efficacité de son traitement judiciaire. Dans cette étude, la notion d'efficacité est avec l'introduction de deux nouveaux concepts (efficacité sociale et efficacité financière) revisitée.

A. La trajectoire économique et financière du défaut

1. L'histoire économique du défaut

Le tableau 13 présente la structure des causes de défaillance des entreprises des deux échantillons, pour chaque issue. Les causes ont été identifiées en utilisant une liste de 51 codes, regroupés en sept chapeaux : débouchés (huit causes), finance (neuf causes), production (sept causes), stratégie (quatre causes), management (huit causes), environnement macroéconomique (huit causes) et accident (sept causes)¹⁵⁹. Chaque code a été construit au regard des études qualitatives précédemment menées sur le sujet par la CNME, le CEPME et la BDPME¹⁶⁰ et de la lecture de la littérature. Nous opposons dans nos commentaires les

¹⁵⁹ Voir annexe 2.2.

¹⁶⁰ Respectivement Caisse Nationale des Marchés de l'Etat, Crédit d'Equipement des PME et Banque du Développement des PME.

origines exogènes (environnement et accident) aux causes endogènes (stratégie, production, débouchés, finance et management¹⁶¹).

Tableau 13 : Causes de défaut par échantillon et par issue

Causes de défaillance (% d'entreprises affectées)		Echantillon : Législation 25/01/1985 : 726 observations					Echantillon : Législation 10/06/1994 : 278 observations				
		Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Total (pondéré)	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Total (pondéré)
Causes internes	Débouchés	50	44	43,2	61,1	44	55,7	47	56,1	68	56,4
	Finance	52,4	31	25,8	40	26,7	25	26,5	23,2	24	23,4
	Production	37,1	40	16,2	27,4	17,0***	27,3	24,1	14,6	32	16,2
	Stratégie	19,4	11	11,8	21,1	12,2	17	13,3	13,4	24	14,1
	Management	29,8	26	21,9	26,3	22,2	15,9	9,6	11	16	11,3
Causes externes	Environnement	32,3	30	20,6	30,5	21,2	39,8	44,6	12,2	48	15,8**
	Accident	21,8	27	26,5	30,5	26,7	25	34,9	19,5	28	20,5

Note : Les variables dont la statistique de Fisher est significative à un niveau de 1%, 5% et 10% sont indiquées par ***, ** et * respectivement.

En France, les défaillances sont essentiellement dues à un problème de débouchés. En examinant les données pour chaque issue, nous constatons que la principale différence entre les deux périodes est la diminution des origines financières et de celles liées à la production (causes internes) en faveur des causes qui ne peuvent pas être anticipées ou empêchées par le tribunal : accident et environnement (causes externes). Ce n'est pas le cas des liquidations immédiates, qui affectent les entreprises initialement trop affaiblies pour être susceptibles d'être sauvées (voir tableau 15).

Les tests ANOVA ne mettent en évidence qu'une seule variable significative par période. Dans le premier échantillon, la cause "production" discrimine fortement les issues en faveur des redressements. Nous suggérons que le tribunal, par des mesures de restructurations économiques, de diminution des coûts ou des nouveaux investissements peut plus aisément résoudre les difficultés liées au processus de production. Dans le second échantillon, nous constatons que les défaillances dues à un environnement défavorable sont les moins susceptibles de conduire à une liquidation immédiate. Lorsque le défaut n'est pas le résultat de comportements stratégiques ou d'erreurs de gestion par exemple, mais d'un événement

¹⁶¹ Nous employons le terme « management » plutôt que « gestion » afin de mieux rendre compte de certaines qualités de l'équipe dirigeante telles que la compétence et l'expérience.

externe, le tribunal fait son possible pour continuer l'activité, avant de prononcer une liquidation si nécessaire. En ce qui concerne les liquidations, nous sommes tentés d'avancer qu'elles sont davantage imputables à des comportements stratégiques ou à une mauvaise gestion que les réorganisations. Toutefois, le test ne confirme pas une telle hypothèse, ces origines « intentionnelles » n'étant jamais significatives.

À ce stade, nous anticipons que les causes externes augmenteront les taux de recouvrement, la valeur intrinsèque de l'entreprise n'étant vraisemblablement pas affectée par des comportements inappropriés. Nous suggérons également que l'impact sur les recouvrements sera différent entre les redressements et les liquidations. Nous testons ces hypothèses dans la section B.

2. L'impact de la structure financière

A la lecture du tableau 13, il apparaît que si le défaut des entreprises résulte de leur déclin économique, des difficultés financières sont pour autant souvent responsables, du moins en partie, de la dégradation de leur solvabilité (origine financière du défaut)¹⁶². Or, l'étude empirique du parcours financier des entreprises défaillantes nécessite également de s'interroger sur les symptômes financiers de la défaillance. A cet égard, la structure financière de ces firmes nous apporte de nombreux éléments d'appréciation empirique. Le tableau 14 présente la ventilation de leur actif et passif, à nouveau selon les issues de la procédure collective et la période considérée, au moment de la cessation des paiements¹⁶³.

¹⁶² Voir annexe 2.2. pour le détail des causes financières.

¹⁶³ Excepté les dettes de l'article 40, qui sont engagées après la cessation des paiements.

Tableau 14 : Structure des actifs et des passifs par échantillon et par issue

Structure des actifs/créances	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Test Anova ; stat de Fisher	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Test Anova ; stat de Fisher
	Echantillon : Législation 25/01/1985 : 596 observations					Echantillon : Législation 10/06/1994 : 262 observations				
Immobilisations incorporelles	25.2%	18.4%	14.6%	19.0%	1.60	8.4%	19.2%	10.5%	18.0%	2.86**
Immobilisations corporelles	15.3%	14.4%	19.0%	18.5%	0.41	24.4%	26.1%	22.0%	29.7%	0.48
Immobilisations financières	6.3%	2.8%	3.2%	0.6%	1.92	7.5%	5.4%	1.9%	3.4%	2.21*
Stocks	14.9%	14.6%	6.0%	12.5%	3.48**	16.3%	11.4%	6.1%	5.5%	3.76**
Créances clients	25.5%	33.3%	30.6%	21.9%	1.25	25.8%	20.0%	37.0%	32.2%	4.37***
Autres actifs	6.2%	4.6%	11.8%	11.8%	1.67	11.2%	8.4%	14.7%	7.8%	1.65
Disponibilités	6.4%	11.3%	14.3%	15.4%	1.61	6.4%	9.5%	7.7%	3.2%	0.99
Superprivilège des salariés	2.4%	4.3%	3.1%	1.7%	1.62	4.1%	3.9%	15.8%	15.3%	27.57***
Dettes de l'article 40	0.0%	5.6%	0.0%	0.0%	22.10***	4.2%	0.4%	0.0%	3.2%	13.71***
Etat et salariés	15.4%	19.7%	10.1%	9.3%	4.70***	29.6%	32.2%	42.0%	44.3%	4.84***
Créances garanties	29.6%	19.3%	37.9%	35.3%	9.60***	12.3%	19.6%	8.0%	6.4%	4.05***
Chiropgraphaires	52.6%	51.1%	48.8%	53.6%	0.87	50.4%	44.0%	34.2%	30.9%	6.31***

*Note : Les variables dont la statistique de Fisher est significative à un niveau de 1%, 5% et 10% sont indiquées par ***, ** et * respectivement.*

Au sein des deux échantillons, le passif est majoritairement constitué de dettes chirographaires, qui reflètent les difficultés de paiement rencontrées par les entreprises en détresse financière. Nous observons toutefois une diminution de leur part en seconde période, vraisemblablement en raison du renforcement des mécanismes de prévention après 1994. La part de ces créances est la plus importante chez les firmes redressées ; nous suggérons que le tribunal, en protégeant l'activité, espère réduire les effets domino. La part des créances superprivilégiées est généralement négligeable, excepté chez les firmes liquidées après 1994. En effet, l'incapacité d'une entreprise à rembourser ses salaires les plus récents traduit des difficultés extrêmes qui rendent le redressement peu probable, d'autant plus lorsque les actifs sont très liquides. De manière générale, les créances clients constituent la part la plus importante des actifs, notamment chez les firmes immédiatement liquidées, ce qui confirme l'idée selon laquelle la défaillance est principalement imputable à des problèmes de débouchés.

La part moyenne des créances privilégiées est moindre dans le second échantillon. Nous suggérons en effet que la loi de 1994, plus favorable aux créanciers, rend la constitution de sûretés moins indispensable. D'ailleurs, elles sont au cours de la première législation caractéristiques des entreprises liquidées, ce qui n'est plus le cas dans la seconde période ; cela semble refléter l'impact positif du renforcement de la prévention, de sorte qu'après 1994, les entreprises sont en moyenne, lorsqu'elles entrent en défaillance, moins exsangues qu'auparavant.

Enfin, la part des créances « article 40 » est très limitée, quelle que soit l’issue ou la période considérée (entre 0 et 5.6%). Notons toutefois qu’elle est dans le premier échantillon nulle, excepté en cas de continuation où elle est « maximale » ; il semble que les dettes contractées après le déclenchement de la procédure favorisent le succès d’un plan de continuation. Quoiqu’il en soit, nous constatons d’ores et déjà que leur poids négligeable dans le passif total limite la portée des débats quant à la priorité qui leur est accordée.

3. Le taux de couverture, fruit de la trajectoire économique et financière

A ce stade, le lien entre trajectoire économique et financière du défaut *ex ante* et efficacité *ex post* des procédures collectives n’est pas évident. Afin de comprendre en quoi l’origine du défaut, ou encore la structure des actifs d’une entreprise peut en influencer la valeur, il apparaît essentiel de s’intéresser au moment où l’entreprise en difficultés devient défaillante d’un point de vue légal. Or, le déclenchement d’une procédure collective repose sur la cessation des paiements, à savoir une situation d’insuffisance d’actifs. Afin de rendre compte des différences de ces insuffisances entre les entreprises à l’ouverture de la procédure, nous calculons, pour chacune d’elle, l’insuffisance d’actifs, en niveau (*i.e.* valeur de marché des actifs nette des passifs dus¹⁶⁴) et en taux (*i.e.* valeur de marché des actifs divisée par les passifs dus). Ce « taux de couverture » sera dans la suite de ce travail utilisée comme *proxy* de la situation financière des entreprises à leur entrée en procédure collective. Le tableau 15 présente les moyennes de l’insuffisance d’actif et du taux de couverture de chaque échantillon pour chaque issue.

¹⁶⁴ L’insuffisance d’actifs est donc négative dans la plupart des cas.

Tableau 15: Situation financière initiale des entreprises par issue

Proxys de la situation financière des firmes à leur entrée en défaillance (moyenne et moyenne de ratios)	Liquidation immédiate					Liquidation après observation				
	Cession		Continuation		Test Anova ; Fisher	Cession		Continuation		Test Anova ; Fisher
	on	immédiat	on	observati	e on	on	immédiat	on	observati	e on
Echantillon : Législation 25/01/1985 : 596 observations					Echantillon : Législation 10/06/1994 : 262 observations					
Insuffisance d'actifs	-3259	-975	-295	-2666	4.20***	-2022	-566	-354	-2564	4.31***
Taux de couverture	36.1%	70.3%	16.3%	24.4%	45.69***	50.1%	55.1%	37.3%	46.2%	4.30***

Note : Les variables dont la statistique de Fisher est significative à un niveau de 1%, 5% et 10% sont indiquées par ***; ** et * respectivement.

Les issues présentant les montants moyens d'insuffisance d'actif les plus faibles sont les liquidations immédiates. Ce résultat, étonnant *a priori*, s'explique par le fait que ces entreprises ne sont à leur arrivée en procédure collective plus que des « coquilles vides », et il est probable que tant leur actif que leur passif ont déjà été largement érodés en amont. *A contrario*, les cessions et les liquidations après période d'observation affichent les insuffisances d'actif les plus élevées. Dans le premier cas, le rachat constitue un moyen relativement rapide et pratique d'apurer le passif (via le prix de rachat). Il n'est donc pas surprenant de voir les repreneurs se concentrer sur la population présentant les situations financières les plus critiques. Dans le second cas, il semble que l'insuffisance d'actifs soit telle qu'une continuation est manifestement déraisonnable. Les continuations affichent une insuffisance d'actifs intermédiaire et modérée, allant dans le sens de la pertinence des décisions des tribunaux.

Nous obtenons des résultats quelque peu différents lorsque nous nous intéressons aux taux de couvertures. En moyenne, les entreprises qui présentent les taux de couverture les plus élevés sont redressées par voie de continuation ; à nouveau, une forte couverture des dettes par les actifs constitue pour les tribunaux un gage de succès dans la perspective d'une poursuite de l'activité. Les liquidations (immédiates ou après une période d'observation) affichent quant à elles les pourcentages les plus faibles, quel que soit l'échantillon considéré. Enfin, les taux de couverture ont en moyenne considérablement augmenté entre les deux périodes, ce qui traduit vraisemblablement, là encore, un effet positif des mécanismes de prévention renforcés après 1994.

Le taux de couverture revêt une importance-clé dans notre étude empirique sur la trajectoire de défaut *ex ante* et sa résolution *ex post*, dans la mesure où il est la seule variable

permettant de lier les deux dimensions. D'une part, il résulte du chemin économique et financier emprunté par l'entreprise en détresse. D'autre part, on peut imaginer que puisqu'il conditionne la santé financière future des entreprises défaillantes, le taux de couverture jouera sur l'efficacité *ex post* de la procédure collective.

B. L'efficacité du traitement judiciaire du défaut

1. Des critères de prise de décision guidés par la recherche de l'efficacité sociale

Notre hypothèse est la suivante : *le comportement des tribunaux de commerce serait biaisé en faveur des issues permettant une continuation de l'activité afin de préserver l'emploi*. Nous étudions la mesure dans laquelle ce comportement se reflète dans la probabilité d'une continuation ou d'une cession, par rapport à la liquidation de la firme. Dans un premier temps, nous déterminons (1) les variables qui dictent les décisions des tribunaux pour les trois issues, et (2) les contraintes auxquelles les tribunaux sont soumis au moment de leur prise de décision. Dans un second temps, nous nous intéressons au cas particulier des cessions. Dans la mesure où il peut exister plusieurs propositions de rachat, nous nous interrogeons sur les critères de l'offre sur lesquels se base le tribunal pour sélectionner un repreneur. Pour ce faire, nous avons accès aux dossiers des plans de cession, qui contiennent les forces et les faiblesses de ces plans, telles qu'estimées par l'administrateur. De nouveau, nous anticipons une influence des normes sociales telles que la protection de l'emploi sur le comportement des tribunaux.

a. Le rôle actif des tribunaux afin de garantir le redressement

Nous estimons une régression LOGIT sur nos deux échantillons de firmes défaillantes (celles soumises à la législation de 1985 -557 entreprises- et celles soumises à celle de 1994 - 267 entreprises). La variable expliquée est la probabilité qu'une firme soit continuée, cédée ou liquidée. Afin de modéliser la décision du tribunal sous contrainte¹⁶⁵, nous utilisons une série

¹⁶⁵ Par exemple, la probabilité qu'une cession soit prononcée dépend à la fois des contraintes du côté de la demande (existence d'un candidat au rachat) et de celui de l'offre (valeur actuelle des actifs ou nombre d'employés).

de variables *ex ante*. Parce que ces variables décrivent la situation initiale de la firme au moment du défaut, elles contraignent en effet le tribunal dans son choix entre liquidation et redressement :

- (1) La situation financière de la firme au moment du défaut : le taux de couverture, le montant des créances¹⁶⁶ et la structure de la dette ;
- (2) Les causes du défaut ;
- (3) La taille de la firme : *i.e.* le nombre d'employés (log), qui est un facteur-clé susceptible d'affecter la volonté de la firme de préserver l'emploi ;
- (4) Le secteur, la forme juridique et l'âge de la firme : variables de contrôle.

Nous identifions également des variables *ex post*, qui décrivent les actions entreprises ou permises par le tribunal au cours de la procédure¹⁶⁷. Cette série de mesures constitue un indicateur utile des efforts du tribunal pour préparer et promouvoir la continuation. Parmi ces mesures, nous distinguons les mesures connectées de celles non connectées. Les mesures sont dites connectées lorsqu'elles sont de même nature que la cause du défaut (par exemple, l'administrateur judiciaire peut avoir engagé des mesures qui stimulent la demande alors que le défaut était, intégralement ou non, lié à des problèmes de débouchés). La distinction des mesures connectées ou non connectées nous renseigne sur la complémentarité des mesures engagées par le tribunal et des origines du défaut¹⁶⁸. L'analyse de ces deux séries de mesures –et non leurs types– permet de réduire le risque d'endogénéité entre les causes de défaut et les mesures engagées. Dans l'annexe 2.3., nous testons l'endogénéité entre les variables explicatives : dans presque tous les cas, l'endogénéité est rejetée. Enfin, nous identifions un troisième type de mesures : les mesures judiciaires. Spécifiques à la France, elles permettent le maintien de contrats particuliers (fournitures, électricité...).

Le tableau 16 présente les résultats d'une analyse de régression multivariée. Nous reportons les coefficients estimés pour les continuations et les cessions relativement à la liquidation. Nous séparons les firmes dépendant de la législation de 1985 de celles bénéficiant

¹⁶⁶ Il est plus probable que les tribunaux prennent davantage en compte le niveau des différentes créances que leur structure relative.

¹⁶⁷ L'annexe 2.2. fournit la liste des 33 codes utilisés concernant ces mesures.

¹⁶⁸ Ainsi, nous ne suggérons pas que les mesures connectées sont plus efficaces que les mesures non connectées, contrairement à Argenti (1976), selon qui seuls des remèdes aux causes fondamentales de la défaillance de l'entreprise permettent un redressement durable de sa situation.

de la réforme de 1994. Dans les deux échantillons, les variables dépendantes sont les probabilités de cession et de continuation par rapport à la probabilité de liquidation.

Tableau 16 : Estimation des issues de la procédure collective

Variables	Législation 25/01/1985 (557 entreprises)				Législation 10/06/1994 (267 entreprises)			
	Issue : cession (ref. liquidation)		Issue : continuation (ref. liquidation)		Issue : cession (ref. liquidation)		Issue : continuation (ref. liquidation)	
	Estimation	Prob.> χ^2	Estimation	Prob.> χ^2	Estimation	Prob.> χ^2	Estimation	Prob.> χ^2
Constante	-7,3682***	<0,0001	-9,2272***	<0,0001	-3,8693***	<0,0001	-2,965***	<0,0027
Nb. de causes de défaut : débouchés	0,4589**	0,0401	-0,5513*	0,0765	0,0560	0,8648	-0,256	0,4666
Nb. de causes de défaut : stratégie	-0,5952	0,1794	-0,4282	-0,4983	0,1708	0,7522	0,2469	0,6623
Nb. de causes de défaut : production	0,0963	0,7304	,8530**	0,0145	-0,0831	0,8194	-0,1341	0,7098
Nb. de causes de défaut : finance	0,2266	0,3046	-0,3347	0,3252	0,1875	0,6318	-0,0247	0,9537
Nb. de causes de défaut : management	0,1129	0,6475	0,3804	0,2253	0,4459	0,3548	-0,0595	0,9158
Nb. de causes de défaut : accident	-0,2697	0,3879	-0,0890	0,8372	0,5174	0,2222	0,7576*	0,0766
Nb. de causes de défaut : environnement externe	-0,4422	0,1309	-0,3721	0,3589	0,2533	0,5279	0,8111**	0,0473
Nb. de mesures connectées	0,5069**	0,0261	0,9878***	0,0005	0,1334	0,7385	0,8145**	0,0331
Nb. de mesures déconnectées	0,9231***	0,0002	1,7598***	<0,0001	1,0005**	0,0158	1,4746***	0,0004
Nb. de mesures légales	0,8623	0,332	0,0978	0,9235	-1,8322	0,1718	-2,4100*	0,0736
Déclaration d'une période suspecte	-0,9121***	0,0002	-0,5624*	0,0625	0,0822	0,7421	-0,0327	0,9042
Taux de couverture (valeur économique des actifs / dettes)	2,2373***	<0,0001	6,1739***	<0,0001	-0,0180	0,9775	0,8335	0,1949
Forme juridique : responsabilité limitée	-0,4291	0,1279	-0,4819	0,1525	-0,7823**	0,0319	-0,1029	0,7898
Secteur : commerce (ref. industrie)	-0,1292	0,6242	-1,2519***	0,0017	-0,1905	0,5806	-0,3549	0,3203
Secteur : services (ref. industrie)	0,2981	0,1671	0,6213**	0,0491	0,3401	0,2329	0,1941	0,507
Ln (âge de la firme)	0,8789***	<0,0001	1,2828***	<0,0001	0,4936**	0,0248	0,2097	0,3626
Ln (nombre d'employés)	0,5800***	0,0011	-0,1457	0,5719	0,9287***	0,0019	0,1035	0,7416
Ln (dettes : "superprivilège")	-0,0402	0,6841	0,0804	0,6106	-,7465***	<0,0001	-0,8737***	<0,0001
Ln (dettes : créances sécurisées : collatéraux)	0,1486*	0,0961	-0,1868	0,1097	0,0830	0,3851	0,1095	0,283
Ln (dettes : créances sécurisées : Etat et employés)	0,2751***	0,0002	0,1648	0,1095	0,1045	0,5716	0,2931	0,1135
Ln (dettes : créances non sécurisées)	0,2549**	0,0152	0,2787**	0,0459	0,4383***	0,0009	0,2868**	0,0346
Régression LOGIT indépendant multinomial								

Néanmoins, le rôle des variables économiques et financières *ex ante* est également crucial dans la prise de décision des tribunaux. En d'autres termes, quand bien même les efforts des tribunaux de commerce influencent l'issue de la procédure, il est probable que celle-ci soit prédéterminée par des facteurs sur lesquels il n'existe pas de levier d'action. Ainsi, la probabilité qu'une cession soit choisie est contrainte du côté de l'offre, et en particulier par le nombre d'employés. De manière plus générale, le redressement d'une entreprise dépend statistiquement de caractéristiques générales telles que l'âge de l'entreprise, son taux de couverture, ou encore sa capacité à payer les salaires (voir la variable « dettes superprivilège »). Or, c'est précisément sur ces variables que les mécanismes préventifs ont un rôle à jouer. Ainsi, avant la réforme de 1994, seules des causes internes (production, débouchés) affectent la probabilité de redressement tandis que cette probabilité est dans la seconde période exclusivement influencée par des facteurs externes (accident et environnement) sur lesquels l'entreprise est sans pouvoir. Par ailleurs, le fait que le redressement n'est après la réforme plus conditionné au taux de couverture peut signifier qu'en raison d'un traitement des difficultés désormais plus précoce, la situation financière des entreprises au moment du défaut s'en trouve améliorée ; nous suggérons que le taux de couverture n'est pour les tribunaux plus un critère de décision après 1994. Enfin, il apparaît que la déclaration d'une période suspecte exerce un impact négatif sur la probabilité de redressement avant 1994. Le prononcé d'une période suspecte étant un moyen, réservé aux entreprises dont la situation est la plus altérée, de récupérer de la valeur sur certains actifs, ce résultat confirme l'amélioration financière des entreprises permise par le renforcement de la prévention,

En résumé, nous concluons à une promotion active du redressement par les tribunaux français, ce en dépit de contraintes externes que le renforcement de la prévention a après 1994 contribué à limiter. Ces premiers résultats doivent être complétés par une analyse ciblée sur la question d'un arbitrage entre les considérations sociales et financières de la décision des tribunaux.

b. Validation empirique de l'orientation sociale de la loi : les critères de choix d'une offre de reprise

Jusqu'à présent, nous n'avons pas testé l'existence d'un dilemme entre efficacités financière et sociale. Si la préférence des tribunaux pour le redressement est vérifiée, il n'existe pour autant aucune indication qu'elle conduise à une détérioration du produit des créanciers. Afin de tester un éventuel arbitrage entre les considérations sociales et financières, nous devons examiner des critères de choix alternatifs au sein d'une issue particulière. A cet égard, les cessions d'entreprises offrent un cadre d'analyse intéressant, dans le sens où elles mettent en concurrence plusieurs offres de rachat qui seront sélectionnées en fonction de leurs caractéristiques, notamment sociales et financières.

Nous utilisons de nouveau notre base de données, toutes les caractéristiques des offres de reprise y étant renseignées. Le contenu de ces propositions est fiable, dans la mesure où il résulte d'une évaluation de leurs avantages et inconvénients non pas par le dirigeant mais par l'administrateur judiciaire directement. Celui-ci transmet ses observations au tribunal qui les utilise pour retenir une offre. Dans la mesure où il peut exister plusieurs offres, nous explorons les critères sur lesquels s'appuie sa décision. S'il respecte la hiérarchie implicite établie par le premier article de la législation française, nous nous attendons à ce qu'il affiche une préférence à l'égard des offres qui s'engagent à préserver l'emploi. Afin de considérer cet effet, nous nous intéressons exclusivement aux cessions pour lesquelles aux moins deux offres d'achat ont été proposées (respectivement 169 et 123 plans de cession pour les échantillons de 1985 et 1994). La variable expliquée est la probabilité pour un plan d'être sélectionné par le tribunal. Les variables explicatives sont les caractéristiques du plan (soit acceptées, soit rejetées) telles que reportées par l'administrateur. Plusieurs indices ont été établis afin de standardiser ces caractéristiques. La première, le prix proposé, relativement au niveau des dettes, nous sert de critère d'efficacité financière *ex post* ; si le tribunal favorise ce type d'efficacité, nous anticipons une influence positive du prix sur son choix. La seconde série de variables concerne les qualités de l'offre, qui déterminent l'avenir de la firme défaillante et de ses employés avec un nouveau propriétaire (l'offre « préserve l'emploi », l'acquéreur est « solide financièrement », « expérimenté » ou « réputé »). Parmi ces qualités, nous nous

focalisons sur l'engagement du candidat à protéger l'emploi¹⁶⁹, que nous utilisons comme indicateur de l'efficacité sociale. Une dernière série de variables décrit les motivations du candidat : recherche de synergies, absorption d'un concurrent, première affaire, diversification de l'activité, gain de réputation.

Nous retenons l'approche proposée par McFadden (1974) et effectuons une régression LOGIT conditionnelle pour modéliser le choix des tribunaux entre des offres concurrentes. La probabilité égale 1 si une offre est acceptée par le tribunal et 0 si elle est refusée. Le tableau 17 présente les résultats de notre régression.

Tableau 17 : Choix entre des offres rivales

Variables	Législation 25/01/1985 (169 plans)	Législation 10/06/1994 (123 plans)
	Estimation	Estimation
Prix proposé (rapporté aux dettes)	4,6381	1,5782
Qualité de l'offre : préserve l'emploi	3,3980***	1,4821**
Qualité de l'offre : le candidat est solide financièrement	0,9664	1,0101*
Qualité de l'offre : le candidat est expérimenté	0,409	0,5952
Qualité de l'offre : le candidat est réputé	0,5769	-0,3687
Motivation de l'acquisition : synergie	-0,6785	0,8334
Motivation de l'acquisition : absorption d'un concurrent	0,26	1,4057
Motivation de l'acquisition : diversification de l'activité	1,5646*	0,9699
Motivation de l'acquisition : première affaire	2,4629**	1,6003
Motivation de l'acquisition : gain de réputation	0,6261	-14,5353
Régression LOGIT conditionnel	Test	Khi 2
	Ratio de vraisemblance	41,7545
	Score	33,2905
	Wald	17,3933
	Khi 2	Khi 2
		24,4837
		21,4333
		13,7616

*Note : Les coefficients significatifs à des niveaux de 1%, 5%, 10%, sont indiqués par ***, **, * respectivement.*

Nous observons un résultat intéressant compatible avec la considération sociale de l'article 1^{er} de la loi de 1985 : la probabilité pour un plan d'être sélectionné par le tribunal est d'autant plus forte qu'il s'engage à préserver l'emploi. Les autres variables ne sont que rarement significatives – à l'exception de l'indicateur de qualité « repreneur solide financièrement » ; cela renforce l'intérêt quasi exclusif que portent les tribunaux à l'aspect social. Nous ne concluons pas à l'absence d'effet du prix proposé sur les décisions du tribunal, mais suggérons plutôt que les tribunaux de commerce examinent chaque proposition

¹⁶⁹ Notons que ce critère n'est établi que sur la base d'un engagement annoncé par le candidat, qui est susceptible de ne pas être respecté dans l'avenir. Néanmoins, un tel comportement est sanctionné, à plus forte raison depuis la réforme de 1994.

individuellement et qu'ils retiennent celle qui préserve l'emploi au meilleur prix. En définitive, nous ne pouvons pas déduire de notre régression un arbitrage entre la protection des salariés et le remboursement des créanciers, dans la mesure où nous n'observons aucune relation négative entre les variables « prix proposé » et « protection de l'emploi ». En revanche, nos résultats vont dans le sens d'une *hiérarchie* des objectifs, telle que définie dans l'article 1^{er} : (1) le maintien de l'emploi (caractéristique du plan favorisé) par (2) la continuation de l'activité de l'entreprise (par le biais d'une cession) puis (3) la maximisation du produit de la cession (le prix proposé). Cependant, le prix n'étant pas significatif, cette observation n'est que suggestive, et il n'existe aucune preuve qu'une fois l'objectif social atteint, le tribunal s'attache à préserver les intérêts financiers. A ce stade de notre étude, nous ne pouvons que constater que les tribunaux mettent non seulement tout en œuvre afin d'adopter l'issue la plus acceptable socialement, mais qu'une fois celle-ci adoptée, ils sélectionnent le plan le plus favorable à l'emploi (dans le cas des cessions).

Pour le cas particulier des cessions¹⁷⁰, les motivations du juge doivent pour autant s'interpréter avec prudence. En effet, si une fois la cession décidée, le tribunal sélectionne l'offre la plus à même de protéger l'emploi, il se peut également que c'est précisément parce qu'il existe de telles offres que la cession est choisie. En ce sens, la probabilité qu'une cession soit choisie dépend non seulement de l'offre, mais également de la demande. Cette analyse, loin de remettre en cause nos résultats, enrichit les apports de la partie a. ; si la continuation, au sein du redressement, est sans conteste le meilleur moyen de protéger l'emploi, l'assurance que le prononcé d'une cession maintiendra les postes existants rend les deux issues tout autant efficaces socialement. Il est peu probable que, si les décisions revenaient aux parties impliquées – et notamment les créanciers-, nous obtenions de tels résultats : ceux-ci ne sont garantis que parce que ces décisions relèvent des tribunaux, dont les objectifs sont extérieurs aux intérêts en présence. L'efficacité financière des deux voies de redressement est quant à elle mesurée dans la partie suivante.

¹⁷⁰ Comme souligné dans la section 2, les cessions peuvent être considérées comme une solution hybride entre la continuation et la liquidation.

2. Le « prix » de l'efficacité sociale : l'analyse des taux de recouvrement

De ces deux régressions, il ressort que les tribunaux sont fortement imprégnés de considérations sociales dès lors qu'ils sont amenés à prendre une décision. Pour autant, ces attitudes, si elles témoignent de la priorité accordée par les tribunaux aux enjeux sociaux du défaut, ne prouvent ni que les enjeux financiers sont ensuite pris en compte (hiérarchie des objectifs) ni, *a contrario*, que le tribunal ne peut favoriser les salariés qu'au détriment des créanciers (arbitrage entre les objectifs). En définitive, l'existence d'un arbitrage, ou à tout le moins d'une hiérarchie des objectifs, ne peut se mesurer qu'à l'issue de la procédure. Dans cette perspective, nous nous interrogeons à présent sur l'impact *ex post* de l'efficacité sociale sur l'efficacité financière, que nous estimons par les taux de recouvrement globaux.

a. Analyse de la ventilation des taux de recouvrement par issue

Le tableau 18 présente la structure des créances et les taux de recouvrement de tous les créanciers. Des tests ANOVA ont été effectués sur les moyennes des taux de recouvrement globaux pour chaque issue, afin d'examiner si la protection de l'emploi induite par la recherche du redressement induit des taux de recouvrement faibles. Cela nous permet, dans un premier temps, de comparer les différents niveaux de taux de recouvrement entre les issues et de vérifier, dans un second temps, s'ils diffèrent sensiblement entre elles. S'ils sont plus faibles pour le redressement que pour la liquidation, nous pouvons déduire qu'un système qui favorise le débiteur et ses salariés est coûteux pour les créanciers.

Tableau 18 : Structure des créances et taux de recouvrement moyens

Echantillon : législation du 25/01/1985 : 596 observations	Cession n	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Test ANOVA : stat. de Fisher	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Total (pondéré)	Test ANOVA : stat. de Fisher
	Structure des créances				Taux de recouvrement (moyennes de ratios)						
Superprivilège des salariés	2,4%	4,3%	3,1%	1,7%	1,62	88,2%	89,8%	57,8%	80,4%	60,2%	3,92**
Dettes de l'article 40	0,0%	5,6%	0,0%	0,0%	22,10***	n.s.	73,2%	n.s.	n.s.	n.s.	-
Etat et salariés	15,4%	19,7%	10,1%	9,3%	4,70***	41,8%	63,0%	23,0%	25,4%	24,1%	13,01***
Créances garanties	29,6%	19,3%	37,9%	35,3%	9,60***	42,5%	63,9%	17,7%	29,3%	18,8%	11,13***
Chirographaires	52,6%	51,1%	48,8%	53,6%	0,87	10,5%	64,5%	5,1%	6,8%	5,7%	43,66***
Total	100%	100%	100%	100%	-	24,0%	65,7%	12,1%	16,2%	12,9%	16,67***

Echantillon : législation du 10/06/1994 : 262 observations	Cession n	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Test ANOVA : stat. de Fisher	Cession	Continuation	Liquidation immédiate	Liquidation après observation	Total (pondéré)	Test ANOVA : stat. de Fisher
	Structure des créances				Taux de recouvrement (moyennes de ratios)						
Superprivilège des salariés	4,1%	3,9%	15,8%	15,3%	27,57***	84,5%	91,3%	75,0%	74,2%	75,4%	3,44**
Dettes de l'article 40	4,2%	0,4%	0,0%	3,2%	13,71***	60,7%	n.s.	n.s.	25,0%	n.s.	-
Etat et salariés	29,6%	32,2%	42,0%	44,3%	4,84***	30,7%	73,7%	15,3%	28,2%	17,8%	22,19***
Créances garanties	12,3%	19,6%	8,0%	6,4%	4,05**	35,0%	72,0%	36,0%	50,0%	38,0%	13,64***
Chirographaires	50,4%	44,0%	34,2%	30,9%	6,31***	6,2%	72,1%	2,5%	6,2%	4,9%	286,12***
Total	100%	100%	100%	100%	-	23,9%	73,8%	23,5%	26,0%	24,9%	65,91***

Les variables dont la statistique de Fisher est significative à 1%, 5%, et 10% sont indiquées par ***, ** et * respectivement.

n.s. = chiffres non significatifs (pas assez d'observations : moins d' 1% du total des créances -taille de l'échantillon)..

- L'impact de la prévention sur les taux de recouvrement

Dans un premier temps, nous analysons les lignes des tableaux, qui répertorient chaque type de créanciers. Dans les deux échantillons, les salariés récupèrent plus que les créanciers garantis, et à plus forte raison chirographaires, conformément à l'ordre de priorité légal. Des différentes catégories de créanciers dans les deux échantillons, il ressort que plus le niveau de dettes non garanties est élevé, plus le taux de recouvrement global est faible. Ceci apparaît logique au vu de l'ordre de priorité, selon lequel les créanciers chirographaires recouvrent moins que les autres ayant-droit (à l'exception des actionnaires). Ces écarts sont réduits pour les continuations, même si les recouvrements demeurent proportionnellement inférieurs au niveau de leurs créances. Toutefois, nous suggérons également que ces pertes (c'est-à-dire de faibles taux de recouvrement) tiennent compte du coût induit par la réduction des effets domino recherchée par les tribunaux. Les dettes nées après le jugement d'ouverture (créances de l'article 40) jouent un rôle spécifique : les nouveaux créanciers récupèrent davantage que tous les créanciers garantis, quelle que soit l'issue. Toutefois, ce résultat est d'importance mineure au vu du poids négligeable des dettes de l'article 40 dans la structure des créances.

L'avancée la plus notable de la loi de 1994 est le développement de la prévention. Le fait de commencer à résoudre ou du moins à réduire les difficultés financières avant le déclenchement de la procédure semble avoir un impact positif sur les taux de recouvrement, qui sont en moyenne deux fois plus élevés dans la deuxième période. S'ils s'améliorent, cela est toutefois au détriment des créanciers chirographaires, sauf en cas de continuation. Par conséquent, bien que les unités de prévention aient été créées pour tenter de redresser les entreprises avant le déclenchement de la procédure et ainsi de protéger l'emploi, elles semblent être efficaces pour également récupérer de la valeur.

- **L'importance des recouvrements en cas de continuation**

Dans un second temps, nous nous concentrons sur les colonnes des tableaux présentant les taux de recouvrement afin de comparer ceux-ci entre les différentes issues. Pour ce faire, nous effectuons des tests ANOVA afin de répondre à notre question cruciale: *Est-ce que la protection de l'emploi par le biais d'une continuation augmente les coûts financiers?*

Cela serait le cas si les taux de recouvrement étaient plus faibles qu'en cas de liquidation. Au contraire, ils sont beaucoup plus élevés pour les continuations (environ 70%) que pour les liquidations (entre 12% et 26%). Cela signifie que les tribunaux français identifient correctement et précisément les entreprises qui méritent d'être sauvées et sont dès lors moins susceptibles de commettre des erreurs de type 1. Toutefois, cette valeur élevée peut être due à une meilleure situation financière initiale ; comme indiqué plus haut, les entreprises dont le taux de couverture est élevé sont généralement continuées. Il est dès lors naturel que ces entreprises présentent également les montants de recouvrement les plus élevés.

En revanche, les cessions et les liquidations présentent des taux de recouvrement faibles et similaires. Les recouvrements médiocres des liquidations se justifient sans doute par la situation de ces entreprises, pour la plupart exsangues au moment de la cessation des paiements. Les taux de recouvrement des cessions peuvent quant à eux s'expliquer par les motivations sociales du tribunal lorsqu'il sélectionne un repreneur, telles que vues dans la partie précédente. Lorsqu'il est favorable à une poursuite de l'activité, il est possible que le tribunal ne soit pas pour autant enclin à prononcer une continuation si le taux de couverture de l'entreprise lui semble insuffisant. Son choix

se reporte dès lors sur une cession, d'autant plus si le défaut est lié à des lacunes de l'équipe dirigeante et/ou que l'offre de cession s'engage à préserver l'emploi. En outre, nous suggérons que les repreneurs peuvent avoir pour motivation de « faire une bonne affaire » (absorption d'un concurrent à bas prix par exemple), de sorte que la faiblesse du prix de cession se reflète dans les recouvrements. Enfin, analyser les cessions françaises au regard des enchères suédoises peut fournir un autre élément d'explication. En Suède, la valeur des actifs de l'entreprise est déterminée par l'offre et la demande prévalant sur le marché. A l'opposé, les tribunaux français disposent d'un pouvoir d'exécution conséquent à chaque étape de la procédure, de sorte que, d'une certaine manière, les cessions françaises peuvent être considérées comme des « ventes aux enchères *sociale* » orchestrée par un tribunal. En conséquence, les entreprises cédées seraient moins susceptibles de générer de la valeur que les entreprises continuées.

Enfin, nous avons supposé dans la section qui traite de l'histoire du défaut que les causes externes de défaut étaient susceptibles d'influencer positivement les taux de recouvrement. Nous suggérons que, lorsque le défaut est dû à un accident ou à des facteurs environnementaux, le déclenchement de la procédure a lieu plus tôt, de sorte que ces origines *ex ante* ont un impact positif sur les montants recouvrés. Nous anticipons que cet effet différera selon les issues.

Cependant, l'approche ANOVA présente l'inconvénient majeur de comparer quatre populations (en l'occurrence) sans prendre en compte les valeurs alternatives d'une même entreprise (autrement dit les recouvrements qu'elle aurait générés si une autre issue avait été sélectionnée). Par conséquent, elle ne constitue pas une méthode adaptée pour mesurer un éventuel arbitrage entre efficacités sociale et financière, la continuation étant d'ailleurs, en toute logique, l'issue pour laquelle les recouvrements sont les plus élevés. A cet égard, la confrontation de plans de cession rivaux pour une même entreprise devait nous permettre de tester le « dilemme français ». Toutefois, nos résultats, s'ils ont consacré l'empreinte sociale du droit français des procédures collectives, n'ont pas confirmé la hiérarchie des objectifs telle qu'énoncée par l'article 1^{er}, et encore moins un arbitrage entre les deux types d'efficacité autour desquelles s'articule notre étude. Dans la partie suivante, nous abordons la question sous un angle différent ; nous nous interrogeons sur la disposition des tribunaux et, le cas échéant, sur leur efficacité à améliorer l'efficacité financière des procédures collectives.

b. Les déterminants des taux de recouvrement

Au vu des résultats de nos régressions, il est à ce stade de notre étude acquis que l'intervention des tribunaux permet de protéger l'efficacité sociale. Dans cette partie, nous nous demandons s'il en est de même concernant les taux de recouvrement.

Le tableau 19 présente les facteurs des taux de recouvrement globaux (c'est-à-dire pour tous les types de créanciers) pour la réorganisation et la liquidation au cours des deux périodes. Dans cette régression MCO, nous choisissons de mélanger les cessions et les continuations ; contrairement à la démarche entreprise jusqu'ici, notre but n'est pas de mettre en évidence un arbitrage entre les différentes issues, mais d'identifier les taux de recouvrement associés aux deux voies traditionnelles empruntées par les codes de faillite : la liquidation et le redressement.

Afin de comprendre ce qui détermine les taux de recouvrement, nous utilisons les mêmes variables explicatives que dans la partie 1.a., y compris les variables de contrôle ; un autre inconvénient associé à la méthode ANOVA (au-delà de l'absence de valeurs alternatives pour une même entreprise) était en effet de ne pas prendre en compte les variables de contrôle qui influent sur le niveau des recouvrements. Nous leur ajoutons une mesure du pourcentage des créances chirographaires relativement à la somme de toutes les créances (créances non garanties/total des créances). Nous analysons leur impact sur le taux de recouvrement global pour chaque issue dans les deux périodes : le redressement, puis la liquidation.

Tableau 19 : Facteurs des taux de recouvrement globaux

Variables	Législation 25/01/1985 (545 entreprises)				Législation 10/06/1994 (251 entreprises)				
	Liquidations (358 obs.)		Continuations et cessions (187 obs.)		Liquidations (94 obs.)		Continuations et cessions (157 obs.)		
	Estimation	Pr > t	Estimation	Pr > t	Estimation	Pr > t	Estimation	Pr > t	
Constante	0.13409**	0.0251**	0.50855***	0.0024	-0.11996	0.5761	0.68872***	0.0062	
Nb. de causes : débouchés	-0.00362	0.7520	-0.05316**	0.0352	-0.04111	0.2422	-0.02460	0.6373	
Nb. de causes : stratégie	-0.03169	0.1653	-0.07562	0.151	-0.03791	0.5475	-0.03115	0.6709	
Nb. de causes : production	-0.00232	0.8863	-0.04561	0.1191	-0.08500**	0.0372	-0.08686	0.1285	
Nb. de causes : finance	-0.02887**	0.0290	-0.05454**	0.0427	-0.05066	0.2701	0.03252	0.5880	
Nb. de causes : management	-0.02125	0.1371	-0.03359	0.1622	0.15462**	0.0318	-0.04243	0.5219	
Nb. de causes : accident	-0.00995	0.5190	0.0248	0.5182	0.03145	0.5649	0.10446**	0.0395	
Nb. de causes : environnement externe	-0.03043**	0.0409	0.03301	0.247	0.02460	0.6038	0.00543	0.9204	
Nb. de mesures connectées	0.01031	0.6440	0.04637***	0.0063	0.02496	0.6005	0.13456***	0.0028	
Nb. de mesures déconnectées	-0.02214	0.3498	0.0145	0.3913	-0.07108	0.2666	0.02545	0.4904	
Nb. de mesures judiciaires	0.04260	0.6863	0.01328	0.8302	-0.24525	0.2824	0.19114	0.3195	
Déclaration d'une période suspecte	-0.08389***	<.0001	0.02527	0.6364	0.09488*	0.0975	-0.02323	0.7542	
Forme juridique : responsabilité limitée	0.05876**	0.0264	-0.14795**	0.0213	0.17034	0.1850	-0.01204	0.9017	
Secteur : commerce (ref. industrie)	-0.01667	0.4837	0.06546	0.2493	-0.06639	0.3617	-0.00456	0.9566	
Secteur : services (ref. industrie)	0.01137	0.5637	-0.02607	0.5652	-0.04168	0.4850	0.00676	0.9331	
Ln (âge de la firme)	0.01174	0.3578	-0.02404	0.362	0.01464	0.5153	0.02741	0.3857	
Ln (nombre d'employés)	0.00810	0.3240	-0.03909**	0.0359	-0.02535	0.3386	-0.10191***	<.0001	
Créances chirographaires/actif total	0.00919	0.7511	-0.13802**	0.0153	-0.11565	0.2099	-0.23850**	0.0376	
Actif disponible (sauf disponibilités)/actif total	-0.09905***	<.0001	-0.14078**	0.0433	-0.01389	0.8289	-0.10150	0.3053	
Taux de couverture (valeur économique des actifs/dettes)	0.60410***	<.0001	0.61184***	<.0001	0.40457***	<.0001	0.16064**	0.0621	
Régression MCO		Valeur F Pr>F	21.49 <.0001	Valeur F Pr>F	10,3 <.0001	Valeur F Pr>F	2.87 0.0006	Valeur F Pr>F	3.18 <.0001
		R-Square	0.5471	R-Square	0.5396	R-Square	0.4239	R-Square	0.3063
		Adj R-Sq	0.5216	Adj R-Sq	0.4873	Adj R-Sq	0.2760	Adj R-Sq	0.2101
		Inflations de variance	<2	Inflations de variance	<2	Inflations de variance	<2	Inflations de variance	<2

Note : Les coefficients significatifs à des niveaux de 1%, 5%, 10%, sont indiqués par ***, **, * respectivement.

- L'efficacité financière des mesures du tribunal en cas de redressement

L'issue la plus cohérente avec la hiérarchie établie dans la loi de 1985 est nous l'avons vu la continuation dans la mesure où elle permet à l'entreprise de maintenir son activité, ce qui reste le meilleur moyen de protéger l'emploi. A ce stade, notre question est la suivante : *Une fois la continuation susceptible d'être prononcée, dans quelle mesure le tribunal peut-il augmenter les taux de recouvrement ?*

Avant 1994, deux causes (débouchés et finance) influaient négativement sur le taux de recouvrement, ce qui n'est plus le cas après cette date en raison du renforcement des mesures de prévention. Pour les entreprises dépendant de la première législation, les recouvrements sont fortement influencés par les facteurs *ex ante*, en d'autres termes avant toute intervention judiciaire. Dans le second échantillon, la seule cause significative est la variable «accidents», laquelle augmente les montants recouvrés. En effet, si le tribunal joue désormais un rôle crucial dans la résolution de difficultés avant le déclenchement de la procédure, la prévention des accidents est pour sa part hors de son contrôle. En outre, les mesures connectées entreprises par le tribunal influencent positivement les taux de recouvrement. Ce résultat est d'un intérêt majeur,

car il confirme la hiérarchie des objectifs définie en 1985 par la loi ; à partir du moment où ces mesures ont facilité la continuation de l'activité, elles ont également vocation à accroître les taux de recouvrement. Ce résultat ne s'applique toutefois pas aux entreprises les plus grandes¹⁷¹ ; après 1994, le nombre d'employés exerce un effet négatif important. Nous en déduisons que même si l'entreprise défaillante n'est plus susceptible de générer de la valeur, le tribunal fait son possible pour la sauver si de nombreux emplois sont menacés. Par conséquent, la continuation conduit à des taux de recouvrement moins élevés lorsque l'on s'intéresse aux entreprises les plus grandes. Pour autant, cela ne signifie pas que le tribunal ne cherche pas à recouvrer de la valeur chaque fois qu'il le peut. Au contraire, la période d'observation lui offre l'opportunité d'engager des mesures visant à améliorer les recouvrements.

- **L'impuissance du tribunal en cas de liquidation**

Conformément à la loi française, la liquidation ne doit être choisie que lorsque l'emploi ne peut pas être protégé dans le cadre d'un redressement. A ce stade, la question que nous nous posons devient : *A partir du moment où la liquidation semble inévitable, le tribunal peut-il à tout le moins entreprendre des mesures efficaces en vue d'améliorer le taux de recouvrement ?*

Chez les entreprises liquidées, le taux de couverture est si faible qu'il influence fortement les taux de recouvrement, de sorte que les liquidations résultent davantage d'une constatation que d'un choix. La déclaration d'une période suspecte visant à récupérer certains biens déjà vendus ou à annuler les contrats douteux aurait dans ce cas permis d'améliorer la situation financière de ces entreprises. Au contraire, la variable "période suspecte" a un impact négatif sur le taux de recouvrement. Nous supposons qu'une période suspecte est la plupart du temps déclarée pour les entreprises les moins aptes à générer de la valeur, de sorte que le tribunal est de toute manière impuissant à améliorer leur efficacité *ex post*. Contrairement aux redressements du second échantillon, les entreprises dont les employés sont nombreux génèrent plus de valeur dans le premier échantillon. Ces entreprises étant en effet souvent celles dont le chiffre d'affaires est le plus élevé, il est probable que toutes choses égales par ailleurs, leurs recouvrements soient plus élevés que ceux des petites entreprises. Sur les deux

¹⁷¹ Leur redressement se traduit d'ailleurs généralement par une cession, qui est le mode de redressement privilégié des grandes entreprises.

périodes, les taux de recouvrement sont en effet très significatifs. Pour résumer, avant 1994, une fois la liquidation décidée, les mesures prises par le tribunal sont inefficaces et le faible niveau des recouvrements est imputable à la condition financière initiale de l'entreprise. Après 1994, aucune mesure n'est plus utile non plus, les seules variables significatives, les causes (problèmes de production et de management), étant intrinsèques à l'entreprise et par conséquent hors du contrôle du tribunal.

En définitive, le cadre juridique français ne semble pas être en mesure d'améliorer les recouvrements au cours de la procédure, sauf pour les redressements, pour lesquels les mesures connectées aux causes de la défaillance permettent d'augmenter le taux de recouvrement. En cas de liquidation en revanche, ni l'efficacité sociale ni l'efficacité financière n'est assurée. Dès lors, on ne peut conclure à un arbitrage entre ces deux types d'efficacité ; si elles constituaient des objectifs alternatifs, on aurait ainsi constaté une amélioration des gains des créanciers au détriment des salariés (en cas de liquidation). Nos conclusions vont dès lors dans le sens d'une hiérarchie des objectifs en faveur de l'emploi, cette hiérarchie n'étant appliquée que dans le cas où l'activité de l'entreprise est continuée. Néanmoins, le comportement adopté par les tribunaux en cas de liquidation va lui aussi dans le sens d'une hiérarchisation des buts assignés à la procédure collective par le législateur ; parce qu'il leur est impossible de protéger l'efficacité sociale, les tribunaux sont dans l'incapacité, *a fortiori*, d'augmenter l'efficacité financière.

Conclusion

Dans les pays développés, deux objectifs majeurs du droit de la défaillance sont (1) de maximiser -ou à tout le moins protéger- la valeur de l'entreprise et (2) d'organiser les dettes de manière à instaurer, s'agissant des recouvrements, une règle de priorité absolue à l'égard des divers ayants droit (employés, autorités fiscales, créanciers privilégiés et chirographaires). Or, peu d'études ont été menées sur les recouvrements de toutes les catégories de créanciers.

L'objet de ce chapitre est d'analyser la trajectoire économique et financière du défaut et son traitement judiciaire afin de déterminer les coûts potentiels induits par les objectifs du droit français de la défaillance en termes de recouvrements. A partir d'un échantillon

d'entreprises ayant fait défaut entre 1991 et 2005 recueilli auprès du tribunal de commerce de Paris, nous obtenons les résultats suivants.

Dans un premier temps, nous évaluons empiriquement la trajectoire économique et financière de défaut des entreprises françaises. L'histoire économique du défaut met surtout en évidence l'impact positif de la prévention, qui contribue à diminuer les difficultés dont l'entreprise est du moins partiellement responsable et pour lesquelles un levier d'action existe pour le tribunal. Ce déclin relatif des causes internes se traduit en retour par une hausse de la part des origines externes de la défaillance, sur lesquelles l'entreprise est sans pouvoir. L'évolution de la structure financière des firmes reflète également l'empreinte de la prévention, qui globalement permet aux entreprises d'entrer en défaillance en meilleure santé. Leur situation financière initiale est mesurée par le taux de couverture du passif par les actifs économiques ; nous anticipons que cette variable, fruit de la trajectoire économique et financière, place les tribunaux de commerce sous contrainte lorsqu'ils sont amenés à choisir une issue.

La seconde série de tests est consacrée à l'impact d'un traitement judiciaire mû par des considérations sociales sur la valeur *ex post* de l'entreprise et le produit qu'auront à se partager les créanciers. Premièrement, nous déterminons les variables qui conditionnent le choix d'une issue (continuation, cession ou liquidation) par le tribunal. Nos résultats soulignent le rôle particulièrement actif de celui-ci afin de garantir un redressement, et donc d'atteindre l'efficacité sociale, en dépit de contraintes *ex ante* avec lesquelles il est amené à composer. Deuxièmement, nous observons que ses décisions sont tout autant motivées par un souci de protéger l'emploi lorsqu'il est amené à sélectionner, dans le cas particulier des cessions, une offre de reprise. Ces résultats, s'ils vont dans le sens d'une priorité accordée aux employés, ne mettent pour autant en évidence ni une hiérarchie, ni un arbitrage entre les objectifs sociaux et financiers du droit français. Par conséquent, nous examinons ensuite le coût financier des choix opérés par le tribunal en termes de recouvrements. A la comparaison des taux de recouvrement entre les différentes issues, il ressort que, contrairement à ce que l'on pourrait attendre d'un tel modèle pro-débiteur, l'orientation du droit n'implique pas de coût pour les créanciers, en particulier en cas de continuation. Les cessions affichent quant à elles des niveaux similaires de dettes et de recouvrements que les liquidations. Par ailleurs, il apparaît que le renforcement de la prévention exerce un effet bénéfique sur les taux de

recouvrement, ce quelle que soit l'issue prononcée. En effet, si elle est compatible avec l'objectif de continuation, elle permet également d'améliorer les recouvrements. Enfin, nous identifions les facteurs des taux de recouvrement globaux et obtenons qu'une fois que la poursuite de l'activité est susceptible d'être décidée, le tribunal engage des mesures qui permettent d'augmenter les taux de recouvrement. En revanche, cela n'est plus vrai lorsque la liquidation semble inévitable ; dans ce cas, le tribunal ne peut ni protéger l'emploi ni améliorer les recouvrements.

Indéniablement, le traitement judiciaire du défaut est en France mis en œuvre dans l'esprit des objectifs définis et hiérarchisés par le législateur de 1985. Le tribunal, au centre du dispositif, entreprend en effet des mesures afin de défendre non seulement les intérêts sociaux, mais également, une fois ceux-ci protégés, les intérêts financiers ; ce résultat infirme notre hypothèse selon laquelle ces deux objectifs sont inconciliables. D'ailleurs, lorsqu'il s'agit de protéger l'activité et l'emploi, les tribunaux français ont tout intérêt à faire leur possible afin d'améliorer les taux de recouvrement, sans quoi le crédit risque d'être découragé : il est manifeste que le comportement *ex post* des tribunaux exerce un impact sur l'efficacité *ex ante*.

Notre analyse du code de défaillance français ouvre la voie à une recherche sur les traditions juridiques nationales (*common law*¹⁷² *versus* droit civil) et sur l'orientation du droit de la défaillance (modèle pro-débiteur *versus* modèle pro-créancier). Toutefois, nous nous démarquons dans la prochaine section de ces approches quelque peu manichéennes afin de proposer une nouvelle classification des modes de gouvernance de l'entreprise défaillante, laquelle apporte un nouvel éclairage sur la notion d'efficacité, examinée désormais dans une approche internationale comparée.

¹⁷² Notons que le terme « *common law* » est plus approprié que sa traduction française littérale. Le terme « droit commun » laisserait supposer qu'il existe des cours d'exception, alors que les décisions de justice de la chancellerie viennent seulement compléter la *common law*. « Droit coutumier » sous-entendrait qu'il s'agit seulement d'un droit verbal, issu de la tradition. Enfin, « droit jurisprudentiel » serait insuffisant puisque la *common law* s'appuie aussi sur les lois votées par le parlement. Au vu de la difficulté à le traduire, nous employons le terme anglo-saxon.

Chapitre 3

La cohérence macroéconomique du traitement judiciaire du défaut : une approche internationale comparée¹⁷³

¹⁷³ Ce chapitre est adapté de Blazy, Chopard, Fimayer (2008), « Bankruptcy Law : a Mechanism of Governance for Financially Distressed Firms », *European Journal of Law and Economics*.

La France a souvent été dépeinte comme un pays peu efficace en matière de procédures collectives, comme en témoignent chaque année les enquêtes *Doing Business* menées par la Banque Mondiale. Ce rapport évalue l'efficacité de la régulation des affaires de 183 pays en les classant par centiles dans onze domaines. Concernant les défaillances d'entreprises, la France apparaît en 2010 au 42^{ème} centile en termes de recouvrements, de coût et de durée des procédures, ce qui la place au même niveau que de nombreux pays en développement¹⁷⁴. L'un des membres de l'équipe *Doing Business*, Christopher L. Baker, soutient ainsi que le droit doit être toiletté en fonction de la mondialisation des échanges et que « l'efficacité relative d'un système juridique est évidemment un facteur de productivité économique et, dans ce domaine, la France doit faire mieux, en acceptant pragmatiquement la recherche d'une efficacité accrue... ».¹⁷⁵

Or, certaines études (Blazy et al., 2008) montrent au contraire que la France fait mieux que ses voisins européens. Les auteurs comparent ainsi les procédures de faillite des trois plus importantes puissances économiques de l'Union Européenne (*i.e.* la France, l'Allemagne et la Grande-Bretagne) afin d'en mesurer l'efficacité économique et obtiennent les résultats suivants. En premier lieu, la France affiche les coûts de faillite les plus faibles, ce qui va dans le sens de l'esprit général de la législation. En effet, l'article 1^{er} de la loi de 1985 peut être interprété comme une volonté du législateur de faire de la procédure collective un outil de politique économique destiné à sauvegarder les entreprises ; il apparaît dès lors essentiel d'offrir aux partenaires impliqués une procédure attractive et bon marché. En second lieu, la France est le pays dans lequel le taux de recouvrement global est le plus élevé (24,9%). Selon Blazy et al. (2008), cette plus grande « efficacité financière » se justifie par deux effets, *ex ante* et *ex post*. D'une part, les entreprises défaillantes apparaissent à l'ouverture de la procédure collective en meilleure situation financière que dans les autres pays. Au-delà de l'impact positif de la prévention, on peut y voir, de manière générale, une meilleure attractivité de la procédure collective qu'ailleurs, de sorte que celle-ci est déclenchée (notamment par le débiteur) avant que l'entreprise ne soit exsangue (effet *ex ante*). D'autre part, la faiblesse des coûts de faillite contribue à l'augmentation des recouvrements (effet *ex*

¹⁷⁴ Voir annexe 3.

¹⁷⁵ Christopher L. Baker, « *Toiletter notre droit* », dans la lettre de PRESAJE n°14 de janvier 2006.

*post)*¹⁷⁶. En outre, l'existence d'une voie privilégiée de redressement (notamment la continuation) dope les sommes recouvrées, même si, cet effet reste, au vu de la faible part des continuations, négligeable.

Traditionnellement, le Royaume-Uni et l'Allemagne sont considérés comme des systèmes plus favorables aux créanciers que la France. Par conséquent, on attend de ces pays qu'ils privilégient l'efficacité *ex ante* de leur système de défaillance, tandis qu'on attend d'un système tel que la France d'être en mesure, grâce à des procédures de redressement adéquates, d'améliorer l'efficacité *ex post*, ce qui rejoint les conclusions de Blazy et al. (2008). Par ailleurs, les études en « *Law & Finance* » soulignent l'impact de l'origine légale (britannique, française ou allemande, ce qui revient à opposer les pays de *common law* aux pays de droit civil) et de la capacité des codes de faillite à protéger les créanciers et promouvoir le développement financier, sur l'efficacité des procédures collectives (La Porta et al., 1997, 1998). Dans cette perspective, l'efficacité vers laquelle doivent tendre les procédures collectives est avant tout *ex ante*. Or, il apparaît que l'important est de connaître non pas la mesure dans laquelle une procédure collective est perçue comme favorable aux créanciers ou aux débiteurs, mais la capacité des institutions à, compte-tenu de l'environnement national, en appliquer effectivement les règles. En particulier, celles-ci nécessitent d'être efficacement mises en œuvre par des juges et des administrateurs bien formés tant en matière commerciale et financière que dans les questions juridiques propres à ces procédures. En effet, une législation favorable aux débiteurs, appliquée avec cohérence et efficacité, inspire davantage confiance aux marchés financiers qu'une législation irrationnelle favorable aux créanciers. Aussi l'efficacité des procédures collectives nationales se doit-elle d'être estimée au regard de leur degré d'adaptation à leur environnement, ce qui implique d'adopter une approche comparative internationale. Cependant, la démarche comparative adoptée ne peut ignorer qu' « un droit s'inscrit inéluctablement dans une culture juridique » (Legrand, 1999). Ainsi, un même code de faillite appliqué dans deux états dont les régimes juridiques, mais également politiques, économiques et financiers diffèrent sensiblement sera perçu différemment en termes d'efficacité.

¹⁷⁶ Les termes « **effet** *ex ante/ex post* » et « **efficacité** *ex ante/ex post* » ne sont pas substituables. Cependant, il apparaît que ces effets *ex ante* et *ex post* impliquent en l'occurrence une meilleure efficacité *ex ante* et *ex post* respectivement.

L'objet de ce chapitre est dès lors de décrire non seulement les codes de faillite, mais également les systèmes financiers, juridiques ou de gouvernance de divers pays développés afin de confronter les caractéristiques des procédures collectives à des variables environnementales. C'est ce que nous appelons le puzzle des codes de faillite nationaux. Cette démarche implique dans un premier temps d'identifier, au-delà de la dichotomie traditionnelle entre pays de *common law*/pays de droit civil et pays pro-débiteurs/pays pro-créanciers, des familles de droit, ou plus précisément des systèmes juridiques cohérents. Chaque pays adoptant un code de faillite plus ou moins souple à l'égard des différents acteurs tels que l'Etat, les employés, les dirigeants, les actionnaires ou encore les banques, il s'agit de déterminer les principales règles légales qui les opposent (suspension provisoire des poursuites, participation des différentes parties aux prises de décision...). Dans un second temps, nous mettons en évidence le lien entre ces règles et des variables environnementales telles que l'accès au crédit, la protection des employés, le rôle des banques, la structure financière... Pour ce faire, nous utilisons les mêmes données que La Porta et al. (1997, 1998), à savoir celles de la Banque Mondiale concernant les facteurs juridiques, économiques et financiers de la place accordée aux différents acteurs, ce pour 46 pays. Nous en déduisons les déterminants économiques et financiers des règles de la défaillance. En adoptant, à l'instar de Pochet (2001), une approche typologique de la défaillance, nous nous employons à remettre en cause la supériorité d'une origine légale (*a priori* la *common law*) en proposant des modèles alternatifs, notamment de droit civil.

Section 1. Les règles de défaillance dans la littérature

A une époque où les frontières deviennent de plus en plus perméables, l'efficacité des procédures collectives nationales se doit d'être estimée non seulement au regard d'indicateurs microéconomiques, mais dans une optique macroéconomique internationale comparée. Par ailleurs, le souci constant des pays d'améliorer leur législation des procédures collectives s'accompagne souvent de la tentation des législateurs à emprunter certaines règles de leurs voisins, à plus forte raison en Europe où le règlement communautaire les oblige à s'intéresser aux autres lois. Cette volonté d'harmonisation les conduit souvent à imiter certaines règles en vigueur à l'étranger, sans tenir compte du fait que ces règles sont intégrées non seulement à un ensemble juridique particulier, mais également à un système politique et culturel pouvant

s'avérer très éloigné du leur. Or l'expérience, notamment dans le domaine politique, a montré qu'il ne suffisait pas d'adopter des règles ayant prouvé leur efficacité dans d'autres pays et de les transcrire dans notre cadre national pour que celles-ci exercent les effets escomptés. Il en va de même en matière de procédures collectives.

Les spécificités culturelles nationales font ainsi que chaque pays choisit de privilégier un certain type d'ayants droit et de fait, adopte des règles plus ou moins sévères à leur encontre, parmi lesquelles :

- Existe-t-il une suspension provisoire des poursuites ?
- L'ordre de priorité est-il respecté ?
- Comment et par qui la procédure collective est-elle déclenchée ?
- Par qui le plan de redressement –le cas échéant- est-il proposé, puis adopté ?

Ces règles, qui reflètent le pouvoir de négociation des différents participants au sein de la procédure, ont également un impact sur les stratégies de ces derniers à la fois en amont de la procédure collective et au moment de son déclenchement. En effet, un premier objectif assigné aux procédures collectives est d'éviter une course effrénée des créanciers afin d'être les premiers à recouvrer leurs créances lorsque l'actif n'est pas suffisant pour couvrir le passif. Cette course aux actifs peut conduire à un démantèlement de l'entreprise et une vente de ses actifs à un prix inférieur à leur valeur de marché, ce qui a pour conséquence une perte de valeur pour l'ensemble des créanciers (Baird, 1986 ; Berglöf, Roland et Von Thadden, 2000). Devant cette menace, il apparaît important de fixer une **suspension des poursuites**, ne serait-ce que provisoirement (Hart, 2000), afin de résoudre les problèmes de coordination entre les créanciers. A l'opposé, Claessens et Klapper (2005) démontrent que l'existence d'un arrêt des poursuites exerce un effet désincitatif sur le déclenchement de la procédure collective par les créanciers. La Porta et al. (1997, 1998) confirment l'impact négatif de cette règle en considérant pour leur part que la faible protection des investisseurs (et notamment les créanciers) qu'elle induit nuit au développement des marchés de capitaux.

Un deuxième objectif du droit des faillites est de définir un **ordre de priorité** concernant le recouvrement des créances et de veiller à ce qu'il soit respecté. Une telle règle est associée à un **régime sévère à l'égard du débiteur** en ce qu'elle dissuade ce dernier

d'adopter des comportements risqués *ex ante* et réduit le rationnement du crédit et de là, la probabilité de défaut (Franks, Nyborg et Torous, 1996). Elle contribue du reste à résoudre les problèmes de coordination des créanciers, ce qui bénéficie également à l'efficacité *ex post*. Franks et Sussman (2000) montrent que ces problèmes de coordination, de même que les erreurs de type 2, sont moindres en Grande-Bretagne, où l'*APR* est davantage respectée qu'en France ou aux Etats-Unis. Cette caractéristique tient à la structure particulière de la dette des entreprises britanniques, qui consiste à attribuer à un créancier unique une sûreté particulière (*floating charge*) portant sur l'ensemble des actifs, à l'exception de ceux soumis à des sûretés fixes (*fixed charge*). Manove, Padilla et Pagano (2000) soulignent le caractère désincitatif de ce système, qui décourage la banque dont les créances sont intégralement garanties à exercer une surveillance de la firme ou à entreprendre des mesures de restructuration. Si selon Franks et Sussman (2000), ces comportements ne sont pas vérifiés au Royaume-Uni, ils notent le comportement opportuniste du créancier muni d'une *floating charge*, qui tend à augmenter la valeur de ses propres créances aux dépens des créanciers non munis de sûretés. Ces derniers n'ont par conséquent aucune incitation à déclencher une procédure collective dont ils ne retireront aucun avantage, d'autant que leur relation avec la firme leur octroie des bénéfices privés (*private benefits*).

A l'inverse, Aghion, Hart et Moore (1992) justifient le contournement fréquent de l'*APR* observé aux Etats-Unis (Franks et Torous, 1989 ; Weiss, 1990) par la nature laxiste du chapitre 11 envers le débiteur. En effet, la législation américaine offre à un débiteur qui déclenche la procédure tôt une récompense prenant la forme d'une violation de l'*APR*, attribuée même si une partie de la dette des créanciers n'est pas recouvrée. Ce bouleversement des priorités au profit du débiteur se justifie par l'idée que la réduction de la variabilité du revenu des dirigeants (*i.e.* la réduction de leur rémunération lorsque l'entreprise est en bonne santé en réponse à un traitement plus favorable en période de détresse financière) les encourage à fournir des efforts maximaux et dès lors à augmenter la valeur de l'entreprise, ou du moins à déclencher la procédure au moment adéquat (White, 1996).

En effet, si les dirigeants savent qu'ils seront lésés lors du traitement collectif, ils risquent d'être incités à retarder l'initiation de la procédure (Li et li, 1999 ; Povel, 1999), ce qui a pour effet de réduire le produit qu'auront à se partager les différents ayants droit (Hart, 2000). Aussi un déclenchement précoce est-il d'un point de vue *ex post* bénéfique parce qu'il

augmente la probabilité que la firme soit redressée d'une part (si tant est que la législation prévoit une telle possibilité) et qu'il diminue les pertes supportées par les créanciers en cas de liquidation d'autre part, d'autant qu'un déclenchement tardif de la procédure augmente les coûts de faillite, à plus forte raison lorsque l'entreprise est inefficace économiquement. Toutefois, si les créanciers séniors anticipent l'importance de ces coûts, ils peuvent être amenés à remettre en cause du moins partiellement leur priorité au profit des créanciers juniors dans le cadre d'une renégociation informelle, auquel cas ils recouvreront une part plus importante que si l'entreprise entre en défaillance (Daigle et Maloney, 1994 ; Frierman et Viswanath, 1994).

De manière générale, les règles relatives à la sévérité de la loi doivent être intégrées à notre démarche, d'autant que le moment du déclenchement de la procédure influe sur les comportements d'investissements. En effet, il est vraisemblable que la rigueur/clémence de la législation à l'égard du débiteur exacerbe les comportements de surinvestissement ou de sous-investissement (Franks et Torous, 1993). Un droit strict conduit ainsi les dirigeants à fournir davantage d'efforts, de sorte que le nombre de procédures collectives diminue. En même temps, il les incite à ne pas entreprendre des investissements à VAN pourtant positive (s'ils intègrent l'impact de l'endettement sur le risque de faillite) ou au contraire à adopter des comportements risqués à l'approche de la faillite. En effet, si l'investissement risqué s'avère rentable, le défaut peut être évité, ou à tout le moins retardé. S'il échoue, l'entreprise entre en défaillance, ce qui serait de toute manière survenu sans cet investissement. L'adoption de comportements de sous ou surinvestissements dépend de fait du degré de détresse des entreprises ; les premiers sont généralement le fait d'entreprises encore saines, tandis que les seconds caractérisent plutôt des entreprises dont le dirigeant a conscience des difficultés.

Quelle que soit l'orientation (pro-débitrice ou pro-créancière des législations, toutes prévoient cependant des sanctions à l'encontre d'un débiteur ou d'un créancier¹⁷⁷ qui retarde le déclenchement de la procédure collective. En France et en Allemagne, les débiteurs ont ainsi l'obligation d'initier la procédure dans les trois semaines qui suivent respectivement l'incapacité de l'entreprise à faire face à son passif exigible à l'aide de son actif disponible ou son insolvabilité. Les Etats-Unis préfèrent quant à elles traiter le dirigeant moins durement en lui permettant de demeurer à la tête de son entreprise et de **proposer un plan de**

¹⁷⁷ Une banque peut être tenue responsable des dettes de l'entreprise si elle lui accorde un soutien abusif.

redressement. De manière générale, les codes de défaillance diffèrent dans la place qu'ils accordent aux différentes parties dans la procédure de redressement ou de liquidation. Leurs pouvoirs dépendent ainsi des spécificités de la procédure concernant l'initiation du plan ou son homologation. Aussi la prise en compte de règles relatives à leur participation aux décisions s'avère-t-elle pertinente afin de discriminer les législations nationales, d'ailleurs davantage que celles concernant leurs sanctions ; des études empiriques ont en effet conclu à l'inutilité de ces dernières, les gains des créanciers juniors étant négligeables en cas de liquidation (White, 1996).

Aucun de ces travaux ne considère toutefois les effets de la structure des différentes économies sur la définition d'un code de faillite optimal. Berkovitch et Israel (1999) s'intéressent ainsi à l'interaction entre les problèmes de transmission d'information entre créanciers et débiteurs et les systèmes économiques nationaux¹⁷⁸. Ils combinent l'efficacité *ex ante* et *ex post* afin de proposer des recommandations sur l'intérêt de permettre aux créanciers ou aux débiteurs (ou aux deux) de déclencher une procédure collectives dans un monde où il existe des asymétries informationnelles, dans un système orienté vers les banques d'abord, puis dans un système guidé par le marché. Selon eux, un code de faillite doit tenir compte des enjeux suivants. En premier lieu, il doit limiter les erreurs de type 1 et 2. Cela implique de faciliter la liquidation dès le moment où les créanciers recueillent des informations indiquant qu'elle est l'issue optimale. Inversement, il doit encourager les continuations lorsque la valeur de continuation est supérieure à la valeur de liquidation. Parallèlement, il doit inciter les dirigeants à liquider la firme volontairement si les créanciers manquent de signaler l'inefficacité d'une continuation. En second lieu, un code de faillite optimal doit correspondre à la structure informationnelle des économies, cruciale afin d'examiner les relations entre créanciers et débiteurs. En particulier, il doit comporter un chapitre destiné aux créanciers leur permettant de liquider l'entreprise et de percevoir l'intégralité du produit de liquidation si le dirigeant ne peut les convaincre de continuer. Cela a pour effet de réduire l'inefficacité *ex ante* au moment de l'octroi de financements. Dès lors, un chapitre consacré au débiteur n'a de sens que si le dirigeant n'a aucun avantage en termes d'information lui permettant de l'utiliser stratégiquement, ou si les techniques de surveillance des créanciers sont inefficaces. Dans ces cas, un chapitre destiné au débiteur empêche les continuations inefficaces en distribuant à ce

¹⁷⁸ Le juge de la faillite ne peut observer les actions des parties et les cash-flows réalisés. Il peut uniquement voir les paiements effectués entre les parties, ainsi que celle qui a initié la procédure.

dernier la valeur de continuation, mais pas davantage, afin de minimiser l'efficacité au stade de l'octroi des crédits. En outre, il empêche les créanciers de forcer une liquidation inefficace dans le cas où une continuation génère plus de valeur. Ceci est permis par la menace d'une pénalité à l'encontre des créanciers s'ils veulent liquider une firme économiquement viable.

A l'examen de ces considérations, ils suggèrent aux pays industrialisés dont l'économie est orientée vers les banques et les technologies d'acquisition d'information sont bien développées tels que l'Allemagne d'inclure un chapitre consacré aux créanciers exclusivement (*i.e.* une procédure dont seuls les créanciers peuvent être les initiateurs). A l'opposé, les pays dont l'économie est orientée vers le marché et dans lesquels les technologies d'acquisition d'information sont avancées comme les Etats-Unis doivent inclure un chapitre destiné à la fois aux créanciers et au débiteur (*i.e.* une procédure déclenchée par le débiteur).

Toutefois, la distinction entre les systèmes orientés vers le marché ou les banques apparaît d'importance mineure relativement aux différences qui existent dans les traditions légales (Levine, 2002 ; Beck et Levine, 2003). La Porta et al. (1998) relèvent que les législations favorables aux investisseurs sont essentielles afin de promouvoir le développement des marchés financiers. Dans la mesure où les pays de *common law* offrent une meilleure protection aux créanciers et aux actionnaires que les pays de tradition civiliste, ils sont en effet associés à des marchés financiers plus développés et des modes de financement plus diversifiés. A cet égard, Ergunor (2002) ajoute que les pays de droit civil sont davantage orientés vers les banques que les pays de *common law* en raison d'une efficacité moindre des tribunaux à résoudre les conflits entre les entreprises et les investisseurs. Contrairement aux auteurs précédents, il considère ainsi que les modes de gouvernance ne diffèrent pas seulement en matière de droits légaux accordés aux investisseurs, mais également de flexibilité des juges dans l'interprétation du droit et de leur capacité à créer de nouvelles règles. Or, le droit jurisprudentiel constitue justement la pierre angulaire des systèmes de *common law*.

En plus d'attribuer les droits adéquatement, il convient de les appliquer ou à tout le moins de faire en sorte qu'ils constituent une menace crédible. Dans cette perspective, Claessens et Klapper (2005) examinent l'impact de l'origine légale non pas sur les modes de

gouvernance des entreprises mais sur leur recours à la procédure collective. Ils observent que le **taux de faillite**¹⁷⁹ est plus élevé dans les systèmes de *common law* orientés vers le marché. Ils mettent en avant l'impact positif de l'efficacité du système judiciaire dans ces pays sur l'attractivité des procédures collectives. Néanmoins, lorsque cette efficacité du système judiciaire est combinée à des droits plus en faveur des créanciers, ils observent un taux de faillite moindre.

Enfin, toutes ces études ont en commun de considérer les codes de faillite comme exogènes. A l'inverse, Biais et Recasens (2002) s'intéressent à la mesure dans laquelle le droit des faillites émergeant du processus politique peut s'écartez de l'optimum social. Ils soutiennent dans un premier temps que les lois régissant la défaillance sont dictées par les partis politiques disposant de la majorité au parlement et dès lors, indirectement, par des électeurs centraux. Dans un second temps, ils s'interrogent sur la nature du code de défaillance (souple ou rigide) qui émerge dans les pays où ils dépendent de la richesse de ces électeurs. Ils suggèrent qu'un droit est d'autant plus susceptible d'être sévère à l'égard du débiteur si les citoyens appartiennent à des classes intermédiaires ou élevées. A l'opposé, si les classes défavorisées sont majoritairement représentées dans les instances politiques et législatives, comme c'est le cas aux Etats-Unis (Pagano et Volpin, 2001), il est vraisemblable qu'un droit souple émerge avec pour objectif la protection de l'emploi par la continuation de l'activité de l'entreprise.

Toutes ces recommandations sont susceptibles d'orienter les régimes de défaillance dans différentes directions, de sorte qu'il est difficile de déterminer quel code de faillite sera le plus efficace économiquement. Aussi les approches nationales de faillite varient-elles selon les pays, en raison non seulement des traditions juridiques, mais également de choix différents des pays, de sorte qu'il n'existe pas de normes internationales dans ce domaine. Chacun d'eux se distingue dans la mesure où il tente de concilier deux objectifs contradictoires, à savoir la protection des créanciers d'une part et la sauvegarde des entreprises en détresse d'autre part. En d'autres termes, le but du législateur est de mettre en place un compromis entre souplesse et rigidité dans le droit des faillites. Une législation trop sévère à l'encontre des débiteurs peut constituer un frein à la création d'entreprise, ce qui risque d'affecter la croissance et la

¹⁷⁹ Différent du taux de défaillance ou de défaut, il se calcule comme suit : « nombre de procédures collectives/nombre d'entreprises en détresse ». Aussi la qualification « taux de *recours* à la défaillance » apparaît-elle moins équivoque.

productivité. Inversement, un droit qui favorise l'entreprise est susceptible d'inciter le dirigeant à utiliser la défaillance à des fins stratégiques ou de décourager les prêteurs si ces derniers n'ont pas l'assurance d'être complètement remboursés en cas de défaut. Si le crédit est disponible, il devient plus cher et ralentit là encore la productivité.

Pour toutes ces raisons, le contenu du cadre législatif dans ce domaine est très contextualisé, ce qui va à l'encontre d'un modèle unique.

Section 2. Le puzzle des codes de faillite nationaux

Le propos de cette section consiste à faire apparaître les différents modèles juridiques de traitement des difficultés financières des entreprises au vu d'une comparaison internationale de cinq règles de faillite.

I. Description des variables

Afin de discriminer les différents codes de faillite nationaux, nous utilisons les cinq variables répertoriées dans le tableau 20. Les quatre premières variables binaires, issues des analyses de La Porta et al. (1998), décrivent l'existence ou non dans le pays d'une règle juridique majeure du droit de la faillite. Ces règles sont qualifiées de règles de gouvernance de l'entreprise défaillante, dans la mesure où elles sont des indicateurs du droit accordé aux différentes parties de l'entreprise en difficultés. La cinquième variable représente le taux de faillite des entreprises.

Tableau 20 : Les variables décrivant les mécanismes de gouvernance de l'entreprise défaillante

no_automatic_stay (NAS) : égale 0 si la suspension provisoire des poursuites existe, autrement dit si l'on empêche les créanciers privilégiés d'exercer leurs sûretés pendant le redressement.

Secured_credit_first (SCF) : égale 1 si l'ordre des priorités est respecté, à savoir créancier muni de sûretés, Etat, salariés, actionnaires.

Restrict_reorganization (RR) : égale 1 si les créanciers peuvent s'opposer à l'adoption du plan de redressement. Cette variable nous renseigne donc sur le pouvoir de négociation des créanciers lors du redressement de l'entreprise¹⁸⁰.

Manag_notstay_reorganiz (MNSR) : égale 1 si le dirigeant est écarté de la gestion de l'entreprise pendant le redressement. Cette variable nous renseigne sur le pouvoir de négociation du dirigeant et sur le caractère répressif de la procédure collective à l'égard du dirigeant.

Nb_of_bankrupt (DR) : pourcentage d'entreprises en détresse financière qui s'engagent dans une procédure collective au lieu de s'engager dans une renégociation à l'amiable. En d'autres termes, c'est le taux d'utilisation du processus juridique de traitement des faillites ou le taux de faillite.¹⁸¹

Nous considérons que la règle la plus discriminatoire est la suspension provisoire des poursuites, dans la mesure où elle distingue clairement les systèmes qui encouragent le redressement de ceux qui favorisent la liquidation. En effet, si la loi n'empêche pas les créanciers d'exercer leurs sûretés, l'entreprise n'a aucune chance d'être redressée. Or, les systèmes favorisant les liquidations sont aussi ceux qui sont les plus favorables aux créanciers. A ce titre, la deuxième règle de défaillance, qui concerne la distribution du produit du redressement ou de la liquidation aux créanciers, découle de la suspension provisoire des poursuites. Lorsque les créances ne sont pas gelées, on observe ainsi que l'ordre de priorité est généralement respecté. Inversement, les études empiriques montrent que lorsque la loi prévoit un gel provisoire des poursuites, elle peut soit faciliter les recouvrements des créanciers munis de sûretés, soit bouleverser l'ordre de priorité au profit des créanciers chirographaires. La

¹⁸⁰ Cette variable est toutefois discutable, dans la mesure où elle n'est pertinente qu'en cas de continuation, d'autant que certains pays ne prévoient pas une telle procédure. De plus, on peut imaginer que les banques sont plus sensibles au respect du contrat de dettes initial et à la défense de leurs créances qu'à un pouvoir de veto sur le plan de continuation.

¹⁸¹ Cette variable, non binaire, se distingue des précédentes dans le sens où elle ne traduit pas l'application ou non d'une règle de droit, mais l'attractivité des procédures collectives qui résulte probablement de ces règles. Elle nous permet surtout d'en contrôler l'application.

troisième règle, indicateur utilisé par La Porta et al. (1998) dans leur indice « protection légale des créanciers munis de sûretés », est relative au pouvoir de négociation des créanciers dans le cas où l’entreprise est redressée. La dernière variable binaire, qui concerne la place accordée cette fois au dirigeant dans la procédure de réorganisation, permet d’opposer deux visions de la défaillance. Une conception ancienne écarte le dirigeant de l’administration de l’entreprise, tandis qu’une approche plus moderne diminue le risque pour le débiteur en prévoyant son maintien à la tête de l’entreprise. Enfin, nous mettons ces variables binaires en parallèle à l’attractivité de la procédure collective, mesurée par le taux de faillite.

Avant d’extraire des modèles de gouvernance, nous nous interrogeons sur l’impact théorique des règles du droit de la faillite que nous avons retenues sur les stratégies de l’entreprise et de ses partenaires. Pour ce faire, il convient de distinguer leurs effets avant l’apparition des difficultés financières de ceux apparaissant au moment du traitement du défaut de l’entreprise.

Tableau 21 : Effets théoriques *ex ante* et *ex post* des règles du droit de la faillite

Règles de droit de la faillite	Effets <i>ex ante</i>	Effets <i>ex post</i>
<i>NAS (no automatic stay)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Réduction du rationnement du crédit (Franks, Nyborg et Torous, 1996 ; Longhofer, 1998) (+) - Augmentation du risque de surinvestissement (<i>i.e.</i> engagement dans des projets plus risqués à l'approche de la défaillance, Eberhart, Senbet, 1993) (-) - Augmentation des incitations à choisir des projets spécifiques (Bebchuk, Picker, 1993) (-) - Réduction des incitations à investir en capital humain dans l'entreprise (-) - Réduction de l'activité de surveillance par les créanciers (-) 	<ul style="list-style-type: none"> - Le non respect de cette règle facilite le rapprochement des intérêts des différents ayants droit en vue de maximiser la valeur de l'entreprise (notamment en cas de continuation : Blazy, Chopard, 2005) (+) - Réduction de l'utilisation stratégique de la procédure collective par le débiteur afin d'échapper à l'exercice des sûretés et d'effacer sa dette (+)
<i>SCF (secured creditors first)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Réduction du problème de coordination des créanciers (+) - Réduction de l'incitation à générer une surveillance coûteuse pour être le premier à exercer sa sûreté (Manove, Padilla et Pagano, 2000) (+) 	<ul style="list-style-type: none"> - Réduction du risque de perte de valeur de l'entreprise suite à une vente par morceaux guidée par l'intérêt individuel (+) - Utilisation stratégique de la liquidation pour apurer le passif (-)
<i>RR (restrict reorganization)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Hausse de la surveillance afin de détecter et signaler le défaut (+) - Réduction du rationnement du crédit (+) 	<ul style="list-style-type: none"> - Encourage la coordination des créanciers (+) - Réduction de l'utilisation stratégique de la défaillance (+)
<i>MNSR (management not stay reorganization)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Housse de l'incitation du dirigeant à fournir des efforts pour augmenter la valeur de l'entreprise (Aghion, Hart et Moore, 1994) (+) - Réduction de l'incitation à révéler les difficultés financières (Li et Li, 1999 ; Povel, 1999) (-) - Le recours à l'endettement est un bon signal à condition qu'il soit coûteux (<i>i.e.</i> sanctions sévères à l'encontre des dirigeants en cas de faillite) (+) 	<ul style="list-style-type: none"> - Réduction de l'utilisation de la procédure collective à des fins stratégiques pour renégocier les contrats salariaux ou de dettes (+) - Complication du redressement des PME dont le dirigeant est le principal acteur (-)

Note : Les signes (-) et (+) indiquent un impact négatif ou positif de la règle de droit en question sur le comportement de l'ayant-droit décrit avant le signe.

Examiner les principaux effets produits par l'application des différentes règles de la défaillance revient de manière générale à opposer les règles de gouvernance favorables au débiteur à celles privilégiant les intérêts des créanciers. Il apparaît ainsi que plus la loi traite le dirigeant durement lors de la procédure, plus celui-ci est incité à éviter le défaut, ce qui implique qu'il sera également moins tenté de recourir à la défaillance stratégiquement. En revanche, il risque également de retarder son déclenchement. Les effets d'un traitement souple à l'égard des créanciers sont généralement positifs, notamment *ex ante*, ce qui

corrobore les résultats de La Porta et al. (1998). Un système moins coûteux pour les créanciers notamment en termes de surveillance rend ainsi le crédit plus disponible (certes avec tous les risques que cela implique notamment en termes de surinvestissements), mais est également fortement liquidatif.

Cependant, une approche manichéenne opposant les régimes « pro-créanciers/pro-débiteurs » s'avère dépassée pour rendre compte des subtilités propres à chaque code de faillite et mérite d'être approfondie à travers l'étude de différents modèles de défaillance.

II. Cartographie des modes de gouvernance

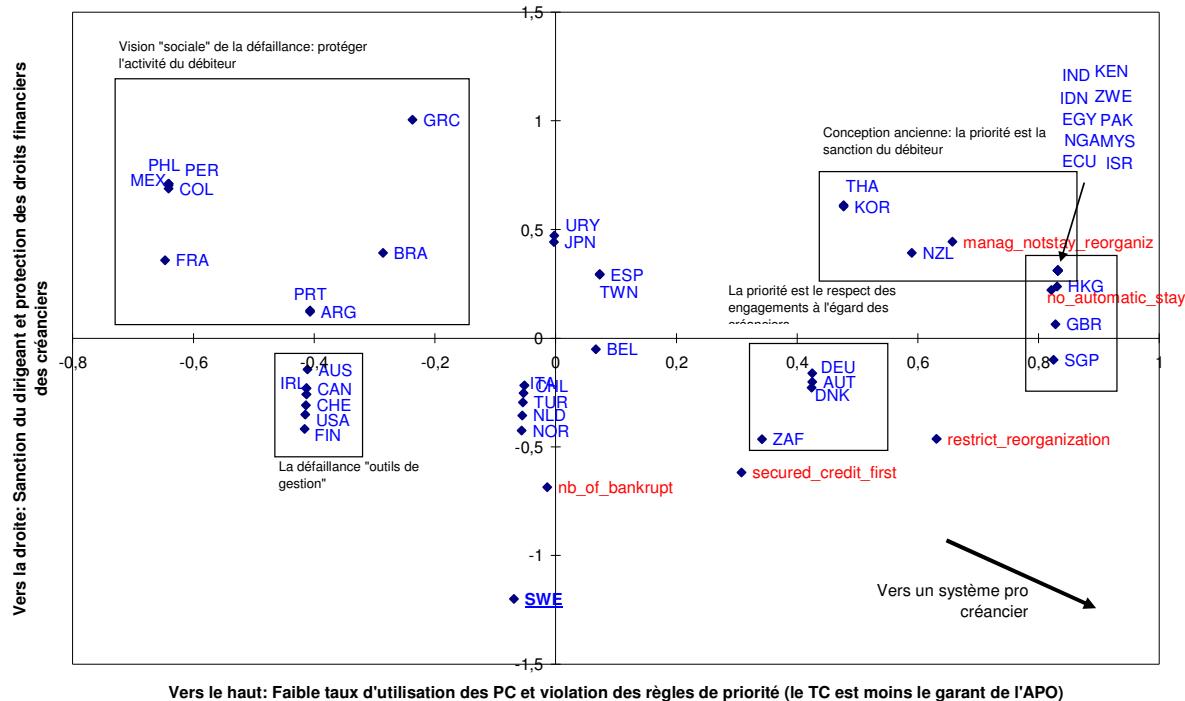
Nous élaborons dans un premier temps un modèle d'analyse en composantes principales (ACP) à partir de cinq variables afin de dresser une carte d'identité des codes de faillite nationaux.

Encadré 2 : La méthode de l'analyse en composantes principales

L'analyse en composantes principales (ACP) est la plus ancienne des méthodes d'analyse des données. Elle est utilisée lorsque les observations sont caractérisées par des variables quantitatives hétérogènes. Dans notre étude, nous prenons le cas de 46 pays dont on a recensé les variables juridiques (efficacité judiciaire, qualité d'application des règles judiciaires, etc.), économiques (économie souterraine, marché du travail, etc.), financières (ratios financiers) et politiques (orientation des gouvernements, droits civils, etc.). Si l'on considère notre base de données croisant les pays avec leurs variables respectives, la somme des colonnes, pour chaque ligne, n'a aucun sens puisque les variables sont hétérogènes, donc non sommables. Il est par conséquent impossible de construire un tableau de contingence (ou tableau croisé, dans lequel figurent des fréquences d'apparition). Dans ce cas, l'utilisation de l'ACP doit être envisagée.

L'ACP est une technique mathématique qui a pour objet de décrire les données contenues dans un tableau d'individus et de caractères en réduisant un système complexe de corrélations en un plus petit nombre de dimensions.

Figure 9 : ACP des règles de la défaillance



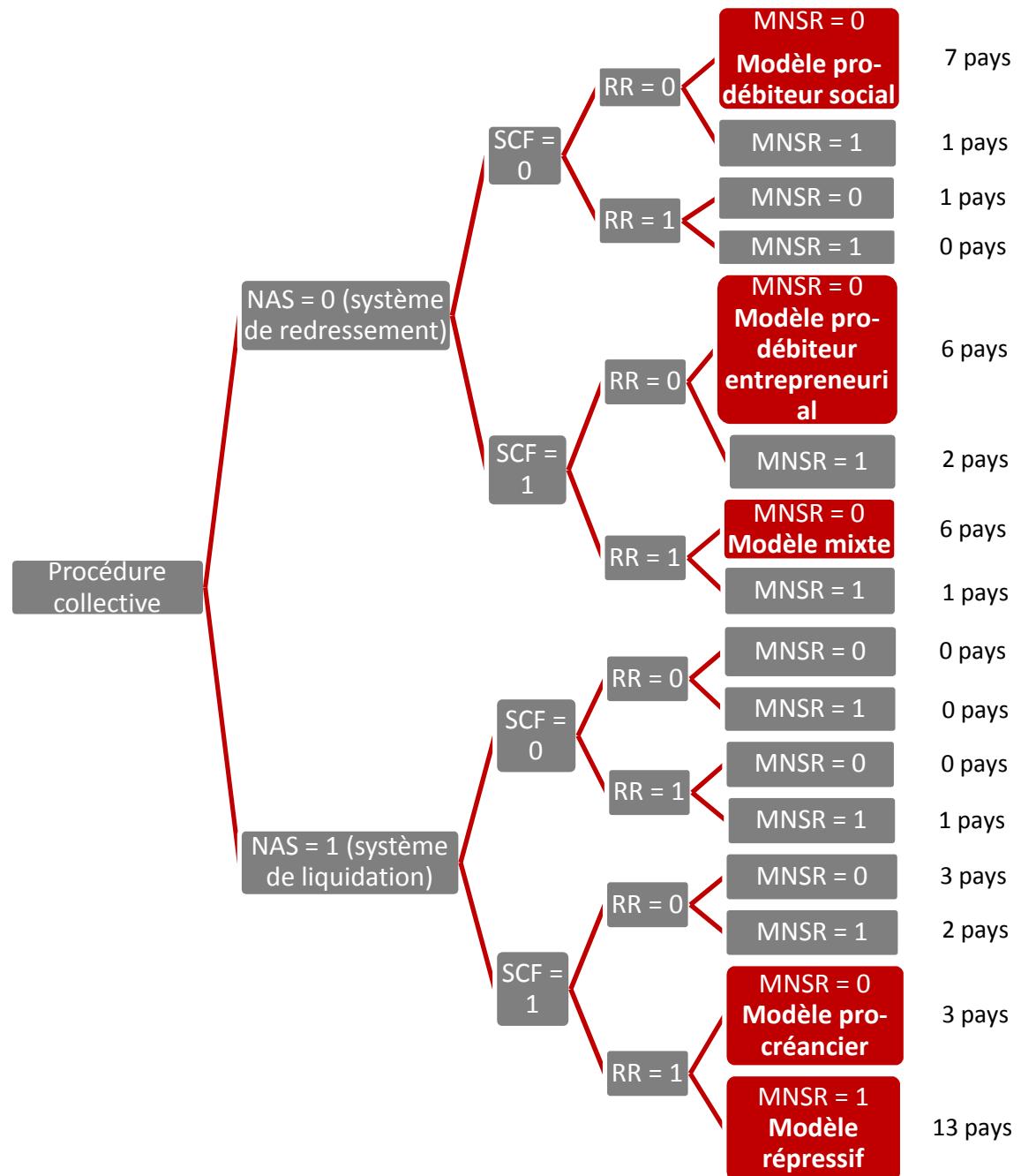
Lecture du graphique : Au vu des résultats de l'ACP, il apparaît que plus les pays sont situés vers le haut, moins la procédure collective est utilisée et le respect des règles de priorité garanti par le tribunal de commerce. De plus, le dirigeant est à droite sanctionné et les droits financiers des créanciers protégés. De fait, plus on se situe à droite du graphique, plus on se dirige vers un système pro créancier.

L'ACP discrimine nettement quatre groupes de pays, chacun d'eux reflétant une vision particulière du droit de la faillite : sociale, ancienne, stratégique et une approche privilégiante les intérêts des créanciers enfin. Par ailleurs, certains pays apparaissent en marge de ces modèles, au centre du graphique. Nous choisissons de les rassembler dans un groupe que nous qualifions de « mixte » et qui peut être vu comme un compromis entre des systèmes pro-débiteurs et pro-créanciers. Enfin, un pays, la Suède, se distingue nettement de ces cinq modèles.

Or, notre démarche consiste à opposer les pays selon leurs modes de gouvernance de la défaillance, indépendamment du degré d'application de ces derniers. Aussi choisissons-nous, dans un second temps, d'exclure le taux de défaillance afin de présenter les seize combinaisons associées aux quatre variables binaires (nous excluons les combinaisons

observables pour deux pays ou moins). En définitive, nous considérons les cinq modèles de gouvernance identifiés par l'ACP, mais signalons, au sein de chacun d'eux, les pays qui affichent des modalités (ne serait-ce que pour une variable)¹⁸² contraires à celles qui auraient dû être observées dans le groupe auxquels ils appartiennent.

Figure 10 : Classification des règles légales de défaillance



¹⁸² Ces pays sont représentés dans une teinte grise dans les tableaux 22, 24, 25 et 26.

Observation 1 : Au niveau mondial, il existe cinq modèles de gouvernance des entreprises en difficultés financières : le modèle pro-débiteur social, le modèle pro-débiteur entrepreneurial, le modèle répressif, le modèle pro-créancier et le modèle mixte.

L'ACP permet d'extraire les cinq modèles suivants :

A. Le modèle pro-débiteur social

Ce modèle intègre une suspension provisoire des poursuites des créanciers, autorise le dirigeant à rester à la tête de l'entreprise lors de la procédure collective et les créances privilégiées (Etat ou salariés) priment sur les créances garanties lors de l'apurement du passif. Ce modèle met donc en avant le dirigeant par rapport aux autres ayants droit. Cette orientation résulte soit du caractère indispensable du dirigeant à la survie de l'entreprise (ce qui est le cas pour les PME), soit de la volonté d'inciter le dirigeant à se placer sous la protection de la loi (*i.e.* à révéler ses difficultés financières le plus rapidement possible, une révélation précoce des difficultés financières augmentant la probabilité de réussite du plan de redressement), soit d'une volonté de protéger les salariés. Cette orientation pro-débitrice du premier modèle de gouvernance, coûteuse pour les créanciers garantis, peut occasionner des phénomènes de rationnement du crédit. La France dont le droit met au premier plan la sauvegarde de l'emploi et la continuation de l'activité d'entreprises de taille réduite correspond bien à ce premier modèle. Néanmoins, une analyse plus fine place la France à l'écart des autres pays disposant du premier modèle de gouvernance. En effet, le taux d'utilisation de la procédure collective (mis à part pour la France) révèle la faible importance pratique de ce modèle. Nous devrions donc interpréter ce modèle de la manière suivante. Dans la mesure où le pouvoir de négociation des créanciers lors du redressement encadré est très faible (les créanciers ne peuvent pas bloquer le mécanisme de redressement d'une entreprise, le créancier garanti ne peut en aucun cas exercer sa sûreté et l'ordre de priorité des remboursements est rarement respecté), la résolution de la défaillance s'opère de manière extrajudiciaire en raison de l'inefficacité de la procédure collective, de son coût élevé, ou encore de son inadéquation aux caractéristiques des faillites enregistrées dans ces pays. *A priori*, il semble que la première

raison soit la bonne dans la mesure où la variable *eff_jud*¹⁸³, qui est un indicateur des coûts juridiques de la faillite¹⁸⁴ révèle l'inefficacité des mécanismes juridiques du pays. Nous ne pouvons néanmoins pas écarter les autres explications en raison du manque d'informations dans ce sens. La France suit ainsi le modèle pro-débiteur social, dont l'utilisation par les entreprises témoigne de la volonté du législateur de favoriser la continuation en accordant un poids important au créancier résiduel de la continuation : le dirigeant (notons que les entreprises françaises en difficultés ont une obligation légale à se déclarer en faillite) au détriment des créanciers garantis (comme en témoigne sa situation très à gauche sur le graphique de l'ACP).

Tableau 22 : Le modèle pro-débiteur social de gouvernance de l'entreprise défaillante
(1)

Pays	NAS(1)	SCF(2)	RR(3)	MNSR(4)	DR(5)
Grèce	0	0	0	1	0,29
Brésil	0	0	1	0	
Pérou	0	0	0	0	0,05
Colombie	0	0	0	0	0,16
Portugal	0	0	0	0	0,08
Mexique	0	0	0	0	-
Philippines	0	0	0	0	-
Argentine	0	1	0	0	0,12
France	0	0	0	0	2,62

(1) no automatic stay

(2) secured creditors first

(3) restrict reorganization

(4) management not stay reorganization

(5) default rate

¹⁸³ Voir la signification de cette variable *infra*.

¹⁸⁴ Tous les pays obtiennent une note entre 4,75 et 7, ce qui est relativement faible. Seule la France obtient 8.

B. Le modèle pro-débiteur entrepreneurial

Le législateur des pays dont le système est pro-débiteur social a pour objectif de protéger les salariés, même si cette protection occasionne un coût pour les créanciers. Le second modèle diffère quant au respect de l'APR et à ses plus forts taux de faillite. En effet, la suspension provisoire des poursuites des créanciers garantis existe, ceux-ci ne peuvent pas s'opposer à l'adoption d'un plan de redressement et le dirigeant conserve ses fonctions durant la phase d'évaluation de l'entreprise. L'importance du taux de faillite peut être justifié de deux manières : soit la procédure collective est la plus efficace (les coûts de faillite sont moindres), soit le droit incite les entreprises à se placer sous la protection de la loi au risque de générer des recours stratégiques à la procédure collective. Néanmoins, l'ordre de priorité des remboursements est respecté, ce qui peut s'interpréter de la manière suivante. Ces pays créent un climat favorable pour les dirigeants défaillants sans pour autant mettre à mal les garanties des créanciers. Ceci est assez surprenant, dans la mesure où l'on anticipe des déviations de priorité en faveur de l'ayant droit protégé par le droit. Or ces déviations ne sont pas prises en compte par l'indicateur. Les Etats-Unis illustrent ce paradoxe ; on enregistre outre atlantique des déviations de priorité en faveur des actionnaires qui ne sont pas prises en compte par l'indice de la Banque Mondiale (il ne considère que l'Etat ou les salariés) (Franks et Torous, 1989 ; Weiss, 1990). Nous pouvons donc interpréter cette procédure collective comme un outil de gestion utilisé par des entreprises ne se trouvant pas en situation de cessation des paiements afin de résoudre des difficultés qui ne justifieraient pas en elles-mêmes l'ouverture d'une procédure collective. Ces entreprises pourraient en effet souhaiter présenter des comptes plus dégradés qu'ils ne le sont en réalité afin de bénéficier des avantages de la procédure collective. Si ces bénéfices attendus consistent souvent à renégocier la dette, cela ne semble pas être le cas ici, dans la mesure où le contrat de dette classique est respecté, même s'il existe une suspension provisoire des poursuites. A notre sens, la principale motivation de l'usage stratégique de la défaillance est la liberté de renégocier les contrats de travail, d'autant que si ce modèle est certes favorable au débiteur, il ne l'est pas à l'égard des salariés pour autant. Ainsi, tout plan de redressement satisfaisant doit respecter l'ordre de remboursement des dettes sans que les créanciers ne puissent s'opposer à son adoption.

Tableau 23 : Le modèle pro-débiteur entrepreneurial de gouvernance de l'entreprise défaillante (2)

Pays	NAS(1)	SCF(2)	RR(3)	MNSR(4)	DR(5)
Australie	0	1	0	0	2,1
Irlande	0	1	0	0	2,74
Canada	0	1	0	0	2,96
Etats-Unis	0	1	0	0	3,65
Finlande	0	1	0	0	4,14
Suisse	0	1	0	0	3,33

(1) *no automatic stay*

(2) *secured creditors first*

(3) *restrict reorganization*

(4) *management not stay reorganization*

(5) *default rate*

La comparaison des deux premiers modèles nous amène à supposer que les pays du deuxième groupe justifient leur système pro-débiteur par la recherche de l'efficacité où le choix de l'issue de la faillite repose sur le dirigeant et le tribunal, les créanciers ne pouvant pas s'opposer à son adoption mais conservant leur garantie. La contrainte de l'apurement du passif est plus forte mais ne doit pas priver les chances de redressement de l'entreprise. Le premier modèle de gouvernance de l'entreprise défaillante se révèle le moins attractif, la France y étant mise à part.

C. Le modèle répressif

Ce modèle met en avant la sanction du débiteur ; le dirigeant est évincé de la phase de redressement, les créanciers ont un pouvoir accru lors de cette période et ils peuvent exercer leur garantie. L'analyse économique nous enseigne que ce modèle incite le dirigeant à éviter la faillite, c'est-à-dire tout autant à maximiser les chances de réussite du projet d'investissement qu'à essayer de dissimuler ses difficultés financières. La protection accrue des créanciers garantis pourra également réduire l'incitation à surveiller l'utilisation des fonds prêtés. En revanche, en matière de discipline des dirigeants, le contrat de dette joue son rôle.

En ce qui concerne les taux de faillite, nous ne disposons que rarement des données, hormis concernant les six premiers pays, dont la moitié adopte d'ailleurs au moins une règle de défaillance divergente. Aussi semble-t-il difficile de dresser des conclusions à ce propos pour ce groupe : les pays asiatiques présentent un faible taux si ce n'est Singapour, tandis que le score de la Nouvelle-Zélande est très élevé ; la procédure collective y est-elle moins coûteuse, le système judiciaire y est-il plus efficace et moins corrompu ? Le score relativement faible de la Grande-Bretagne en matière de recours à la procédure collective ne peut quoiqu'il en soit être motivé par l'importance des coûts puisque la littérature économique a montré que bien que la procédure américaine soit plus coûteuse, les Etats-Unis utilisent souvent la défaillance afin de résoudre les difficultés financières ou comme outil de gestion. Le taux de faillite modéré de la Grande-Bretagne peut être justifié par l'existence depuis 1986 d'un arrangement volontaire et d'une procédure de liquidation extrajudiciaire. Quoiqu'il en soit, ce taux doit être manié avec prudence, compte tenu des différences entre législations, y compris dans la définition même de la défaillance.

Par conséquent, au vu des pays qui disposent de ce modèle, le mécanisme de gouvernance semble être, *a priori*, celui de la défense du contrat de dette en raison de la corruption et de l'inefficacité du système judiciaire. Aussi la Grande-Bretagne apparaît-elle au sein de son échantillon comme un cas à part, de la même manière que la France semblait isolée au sein des pays disposant du premier modèle de gouvernance décrit.

Tableau 24 : Le modèle répressif de gouvernance de l'entreprise défaillante (3)

Pays	NAS(1)	SCF(2)	RR(3)	MNSR(4)	DR(5)
Thaïlande	1	1	0	1	0,13
Corée	1	1	0	1	0,17
Hong Kong	1	1	1	1	0,55
Grande-Bretagne	1	1	1	1	1,85
Singapour	1	1	1	1	3,06
Nouvelle Zélande	1	0	1	1	3,67
Inde	1	1	1	1	-
Kenya	1	1	1	1	-
Indonésie	1	1	1	1	-
Egypte	1	1	1	1	-
Pakistan	1	1	1	1	-
Malaisie	1	1	1	1	-
Nigeria	1	1	1	1	-
Equateur	1	1	1	1	-
Israël	1	1	1	1	-
Zimbabwe	1	1	1	1	-

(1) no automatic stay

(2) secured creditors first

(3) restrict reorganization

(4) management not stay reorganization

(5) default rate

D. Le modèle pro-créancier de gouvernance de l'entreprise défaillante

Notre ACP identifie deux modèles pro-créanciers : les modèles 3 et 4. Le modèle 4, qui comprend des pays pour la plupart de tradition allemande ou scandinave, est protecteur des intérêts des créanciers et les intègre dans le processus d'élaboration des plans de redressement. Les créanciers doivent dès lors développer une double-compétence : celles

d'apporteurs de capitaux d'une part, en matière de gouvernance de l'entreprise d'autre part. Ce modèle se distingue du modèle précédent non pas par l'existence d'une suspension provisoire des poursuites (elle existe), ni sur la validité de l'APR (elle est respectée), ni sur le poids des créanciers lors de l'adoption d'un plan de redressement (il est maximal). En revanche, c'est l'attitude à l'égard du débiteur qui diffère dans la mesure où ce dernier est plus rarement écarté lors de cette phase. Quelle en est l'explication ? Ce modèle de faillite n'a pas vocation à sanctionner le dirigeant mais à garantir le respect du contrat de dette classique. On peut supposer qu'en raison de la taille relativement petite des entreprises défaillantes, le poids du dirigeant, acteur central de l'activité, peut difficilement être réduit. On peut dès lors raisonnablement supposer que ce modèle favorise la révélation précoce des difficultés financières. Cette hypothèse semble toutefois difficilement défendable dans la mesure où le système financier de ces pays est probablement orienté vers les banques. Or, dans ces systèmes, l'avenir de la firme, et notamment sa continuation, dépend du bon vouloir des créanciers qui sont les agents les mieux informés et qui par conséquent peuvent se comporter de manière opportuniste. Le renforcement des droits du dirigeant prévu par ce modèle prévoit toutefois de limiter cet opportunisme. Il sera quoiqu'il en soit intéressant de vérifier le poids des banques dans l'économie de ces pays dans la suite de notre analyse pour nous assurer de l'« orientation bancaire » de ces économies.

Tableau 25 : Le modèle pro-créancier de gouvernance de l'entreprise défaillante (4)

Pays	NAS(1)	SCF(2)	RR(3)	MNSR(4)	DR(5)
Allemagne	1	1	1	0	1,03
Autriche	1	1	1	0	1,33
Danemark	1	1	1	0	1,53
Afrique du Sud	0	1	1	1	4,62

(1) no automatic stay

(2) secured creditors first

(3) restrict reorganization

(4) management not stay reorganization

(5) default rate

E. Le modèle mixte de gouvernance de l'entreprise défaillante

Le dernier modèle est un intermédiaire entre les modèles pro-débiteurs et pro-créanciers. Il est intéressant de considérer ce modèle dans la mesure où la théorie de l'agence nous enseigne que dans des situations d'aléa moral (quant aux efforts du dirigeant, mais aussi de surveillance des banques) et d'antisélection (bon/mauvais projet d'investissement, dissimulation des difficultés financières) il existe un arbitrage entre les deux objectifs à atteindre. *A priori*, la recherche de l'efficacité nous conduit à nous concentrer sur l'un ou l'autre de ces objectifs.

Tableau 26 : Le modèle mixte de gouvernance de l'entreprise défaillante (5)

Pays	NAS(1)	SCF(2)	RR(3)	MNSR(4)	DR(5)
Belgique	1	1	0	0	2,59
Chili	0	1	1	0	0,28
Espagne	1	1	0	0	0,02
Italie	0	1	1	0	0,54
Japon	0	1	0	1	0,22
Pays-Bas	0	1	1	0	1,3
Norvège	0	1	1	0	1,83
Turquie	0	1	1	0	0,86
Taiwan	1	1	0	0	
Uruguay	0	1	0	1	
Suède	0	1	1	0	7,62

(1) no automatic stay

(2) secured creditors first

(3) restrict reorganization

(4) management not stay reorganization

(5) default rate

Caractérisons ce modèle hybride. Tout d'abord, l'*APR* est respectée (ce qui se retrouve dans les modèles pro-créanciers uniquement). En d'autres termes, les salariés ou l'Etat ne sont pas remboursés avant que les créanciers garantis ne le soient intégralement. Quant au dirigeant, il semble rarement sanctionné (ce qui se retrouve dans le modèle 4 et les modèles pro-débiteurs). Ensuite, la suspension provisoire des poursuites est quasiment la règle, ce qui rapproche ce modèle d'un système pro-débiteur. En revanche, l'adoption d'un plan de redressement est fréquemment soumise à l'avis des créanciers, ce qui l'éloigne des modèles 1 et 2, d'où l'importance de cette variable. On chercherait ainsi à limiter le pouvoir du débiteur qui reste souvent à la tête de l'entreprise. Concernant le créancier, on respecte l'*APR* mais on instaure une suspension provisoire des poursuites. Parallèlement, on renforce le pouvoir du débiteur en le laissant en place lors du redressement et on soumet ce plan à l'avis des créanciers. Par ailleurs, ce « modèle d'équilibre » est répandu chez les pays riches et développés. En conséquence, il paraît pertinent, contrairement à ce que nous avions avancé¹⁸⁵, d'inclure la règle relative au droit de veto des créanciers sur l'adoption d'un plan de redressement. Considérer l'importance de leur pouvoir de négociation dans la procédure collective se révèle en effet crucial lorsqu'il s'agit de « soigner » les entreprises en difficultés ; en présence de cette règle, il est mécaniquement plus difficile de redresser une entreprise. Notons qu'au sein du modèle mixte de défaillance, trois pays (Belgique, Espagne et Taiwan) ont en commun la combinaison (1,1,0,0) et auraient dès lors pu constituer un groupe distinct. Nous choisissons de les inclure dans le groupe mixte pour deux raisons. D'une part, nous ne souhaitons pas complexifier la lecture de l'ACP en constituant un groupe de pays dont, à première vue, les caractéristiques sont peu pertinentes à commenter en bloc, et dont les seules conséquences probables seraient de nuire à la clarté de notre démarche. D'autre part, leur orientation générale est proche des autres pays du groupe en matière de respect des priorités et des sanctions à l'encontre du dirigeant, de même que leur localisation sur le graphique ACP. Au contraire, le fait que la Suède adopte des règles identiques à celles des pays mixtes la place en leur sein, même si sa situation particulière sur le graphique met en exergue sa spécificité.

¹⁸⁵ Voir *supra* note 180.

Encadré 3 : Un cas particulier : la Suède

Au vu des résultats de l'ACP, la Suède se situe très en marge des autres pays (au milieu du graphique ACP, en bas) en raison de son taux de faillite très élevé (7,62) alors que le maximum se situe autour de 4 pour les autres pays. Cette statistique résulte, à notre sens, du caractère atypique de la procédure collective suédoise qui prévoit une liquidation des actifs par une vente aux enchères, laquelle permet d'estimer la valeur des biens à leur prix de marché, et non à leur prix théorique, contrairement à une liquidation dirigée par le tribunal. Néanmoins, le tribunal de commerce est le garant de l'ordre des priorités et favorise le débiteur, ce qui rapprocherait la Suède des pays du deuxième modèle, le modèle pro-débiteur entrepreneurial. Le modèle suédois repose sur la logique de marché dans la mesure où ce dernier (via l'enchère) décide plus qu'ailleurs de l'issue de la faillite.

Une telle classification des modes de gouvernance met ainsi en exergue des différences patentées entre les pays en termes de gouvernance des entreprises défaillantes. Or, ces résultats sont assez frustrants ; nous aimerais comprendre ce qui motive tel ou tel traitement de la défaillance, ou tout du moins essayer de trouver une cohérence entre des systèmes de gouvernance de l'entreprise défaillante et d'autres variables d'importance comme le financement, la gouvernance de l'entreprise saine, les contraintes pesant sur les créations d'entreprises ou la protection des salariés. La caractérisation des modèles de gouvernance de l'entreprise défaillante pose dès lors la question des déterminants de ces modèles. Or, il apparaît délicat de préciser le sens de causalité de la relation entre droit et environnement, le droit de la faillite ayant à son tour un impact sur les stratégies des agents. *A priori*, il devrait être toutefois possible de déterminer une certaine homogénéité au sein des modèles de gouvernance globale.

Section 3. L'environnement des procédures collectives

Notre démarche est la suivante. Dans un premier temps, nous analysons la pertinence des modèles de défaillance dans l'ensemble économique, financier, social et politique des économies. En d'autres termes, nous lions le mode de gouvernance de l'entreprise en difficultés à celui de l'entreprise saine. Dans un second temps, nous nous détachons de ces

modèles pour identifier les déterminants environnementaux de chacune des règles de gouvernance de l'entreprise en détresse, ainsi que du taux de faillite.

I. L'environnement institutionnel des modèles de gouvernance de la détresse financière

La problématique de cette partie est la suivante : *Dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance de l'entreprise défaillante sont-ils liés aux modes de gouvernance de l'entreprise saine ou aux institutions au sens large (marché du travail, marché du financement, le cadre légal, etc.) ?* Notre démarche s'appuie sur la contestation de la supériorité d'une origine légale (*a priori* la *common law*) par la mise en lumière de modèles de faillite alternatifs cohérents avec les environnements nationaux. Par exemple, nous nous interrogeons sur la mesure dans laquelle l'adoption d'un régime très pro-débiteur tel que le chapitre 11 est envisageable en France.

Afin de mesurer cette correspondance, nous procédons à une analyse de la variance des variables environnementales nationales selon la même méthodologie que celle adoptée par La Porta et al. (1998). A partir du moment où nous comparons plus de deux groupes (cinq en l'occurrence), l'ANOVA est en effet la méthode la plus appropriée pour répondre à notre question¹⁸⁶. Nous cherchons s'il existe des différences de moyenne entre les différents modèles de traitement de la défaillance et comparons la variabilité entre la moyenne d'un groupe et la moyenne générale de l'ensemble des pays, ceci pour chaque variable. Il ne s'agit non pas de classer les moyennes entre elles, mais de comparer les moyennes des différents groupes et de dire si parmi l'ensemble, au moins une d'entre elle diffère des autres, mais nous ne savons ni combien d'entre elles ni, le cas échéant, laquelle ou lesquelles. Nous effectuons des tests ANOVA sur l'ensemble des variables de la base de données de la Banque Mondiale et ne retenons que celles qui sont au moins significatives au seuil de 10%. En d'autres termes, quand bien même les tests révèleraient des dissemblances pertinentes à commenter entre les différents groupes, si le test ANOVA est non significatif, on ne peut affirmer de façon certaine que les variables discriminent les pays. Nous classons les variables selon l'environnement auquel elles appartiennent : secteur socio-économique (croissance et

¹⁸⁶ Le cas de deux groupes (test du t statistique) est un cas particulier de l'ANOVA (test de Fisher).

développement des nations), secteur juridique (origine légale et qualité des règles de droit), secteur financier (taille et structure) et secteur économique (rigidité du marché du travail et règles gouvernant la création d'entreprises).

A. Croissance et environnement légal

Nous proposons en premier lieu de lier les caractéristiques du modèle de gouvernance de l'entreprise défaillante à la croissance et au développement des nations à travers la variable du PIB. Dans chaque pays, nous considérons pour l'année 2000 le logarithme du PIB par tête et la taille de l'économie souterraine comme un pourcentage du PIB. Nous prenons par ailleurs en compte l'efficacité et la qualité du gouvernement, ainsi que le degré d'éducation des économies.

Tableau 27 : Modèles de gouvernance de la détresse financière et variables socio-économiques

Variables d'environnement socio-économique	Interprétation	Modèle pro-débiteur social	Modèle pro-débiteur entrepreneurial	Modèle répressif	Modèle pro créancier	Modèle mixte	Total
lngdp **	Mesure le niveau du PIB	8,48	10,17	7,85	9,59	9,52	8,81
gdp per capita ***		4377,99	15908,2	4116,79	12288	10557,6	7898,84
Unof_economy **	Taille de l'économie souterraine	33,8	13,89	30,53	18,27	23,88	26,4
gov00 ***	Cette variable mesure l'efficacité et la qualité du gouvernement	0,37	1,98	0,32	1,48	1,2	0,85
avg_yrsc25_9500 ***	Nombre moyen d'années moyen de scolarisation	6,65	10,52	6,44	9,05	8,06	7,62

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Observation 2 : *La croissance et le développement des économies opposent deux groupes de modes de gouvernance de l'entreprise défaillante : d'une part, le modèle répressif et le modèle pro-débiteur social, et d'autre part, les pays disposant des modèles pro-débiteur entrepreneurial, mixte et pro-créancier.*

A la lecture du tableau 27, il apparaît que les modèles répressif et pro-débiteur social sont appliqués dans les économies les moins efficaces dans les domaines évoqués ci-dessus, tandis que les modèles pro-débiteur entrepreneurial, mixte et pro-créanciers sont privilégiés par les pays les plus développés. Il apparaît ainsi que les économies les moins performantes continuent d'adopter une conception ancienne de la faillite, tandis que la relation entre un mode de gouvernance pro-débiteur social et la croissance est, en raison du faible taux de faillite, plus délicate à interpréter. Si l'on observe plus particulièrement les pays qui composent ces groupes, il apparaît quoiqu'il en soit que la plupart d'entre eux sont en voie de développement, ce qui rejoue les conclusions du test ANOVA.

En deuxième lieu, nous évaluons la qualité des règles de droit à l'aide des indicateurs employés par La Porta et al. (1998) : l'efficacité du système judiciaire, la qualité de l'application des règles, la corruption et le risque d'expropriation.

Tableau 28 : Modèles de gouvernance de la détresse financière et efficacité de la justice

Variables d'efficacité de la justice	Interprétation	Modèle pro-débiteur social	Modèle pro-débiteur entrepreneurial	Modèle répressif	Modèle pro créancier	Modèle mixte	Total
corruption ***	Egale 0 si forte corruption dans le pays	5,94	9,28	5,88	9,11	7,32	6,95
Rule_of_law ***	Mesure la qualité de l'application des règles	5,35	9,63	5,78	8,41	8,08	6,95
Eff_jud **	Estimation de l'efficacité et de l'intégrité de l'environnement légal	6,33	9,67	7,31	8,63	7,7	7,63

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Observation 3 : *Un système judiciaire efficace, non corrompu et affichant un risque juridique faible va de pair avec un modèle de gouvernance de l'entreprise défaillante qui défend l'apporteur de capitaux et favorise l'entrepreneur. A contrario, dans un système judiciaire inefficace et exposé à un risque de corruption élevé, la sanction du failli voire, à l'inverse, sa protection exagérée prime (mais dans ce cas, la procédure collective est peu utilisée car les acteurs n'ont pas confiance en ce mode de gouvernance).*

Au vu du tableau 28, les modèles pro-débiteur entrepreneurial, pro-créanciers et mixte fonctionnent dans des systèmes où l'institution judiciaire est de bonne qualité et la corruption rare. A l'inverse, les modèles pro-débiteur social et répressif dominant dans les économies où l'institution judiciaire est de moindre qualité et corrompue. Dans la mesure où le modèle pro-débiteur social est peu utilisé dans les économies qui l'abritent, nous constatons que la sanction du failli constitue le mode de gouvernance de l'entreprise en faillite qui domine dans les économies les moins efficaces et justes sur le plan juridique.

Enfin, nous ajoutons une dernière variable discriminante : la tradition juridique qui distingue les pays de *common law* (tradition anglo-saxonne), dans lesquels la jurisprudence prévaut, des pays de droit civil (traditions française et germanique), davantage liés au droit écrit. Il est dès lors possible d'opposer les pays de *common law* où le juge, créateur de droit, est plus puissant, aux pays de droit civil, où le juge, « preneur de droit », est susceptible de moins aisément s'adapter aux changements économiques.

Tableau 29 : Modèles de gouvernance de la détresse financière et traditions juridiques

Variables de tradition légale	Interprétation	Modèle pro-débiteur social	Modèle pro-débiteur entrepreneurial	Modèle répressif	Modèle procréancier	Modèle mixte	Total
UK_LO ***	Egale 1 si l'origine du système judiciaire est anglo-saxonne	0	0,67	0,75	0,25	0	0,38
FR_LO ***	Egale 1 si l'origine du système judiciaire est française	1	0	0,19	0	0,7	0,42
GE_LO **	Egale 1 si l'origine du système judiciaire est germanique	0	0,17	0,06	0,5	0,2	0,13

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Observation 4 : La tradition juridique anglo-saxonne est associée à une vision entrepreneuriale de la société. Le droit civil allemand est associé à la défense de l'apporteur de capitaux. Le droit civil français est associé à une vision plus sociale de l'entreprise.

Aux pays de droit civil français, par opposition aux pays de *common law* ou de droit civil allemand, correspond le modèle pro-débiteur social de gouvernance de l'entreprise défaillante dont le taux de faillite est très faible. Les pays de *common law* appliquent davantage les modèles de gouvernance pro-débiteur entrepreneurial et répressif que les modèles pro-créanciers et mixte, ce qui appelle les remarques suivantes. D'une part, il est possible d'affirmer, au vu des liens établis par la littérature empirique entre l'origine légale, la qualité du système judiciaire et le niveau du PIB, que les systèmes de *common law* les plus riches ont pour objectif de promouvoir la promotion de l'entreprise défaillante par le biais du modèle pro-débiteur entrepreneurial¹⁸⁷. D'autre part, nous constatons que les pays de *common law* les moins développés sont ceux qui se tournent le plus vers un système répressif. Dans les systèmes de droit civil allemand, le droit favorise davantage le créancier garanti, tandis que conformément à nos anticipations, les pays de droit civil français adoptent un système pro-

¹⁸⁷ Notons que le modèle pro-débiteur social n'est pas appliqué dans les pays de *common law*.

débiteur social. Il est cependant probable que le coefficient élevé associé à ce modèle soit principalement dû à la législation française, de sorte que l'on ne peut affirmer que les pays du modèle pro-débiteur social aient une tradition de droit civil français¹⁸⁸.

Quoiqu'il en soit, l'objet de la présente section n'est non pas de mesurer l'efficacité *ex ante/ex post* des différents modes de gouvernance, mais de tester et de comprendre l'homogénéité de certaines législations afin de proposer des modèles alternatifs au modèle de *common law* prôné par la littérature. En d'autres termes, ne pouvant pas estimer l'efficacité des différents modèles de gouvernance mis en lumière, nous ne sommes pas en mesure de défendre une origine légale en particulier.

Pour résumer, nous retenons que le puzzle des codes de faillite nationaux ne résulte pas seulement de différences de niveau de développement des pays ou de qualité de leur système judiciaire, mais également de traditions juridiques¹⁸⁹. Dans un contexte dynamique, les traditions légales peuvent dès lors constituer une barrière à l'amendement des législations¹⁹⁰.

Une analyse cette fois endogène des modèles de faillite nous renvoie aux problématiques développées par Biais et Recasens (2002) ; nous suggérons que le droit des procédures collectives est conçu à l'attention des partis politiques ayant la majorité au parlement, et donc indirectement des électeurs centraux. Par exemple, les systèmes pro-créanciers peuvent être le fait des économies dans lesquelles ces électeurs adoptent une vision entrepreneuriale des affaires, lesquelles nécessitent un financement bancaire accru. A l'opposé, si les gouvernements représentent des électeurs plus défavorisés et dont l'accès au crédit est moindre, un système pro-débiteur social favorisant le redressement et les salariés est susceptible d'être choisi. D'après cette analyse, le droit n'est plus considéré comme endogène mais est susceptible d'être modifié au gré des alternances politiques. Plus généralement, les

¹⁸⁸ Cela est d'autant plus probable que rares sont les pays de ce modèle qui ont été conquis ou colonisés par la France à un moment de l'histoire.

¹⁸⁹ Selon La Porta (1998), l'origine légale peut être considérée comme exogène, dans la mesure où la plupart des pays ont adopté leur système juridique involontairement (par conquête ou colonisation).

¹⁹⁰ Nous n'analysons pas l'évolution dynamique des modèles de faillite. Il est toutefois envisageable de considérer le droit des procédures collectives (et le droit du travail) comme le résultat d'une concurrence légale entre les pays dans un contexte de mobilité des forces de travail et de capital. Une question cruciale consisterait à se demander si les pays développés évolueront vers un modèle de faillite particulier.

modes de gouvernance peuvent s'expliquer par le poids relatif des différents ayants droit ; c'est ce que nous testons dans le paragraphe suivant.

B. La structure et le développement financiers

Nous nous interrogeons à présent sur la mesure dans laquelle nos familles de gouvernance diffèrent dans la taille et la structure des deux sources de financement : les actions et les dettes. A cet effet, nous recourons à des variables relatives à l'orientation (vers le marché ou les banques) du secteur financier, au poids des différentes sources de financement, à la multibancarité et à la concentration de l'actionnariat.

Tableau 30 : Modèles de gouvernance de la détresse financière et structure financière

Variables de structure financière	Interprétation	Modèle pro-débiteur social	Modèle pro-débiteur entrepreneurial	Modèle répressif	Modèle procréancier	Modèle mixte	Total
Stock traded : total value (% of GDP)	Indicateur du poids du financement par le marché	29,02	152,29	52,32	45	71,39	70
Domestic credit provided by banking sector (% of GDP)	Indicateur du poids du financement bancaire	65,32	114,64	84,83	124,74	100,14	97,93
(Domestic credit provided by banking sector (% of GDP)) / (Stock traded : total value (% of GDP)) + Domestic credit provided by banking sector (% of GDP)	Indicateur qui mesure le poids du financement bancaire relativement au financement direct. Mesure l'orientation <i>bank based</i> de l'économie	0,69	0,43	0,62	0,73	0,58	0,61
ownership by 3 largest shareholders mean ***	Pourcentage moyen d'actions détenues par les 3 plus gros actionnaires dans les 10 plus grandes entreprises non financières du pays. Cette variable nous renseigne sur la concentration de l'actionnariat	0,56	0,34	0,46	0,51	0,43	0,46
average_nb_bk_rel **	Nombre moyen de banques avec lesquelles une entreprise entretient des relations commerciales	3,47	0	5,6	6,03		

ipovalue **	Indicateur du capital émis par les entreprises nouvellement introduites en bourse (IPO=offre publique initiale)	1,83	6,62	2,87	1,45	2,99	3,06
Private bond market capitalization to GDP **	Titres de dettes domestiques issues par les sociétés et les institutions financières. Indicateur de la taille du marché d'obligations	0,39	0,28	0,65	0,29		
finance activity **	Indicateur permettant de mesurer l'activité des marchés de capitaux et de tous les intermédiaires financiers	-4,85	-1,74	-4,13	-2,89	-2,94	-3,48
finance size ***	Indicateur mesurant la taille des marchés de capitaux et de tous les intermédiaires financiers	3,68	4,89	4,09	4,69	4,42	4,28
finance efficiency **	Indicateur mesurant l'efficacité de l'ensemble du secteur financier	-0,81	2,31	0,38	0,93	1,22	0,72

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Observation 5 : *Les pays orientés vers le système bancaire possèdent davantage un modèle de gouvernance pro-créancier ou répressif. A l'inverse, le modèle pro débiteur entrepreneurial est davantage associé au financement direct. Enfin, le modèle mixte de gouvernance de l'entreprise défaillante est présent dans les économies où le financement par le marché et le financement bancaire s'équilibrent en moyenne.*

Le modèle pro-débiteur entrepreneurial est présent dans les économies caractérisées par un marché d'actions et d'obligations important, efficace et actif relativement aux modèles mixtes et pro-créanciers. Ces pays recourent par ailleurs davantage au financement direct, ce qui paraît logique au vu de la théorie économique qui suggère que le dirigeant défend les intérêts de l'actionnaire. *A contrario*, les pays qui se financent par les banques adoptent généralement un système répressif ou pro-créancier. Enfin, le modèle mixte semble se tourner indifféremment vers les deux modes de financement. En résumé, il apparaît que chaque modèle de faillite attribue le pouvoir aux différents ayants droit en fonction de leur importance dans la structure financière des firmes. Ces divergences dans le mode de financement risquent dès lors de conduire à des comportements opportunistes quant au sort de l'entreprise ; par exemple, les actionnaires, favorables à une continuation de l'activité, ont

d'autant plus de chances que cette issue soit prononcée qu'ils représentent une source de financement non négligeable. Néanmoins, il peut être pertinent de favoriser l'ayant droit dominant ; celui-ci étant généralement le mieux informé, il semble naturel de privilégier ses intérêts. Quoiqu'il en soit, la littérature économique n'a donné aucune raison valable tendant à privilégier, l'entreprise une fois en détresse, d'autres intérêts que ceux qui ne le sont déjà lorsque l'entreprise est en bonne santé.

Observation 6 : *Plus le pouvoir accordé aux créanciers (dirigeants) est important dans le mode de gouvernance de l'entreprise défaillante, plus l'actionnariat est concentré (dispersé) et plus (moins) les entreprises sont multibancarisées. Le modèle pro-débiteur social évolue dans un secteur bancaire inefficace marqué par la multibancarisation des entreprises, un marché obligataire et un marché d'actions sous-développés et peu actifs.*

Plus le pouvoir accordé aux créanciers est grand, moins les actions sont diluées et plus les entreprises développent des relations bancaires multiples. Il est possible d'adopter une approche coasienne dans l'interprétation de ces résultats ; les différents ayants droit semblent en effet modifier leurs comportements en réponse aux règles de la défaillance. Ainsi, les actionnaires tendent à répondre à l'importante protection légale des banques propres aux systèmes pro-créanciers par une concentration de leurs actions et une multiplication de leurs relations bancaires afin de diminuer le pouvoir de l'ayant droit dominant en cas de faillite. Enfin, les tests ANOVA montrent que le modèle pro-débiteur social évolue dans des pays dont le système financier est peu efficace et caractérisés par des relations bancaires multiples et des marchés d'actions et d'obligations peu développés. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que ce groupe comprend les pays les moins riches et développés de tous.

C. Les règles régissant le marché du travail et la création d'entreprises

Dans cette partie, nous associons l'issue de la procédure collective (redressement/liquidation) à des barrières légales à la sortie du marché. D'une part, il nous paraît opportun de lier les familles de gouvernance à d'autres variables telles que les mesures accompagnant la création d'entreprises, d'autant que celles-ci, associées à des effets

conjoncturels, affectent clairement le nombre de défaillances. D'autre part, la protection légale des salariés peut nous aider à comprendre la raison pour laquelle certains modèles de gouvernance promeuvent la continuation de l'activité en encourageant, par exemple, des déviations de l'APR au profit des salariés.

Tableau 31 : Modèles de gouvernance de la détresse financière et création d'entreprises

Variables de création d'entreprises	Interprétation	Modèle pro-débiteur social	Modèle pro-débiteur entrepreneurial	Modèle répressif	Modèle créancier	Modèle mixte	Total
proc_04 ***	Nombre de procédures nécessaires afin d'obtenir un statut légal pour créer une entreprise	12	3,7	16,33	7,75	7,8	9,52
time_04 ***	Nombre de jours nécessaires pour créer une entreprise	61,9	11,33	47,12	29	34,9	36,85
cost_04 **	Coût d'obtenir un statut légal pour créer une entreprise	19,7	3,97	52,53	5,25	16,16	19,52

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Observation 7: *Les modèles pro-débiteurs (pro-créanciers), favorables à la poursuite (arrêt) de l'activité, sont ceux dont les économies qui instaurent le moins (plus) de barrières à l'entrée sur le marché.*

Si l'on exclut les pays les moins riches dans lesquels la création d'une entreprise est difficile, il apparaît la relation suivante entre la facilité pour une entreprise de rentrer sur un marché et celle avec laquelle elle peut y rester lorsqu'elle est défaillante. Les économies dans lesquelles l'entrée sur un marché est facilitée favorisent également la poursuite de l'activité en cas de difficultés financières. C'est le cas du modèle pro-débiteur entrepreneurial. A l'inverse, les modèles de gouvernance qui créent des barrières à l'entrée pour les jeunes entreprises sont également ceux qui facilitent la sortie des entreprises défaillantes en défendant l'intérêt des créanciers. Leur objectif est de réduire le risque de défaut. Les pays pro-créanciers qui prévoient toujours des sanctions à l'égard du failli sont toutefois ceux qui découragent le plus la création d'entreprises ; outre faciliter la sortie du marché de l'entreprise, ils ont à cœur de « punir » le dirigeant non seulement lorsque les difficultés surviennent, mais avant même qu'il n'entre sur le marché.

Tableau 32 : Modèles de gouvernance de la détresse financière et marché du travail

Variables relatives au marché du travail	Interprétation	Modèle pro-débiteur social	Modèle pro-débiteur entrepreneurial	Modèle répressif	Modèle créancier	Modèle mixte	Total
SME_SHARE	Le poids des PME dans l'économie du pays	0,7	0,75	0,68	0,52	0,525	0,635
Indice de rigidité du marché du travail	Construit à partir des contraintes pesant sur le recrutement, le licenciement et les horaires	59,1	19	30,56	41	39,1	37,7
index_col_barg13 ***	Mesure la protection statutaire et le pouvoir des syndicats	0,56	0,29	0,29	0,64	0,51	0,43

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Observation 8 : Les modèles de gouvernance des entreprises qui reposent sur la flexibilité du marché du travail sont également ceux qui favorisent la continuation de l'activité par le dirigeant en place ou qui sanctionnent ce dernier pour l'échec de l'entreprise. Le modèle procréancier et le modèle mixte de gouvernance de l'entreprise défaillante qui prônent davantage la défense des intérêts des créanciers au détriment de la continuation de l'activité sont associés à un marché du travail plus rigide et protecteur des droits des salariés.

Il est dès lors possible de conclure à l'existence de deux équilibres : d'une part un modèle qui protège le salarié mis en faillite en raison du pouvoir accru accordé aux créanciers et, d'autre part, un modèle qui favorise la continuation de l'activité au détriment des créanciers et des salariés. En effet, l'APR est respectée dans le modèle pro-débiteur entrepreneurial, ce qui traduit une non-prise en compte des intérêts des salariés lors de la faillite et en dehors de la faillite en raison de la flexibilité du marché du travail.

La comparaison des tableaux 31 et 32 nous permet de définir les liens entre modèle pro-débiteur social et règles encadrant le marché du travail et la création d'entreprises. Ce modèle est présent dans les pays où il existe de fortes barrières à l'entrée et où les salariés sont les mieux protégés. Ces règles sont cohérentes, dans la mesure où des barrières élevées, en réduisant le risque de défaut, réduisent le risque de perdre leur emploi pour les salariés.

Une fois l'entreprise créée, les salariés sont ensuite protégés par un système économique qui leur est favorable. La France en est l'exemple le plus probant.

Avant de mettre en parallèle les modèles de défaillance et l'environnement politique, juridique, économique et financier des pays, nous nous interrogons justement, sur le modèle de gouvernance le plus adapté à la France. Dans la mesure où elle recourt à la fois à des financements directs et bancaires, affiche des barrières à l'entrée élevée, et où la rigidité de son marché du travail permet de défendre les intérêts des salariés, il ressort que la France devrait adopter les règles de gouvernance associées au modèle mixte. Cela impliquerait d'augmenter le pouvoir des créanciers, tant en matière de respect des priorités que de leur association à l'élaboration du plan de continuation ; cette deuxième option apparaît en effet vertueuse, d'une part parce qu'elle incite les créanciers à se coordonner, et d'autre part parce qu'elle réduit les conflits d'intérêts en les associant à une décision *a priori* essentiellement bénéfique pour le dirigeant et les actionnaires. Or, c'est exactement l'esprit de la loi de sauvegarde de 2005.

II. Une modélisation des procédures collectives : les déterminants environnementaux des règles de la défaillance

L'ACP a fait apparaître des modèles de traitement de la défaillance que les tests ANOVA ont permis de lier aux caractéristiques environnementales nationales afin d'évaluer leur cohérence. En d'autres termes, notre démarche a consisté à tester si ces modèles étaient applicables dans d'autres contextes ou si, inversement, certaines économies devaient davantage adapter leur législation à leur environnement. Notre approche est désormais la suivante : nous cherchons, sans tenir compte de ces modèles, à définir les déterminants économiques, financiers et juridiques de chacune des règles de la défaillance retenues dans cette étude.

Dans cette perspective, nous endogénéisons le droit des procédures collectives, à l'instar de Biais et Recasens (2002). L'approche économétrique nous permet de découvrir les variables exogènes ($x_1, x_2, x_3\dots$) qui déterminent chacune des règles endogènes (y) du droit de la défaillance grâce à l'équation de la droite de régression $y = \alpha_0 + \alpha_1.x_1 + \alpha_2.x_2\dots$. Afin de

pallier les inconvénients de la méthode des moindres carrés ordinaires appliquée à une variable dépendante qualitative, une solution consiste à considérer la réalisation de la variable dépendante binaire comme provenant d'une certaine règle de décision. Cette règle est un mécanisme associant les variables explicatives x_i à l'observation de l'événement ($y_i = 0$) ou ($y_i = 1$). Nous changeons dès lors de technique d'estimation des α et les déterminons par le modèle LOGIT qui suppose que les résidus de chaque équation suivent une loi logistique. Par ailleurs, la méthode d'estimation des coefficients repose sur le maximum de vraisemblance. Pour chacune des règles légales, nous recourons, afin de déterminer le « meilleur modèle » envisageant toutes les variables explicatives, à la méthode *stepwise*.

Encadré 4 : La méthode *stepwise*

La méthode *stepwise* est une méthode de sélection de variables pas à pas. Elle consiste à introduire les variables une par une : on commence par un modèle à une variable, puis on ajoute à chaque étape une variable. Le principe est de faire entrer, à chaque pas, la variable qui apportera l'augmentation la plus significative de la somme des carrés du modèle, donc qui possède le F le plus grand. A chaque étape, on laisse la possibilité de faire sortir du modèle une des variables devenue non significative, c'est-à-dire qu'on élimine le F le plus petit. Dans la proc REG de SAS, les seuils de probabilité «pour entrer» et «pour sortir» sont de 0.15 par défaut. Il y a au plus p modèles sélectionnés, qui sont affichés par ordre décroissant de k ($k=p$ à L, $L \geq 1$).

A. Les déterminants du gel des poursuites

Dans un premier temps, nous cherchons les déterminants de la règle de droit "no_automatic_stay". Le *stepwise* ne retient que les variables significatives au seuil de 15% pour expliquer cette règle, ce qui nous permet de construire le tableau suivant.

Tableau 33 : Facteurs du gel des poursuites

Variables	Interprétation	Coefficients	Pr > Khi 2
Variable expliquée : no_automatic_stay = 1	Egale 1 si la suspension provisoire des poursuites n'existe pas (favorable aux créanciers)		
Constante		4.9838	0.6051
FR_LO*	Egale 1 si l'origine du système judiciaire est française	-6.2719	0.0962
Bank_deposits	Dépôts bancaires en pourcentage du PIB	5.1765	0.1012
Mktorient*	Egale 1 si le pays est orienté vers le marché et 0 s'il est orienté vers le système bancaire	-8.1451	0.0546
time**	Mesure la fréquence des rapports comptables	-0.1203	0.0439
aut_5090*	Mesure le degré d'autocratie du régime	11.8283	0.0669
time_99b*	Mesure le nombre de jours nécessaires pour créer une entreprise	-3.2866	0.0943
index_part_time2*	Mesure la protection des travailleurs à temps partiel	12.8178	0.0848
Analyse des estimations de la vraisemblance maximum (44 observations lues)	Test	Khi 2	Pr > Khi 2
	Ratio de vraisemblance	43.4012	<.0001
	Score	24.7611	0.0008
	Wald	4.9171	0.6701
Pourcentage de concordance		97.1	

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Au regard de ces résultats, il est cohérent que les pays de tradition juridique française aient vocation à protéger la victime, à savoir le débiteur. Ils adoptent une vision sociale de la défaillance et la loi est dans ces pays vue non pas tant comme un outil juridique de traitement de la défaillance, mais d'abord comme un outil de politique économique.

En revanche, ce LOGIT fait apparaître des résultats intéressants mais surtout moins évidents ; le fait que les pays fassent surtout appel au marché pour se financer (finance directe) est négativement corrélé à la règle "*no automatic stay*". En effet, il est possible que ce résultat traduise l'impact du gel des poursuites sur l'offre de crédit ; si les banques ne sont pas traitées avec clémence dans une procédure collective, elles risquent de se désengager, ce qui peut pousser les entreprises à directement faire appel au marché.

Par ailleurs, lorsque les informations comptables sont transparentes, la suspension provisoire des poursuites s'applique ; si l'émission d'information comptable est plus fréquente à l'égard des créanciers, ces derniers sont moins incités à poursuivre individuellement l'entreprise. On observe alors un mécanisme de substitution -délibéré ou non-, à savoir qu'il existe une contrepartie juridique à la transparence comptable à l'intention des créanciers.

Concernant le degré d'autocratie des régimes, on peut intuitivement supposer qu'il existe encore une vision honteuse de la défaillance dans les pays peu démocratiques, ce qui expliquerait leur enclin à défendre le créancier avant tout. En outre, les travailleurs à temps partiel pouvant être considérés comme des créanciers au même titre que les prêteurs, leur protection répond plus à des considérations « financières » (*i.e.* privilégiant les intérêts des créanciers) que sociales ; il est en effet vraisemblable qu'une liquidation de l'entreprise leur est « moins coûteuse » qu'aux salariés dont l'entreprise est l'unique employeur. Enfin, l'impact positif des barrières à l'entrée sur le gel des poursuites rejoint les conclusions des tests ANOVA relatifs à la création d'entreprises ; si l'on admet que la complexité des dossiers de création d'entreprise permet de réduire le risque de défaut et dès lors de protéger les salariés, il apparaît cohérent, dans une perspective de continuation, d'immuniser le débiteur pendant le redressement.

B. Les déterminants du respect des règles de priorité

Nous cherchons ensuite les déterminants de la règle "**secured_credit_first**", à savoir le respect de l'*APR*.

Tableau 34 : Facteurs du respect des règles de priorité

Variables	Interprétation	Coefficients	Pr > Khi 2
Variable expliquée : secured_credit_first=1	Egale 1 si la règle de priorité absolue est respectée		
Constante		-0.3465	0.8733
Judicial_independenc**	Est d'autant plus élevée que les mandats des juges sont longs et que les décisions judiciaires sont des sources de droit	8.0304	0.0191
overhead_costs**	Valeur comptable des frais généraux des banques relativement à l'actif total. C'est donc un indicateur de l'efficacité des banques (plus sa valeur est faible, plus les banques sont efficaces)	-75.8189	0.0131
	Test	Khi 2	Pr > Khi 2
Analyse des estimations de la vraisemblance maximum (44 observations lues)	Ratio de vraisemblance	19.5736	<.0001
	Score	20.3527	<.0001
	Wald	7.2722	0.0264
	Pourcentage de concordance	92.5	

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Le LOGIT ne retient que deux variables, mais très significatives (leur probabilité est à peine supérieure à 1%).

Concernant l'indépendance judiciaire, nous estimons que si la jurisprudence est considérée comme source de droit et les juges inamovibles et puissants, ces derniers appliquent les règles de priorité car ils en ont le pouvoir. Si cette variable explicative traduit une tradition légale de *common law*, la variable « *UK_LO* » (origine juridique anglo-saxonne) n'est pour autant pas rendue significative par le LOGIT. En ce qui concerne la variable expliquée, l'ACP a d'ailleurs montré que l'*APR* était respectée par la plupart des pays, de sorte qu'il est compréhensible que le LOGIT ne rende pas significative la variable relative à la *common law*. Toutefois, dans la mesure où les tests ANOVA soulignaient l'absence de pays de *common law* au sein du modèle pro-débiteur social, dans lequel l'*APR* est contournée, il semble que la tradition légale anglo-saxonne joue un rôle dans le respect de l'*APR*, ce que reflète la variable « *judicial_independance* ».

Du reste, le LOGIT nous montre que moins une banque est efficace, moins elle fera valoir ses droits de priorité. Aussi la règle de priorité ne sera-t-elle pas appliquée si la majorité

des banques sont de mauvaise qualité et ont par conséquent un faible pouvoir de négociation. Cela dit, le LOGIT aurait pu nous révéler un résultat inverse ; dans une approche coasienne, le droit aurait justement pu pallier l'inefficacité du système bancaire en faisant appliquer le respect des priorités.

C. Les déterminants de l'éviction du dirigeant

La troisième règle que nous cherchons à expliquer s'intitule "**manag_notstay_reorganiz**". En d'autres termes, nous cherchons les variables qui déterminent l'éviction du dirigeant à la tête de l'entreprise pendant le redressement. Nous anticipons soit des déterminants de nature à protéger le créancier au détriment du débiteur, soit une volonté, dans une optique d'efficacité *ex ante*, de limiter les prises de risque excessives.

Tableau 35 : Facteurs de l'éviction du dirigeant

Variables	Interprétation	Coefficients	Pr > Khi 2
Variable expliquée : manag_notstay_reorganiz = 1	Egale 1 si le dirigeant est écarté de la gestion de l'entreprise pendant le redressement		
Constante**		7.1125	0.0475
UK_LO*	Egale 1 si l'origine du système judiciaire est anglo-saxonne	4.5307	0.0566
index_labor7a**	Mesure la protection du droit du travail	-19.7968	0.0381
aut_5090	Classifie les régimes selon leur degré d'autocratie (de 0 à 2 : 2 correspond à un niveau élevé d'autocratie)	5.0588	0.1053
cost_99b**	Mesure le coût de créer une entreprise	1.8555	0.0162
Analyse des estimations de la vraisemblance maximum (44 observations lues)	Test	Khi 2	Pr > Khi 2
	Ratio de vraisemblance	40.8882	<.0001
	Score	24.6960	<.0001
	Wald	6.6040	0.1584
Pourcentage de concordance		97.2	

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Le LOGIT confirme que si l'origine du droit est anglo-saxonne, le dirigeant est sanctionné, compte-tenu de la vision ancienne adoptée par ces pays dans leur traitement de la

défaillance. L'ACP, en intégrant la Grande-Bretagne au modèle répressif de défaillance, seul à prévoir une sanction du dirigeant, annonçait d'ailleurs ce résultat.

Par ailleurs, les systèmes qui protègent le droit des salariés sont également, comme développé auparavant, ceux qui préservent le failli lors de la procédure de redressement.

Enfin, la variable « *cost_99* » caractérise les pays dans lesquels la prise d'initiative, voire de risque est peu encouragée ; si de fortes barrières à l'entrée existent sur le marché, on peut imaginer qu'elles sont moindres à la sortie, ce qui va de pair avec une sanction du dirigeant. Cette analyse corrobore les résultats des tests ANOVA soulignant l'importance des barrières à l'entrée dans les pays dont le mode de gouvernance est répressif et qui encouragent la liquidation. Or, dans la mesure où la moitié des entreprises ne survivent pas dans leurs premières années, les décideurs politiques devraient également s'engager auprès de ceux qui ont essayé mais échoué, à plus forte raison lorsque les coûts d'entrée sont élevés ; on peut en effet supposer que seuls les entrepreneurs munis d'un projet viable tenteront l'expérience. En contrepartie, nous risquerions d'observer un aléa moral puisque l'absence de sanction du dirigeant en cas de défaillance peut inciter les agents à créer des entreprises non rentables à terme, d'où l'intérêt d'un « bon dosage » des règles de défaillance.

D. Les déterminants de la subordination du plan de redressement à un vote des créanciers

Enfin, le LOGIT retient trois variables explicatives, toutes très significatives, de la règle « **restrict_reorganization** », à savoir le fait de conditionner l'adoption du plan de redressement à un vote des créanciers.

Tableau 36 : Facteurs de la subordination du plan de redressement à un vote des créanciers

Variables	Interprétation	Coefficients	Pr > Khi 2
Variable expliquée : restrict_reorganization = 1	Egale 1 si le redressement est soumis à l'approbation des créanciers		
Constante**		4.8626	0.0404
central_bank_assets_**	Droits de la banque centrale sur le secteur privé non financier (les ménages ou les PME)	4.4765	0.0152
left_power**	Pourcentage d'années durant lesquelles le dirigeant du pays était gauchiste	24.8941	0.0115
index_cra***	Mesure le degré de protection contre la discrimination	-11.6422	0.0057
Analyse des estimations de la vraisemblance maximum (44 observations lues)	Test	Khi 2	Pr > Khi 2
	Ratio de vraisemblance	25.7559	0.0152
	Score	19.6165	0.0115
	Wald	11.7055	0.0057
Pourcentage de concordance		89.8	

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Ces variables doivent toutefois s'interpréter avec réserve. Le pourcentage d'années durant lesquelles le chef du gouvernement était de gauche est certes significativement statistiquement corrélé à un vote des créanciers, mais il serait peu pertinent de dresser des conclusions à cet égard. Si au vu de l'ACP, les pays qui appliquent cette règle sont des régimes pro-créanciers, rien ne prouve qu'ils aient été majoritairement gouvernés par la gauche. Nous ne pouvons que supposer intuitivement que les gouvernements de droite adoptent une vision plus moderne et entrepreneuriale des affaires. Pour ces raisons, nous écartons cette variable dans notre étude.

En revanche, la très forte significativité de la variable "index_cra" nous indique que plus les agents sont protégés contre la discrimination, moins le redressement sera soumis à un vote des créanciers. Dit différemment, dans la mesure où les créanciers ont de fortes incitations à liquider, ce qui décourage l'emploi, il est cohérent d'observer une diminution de leur pouvoir concernant l'approbation du plan de redressement dans les pays où existent des politiques sociales actives.

E. Les déterminants du taux de faillite

Nous considérons à présent la variable "**nb_of_bankrupt**", soit le taux de faillite. Notre démarche consiste, dit différemment, à déterminer les facteurs d'attractivité de la procédure collective relativement à la solution extrajudiciaire. Cette variable n'étant pas binaire, nous pouvons l'expliquer à l'aide d'une régression linéaire par la méthode des moindres carrés ordinaires, dans un premier temps en ne prenant en compte que les règles du droit de la faillite et dans un second temps en les associant à une série de variables environnementales ?

L'idée est dans un premier temps de voir en quoi les caractéristiques des procédures collectives (gel des poursuites, respect de l'ordre des priorités, éviction du dirigeant, vote des créanciers) peuvent inciter les agents à aller plus souvent devant les tribunaux pour déclencher une procédure collective. Quelles qu'en soient les raisons, nous anticipons que ces règles influencent l'ayant droit qui initie la procédure collective.

Afin d'analyser l'impact des règles de droit sur le taux de faillite, nous régressons dans un premier temps séparément chacune d'elle. Nous leur ajoutons une série de variables de contrôle qui, *a priori*, sont susceptibles d'influer sur l'attractivité des procédures collectives, après avoir retiré celles qui soulevaient des problèmes de colinéarité¹⁹¹. Dans un second temps, nous réintégrons nos variables de contrôle, mais conservons cette fois toutes les règles de défaillance.

Nos résultats sont reportés dans le tableau ci-après.

¹⁹¹ Nous mesurons la colinéarité de chaque variable par les inflations de variance (doivent être inférieures à 2), et la colinéarité globale du modèle par l'indice de condition. D'après Belsley, Kuh et Welsch (1980), les auteurs qui ont développé ce test, cet indice doit être inférieur à 30.

Tableau 37 : Les déterminants du taux de faillite

Variable dépendante : taux de faillite							
Variables		Interprétation	Coefficient Pr > t				
			Modèle 1 : no_automatic_ stay	Modèle 2 : secured_credi t_first	Modèle 3 : manag_notstay _reorganiz	Modèle 4 : restrict_reor ganization	
Constante			-1.97694 0.5699	-1.75670 0.6290	-2.3875 0.5329	-1.77924 0.6105	-3.82692 0.376
Règles de faillite	no_automatic_stay	Egale 1 si la suspension provisoire des poursuites n'existe pas (favorable aux créanciers)	-0.51758 0.3806				-0.74959 0.2902
	secured_credit_fi rst	Egale 1 si la règle de priorité absolue est respectée		-0.06592 0.9466			0.11539 0.9164
	manag_notstay_re organiz	Egale 1 si le dirigeant est écarté de la gestion de l'entreprise pendant mle redressement			0.45334 0.6430		1,16109 0.3261
	restrict_reorgani zation	Egale 1 si le redressement est soumis à l'approbation des créanciers				-0.42944 0.5004	-0.46116 0.5213
Variables de contrôle	debt_gnp	Endettement total (bancaire et obligataire) des entreprises domestiques ramené au PNB du pays	-0.49186 0.6226	-0.65653 0.5138	-1.03795 0.4224	-0.58300 0.5588	-1,30707 0.3407
	lngdp	PIB	0.16774 0.6529	0.09866 0.8024	0.10907 0.7679	0.09474 0.7951	0,24284 0.5742
	Mktorient	Egale 1 si le pays est orienté vers le marché et 0 s'il est orienté vers le système bancaire	0.92098 0.1321	0.88361 0.1632	0.83718 0.1770	1.05310 0.1178	1,02134 0.1466
	SME_SHARE	Poids des petites et moyennes entreprises	-4.70801** 0.0315	-4.77148** 0.0349	-4.60197** 0.0408	-5.13984** 0.0244	-4,5829* 0.0662
	criminal	Indice des sanctions criminelles à l'égard des administrateurs et des comptables	0.07150 0.9472	-0.02127 0.9845	-0.00042494 0.9997	0.16322 0.8839	0,3717 0.7525
	index_labor7a	Mesure la protection du droit du travail	3.04467* 0.0555	3.16737* 0.0509	3.66323* 0.0598	3.43470** 0.0386	4,53013** 0.0405
	cost_99b	Mesure le coût de créer une entreprise	-0.48525 0.1350	-0.53939* 0.0996	-0.56187* 0.0890	-0.45090 0.1920	-0,42467 0.2462
Régression MCO	xconst	Mesure l'étendue des pouvoirs de décision des dirigeants	0.41096 0.1020	0.46831* 0.0617	0.50571* 0.0555	0.51656** 0.0472	0,53475* 0.0729
	Valeur F	3.31	3.09	3.15	3.22	2.37	
Nombre d'observations : 29	Pr > F	0.0135	0.0184	0.0169	0.0153	0,0541	
	R-Square	0.6105	0.5941	0.5987	0.6038	0.6403	
	Adj R-Sq	0.4260	0.4018	0.4085	0.4161	0,3705	
	Inflation de variance	>2 : aucune variable	>2 : aucune variable	>2 : aucune variable	>2 : aucune variable	>2 : aucune variable	
	Indice de condition	53.91634	57.68163	54.85411	53.43568	68,07429	

Note : Nous attribuons des astérisques à chaque variable selon leur degré de significativité. Elles s'interprètent de la manière suivante : * : seuil de significativité de 10%, ** : seuil de significativité de 5%, *** : seuil de significativité de 1%.

Nos régressions ne retiennent que quatre variables significatives, dont aucune ne constitue une règle de défaillance. Toutes sont liées au fonctionnement du marché du travail et vont dans le sens d'un recours à la procédure collective guidé par des considérations économiques, mais surtout sociales. En effet, il apparaît que plus les lois sont favorables au dirigeant, plus les agents font appel au droit pour résoudre leurs difficultés financières. Ainsi,

nous relevons que moins il est coûteux de créer une entreprise, plus on recourt aux procédures collectives. Cela est cohérent avec une vision moderne et entrepreneuriale, déjà suggérée par les tests ANOVA ; les systèmes qui facilitent l'accès au marché et la prise de risque sont aussi ceux qui favorisent la continuation de l'activité des entreprises en détresse. De même, il est raisonnable de penser que les économies dans lesquelles les droits des salariés sont protégés préservent également ces derniers en cas de défaillance. Les deux dernières variables significatives suggèrent que la procédure collective est d'ailleurs d'autant plus attractive que la place du dirigeant est importante dans l'entreprise. En résumé, il semble que des environnements cléments à l'égard de l'entreprise, que ce soit pour des raisons sociales ou économiques, incitent le dirigeant à se déclarer en cessation des paiements, avec les vertus (déclenchement précoce de la procédure), mais aussi les risques (usage stratégique de la défaillance) que cela comporte.

Ces observations relatives au marché du travail ne font toutefois qu'appuyer les résultats suggérés par l'ACP et les tests ANOVA. En revanche, nous obtenons un résultat innovant, puisqu'il va à l'encontre de nos anticipations basées sur les travaux fondateurs du courant *Law and Finance*, et sur ceux de La Porta et al. (1997, 1998) plus particulièrement. En effet, les auteurs soulignent l'impact des règles légales et de leurs conditions d'application sur le développement financier ; selon eux, un haut niveau de protection des créanciers permet d'assurer le financement de l'économie et influence positivement l'efficacité *ex ante*. Or, nos régressions ne mettent en évidence aucun impact des règles juridiques sur l'utilisation de la solution légale, ce qui remet en cause le caractère incitatif du design des procédures collectives.

Conclusion

Nous avons tenté dans ce chapitre d'apporter un éclairage nouveau sur la correspondance entre le droit des procédures collectives, la gouvernance des entreprises saines et les institutions nationales. Notre démarche s'est appuyée sur le réexamen de deux conceptions du droit des procédures collectives largement développées dans la littérature « *law and finance* », à savoir l'opposition entre les pays pro-débiteurs et pro-créanciers d'une part, et celle entre les systèmes de droit civil/*common law* d'autre part. Plus précisément, nous

ne remettons pas en cause ces approches mais constatons qu'elles ne reflètent pas la complexité des législations nationales. S'il nous semble impossible de conclure à la supériorité d'une législation sur une autre, nous suggérons néanmoins qu'un code de faillite sera d'autant plus efficace qu'il sait s'adapter aux environnements nationaux dans lesquels il évolue.

Dans un premier temps, nous proposons une typologie de classification des règles de la faillite alternative à celles déjà opérées et discutons des effets attendus associés à chaque modèle de gouvernance : le modèle pro-débiteur social, le modèle pro-débiteur entrepreneurial, le modèle répressif, le modèle pro-créancier et le modèle mixte. Si le manque de données nous empêche d'en évaluer l'efficacité *ex ante/ex post*, ces modèles apportent des éléments de compréhension de la mesure dans laquelle les règles de défaillance peuvent être liées à des règles de gouvernance nationales. Premièrement, nous relevons que les pays en développement appliquent des modes de gouvernance qui soit favorisent le débiteur, soit le punissent. Deuxièmement, les divergences des codes de faillite reflètent également des différences dans des variables juridiques exogènes telles que la tradition légale. Nos résultats remettent en cause les débats récurrents autour de l'opposition entre tradition civiliste et de *common law* concernant les investisseurs. Alors que les pays de droit civil allemand apparaissent comme étant ceux qui protègent le mieux les intérêts des créanciers, les pays de *common law* et de droit civil français se caractérisent par des législations en faveur du débiteur¹⁹², même si leurs objectifs diffèrent ; il n'existe en définitive aucune preuve d'un lien entre origine légale et orientation du droit. Troisièmement, il ressort que les pays dont le système financier est orienté vers les banques sont généralement associés à des modes de gouvernance favorables aux créanciers. Quatrièmement, les tests ANOVA relatifs à l'économie du travail font ressortir une cohérence entre le droit de la défaillance et le droit du travail en matière soit de protection des intérêts des créanciers, soit de promotion de la continuation. Cinquièmement, les résultats relatifs à la vision entrepreneuriale adoptée par les états mettent en évidence un lien entre les modes de gouvernance de l'entreprise saine et ceux de l'entreprise en faillite ; les entrepreneurs favorisés par la loi dès la création de l'entreprise le sont également lorsque celle-ci est en détresse financière. Néanmoins, ce lien ne s'applique pas au modèle pro-créancier pour lequel les barrières à l'entrée sont importantes, mais au

¹⁹² Cela n'est toutefois pas le cas des pays de *common law* les moins développés, qui adoptent un mode de gouvernance punitif à l'égard du failli.

modèle répressif ; il semble que les formalités associées à la création d'entreprises conduisent soit à une hausse de la protection du débiteur, soit à sa sanction, mais ne sont pas révélatrices de l'intérêt porté aux créanciers.

Dans un second temps, nous déduisons les déterminants des quatre règles binaires de la faillite (une fois celles-ci endogénées) et du taux de faillite. Nos régressions identifient des facteurs aussi bien légaux qu'économiques ou financiers, qui pour la plupart vont dans le sens des intuitions résultant des tests ANOVA. En revanche, nous ne relevons aucun impact des règles de défaillance sur le recours aux procédures collectives, contrairement aux travaux issus de l'approche *Law and Finance*.

Lorsqu'il s'agit d'évaluer l'efficacité des procédures collectives dans une approche *Law and Finance*, l'important n'est en définitive pas tant d'affirmer la supériorité d'une orientation (pro-créancière ou pro-débitrice) sur une autre, mais d'adapter le droit à l'environnement économique, financier et juridique des états. Afin d'améliorer cette efficacité, nous suggérons que le sens de la causalité droit-finance établie par La Porta et al. (1997,1998) soit réexaminé au regard de la nécessité des procédures collectives de s'adapter aux économies.

Fondamentalement, il ressort de l'étude statistique comparée entreprise dans ce chapitre que le traitement judiciaire du défaut fait partie d'un tout et que sa participation au développement des nations dépend de son degré de cohérence. De ce point de vue, la cohérence du traitement judiciaire est un élément de son efficacité.

Conclusion générale

La défaillance est un événement juridique qui marque la sanction de l'échec économique d'une entreprise. Elle occasionne des coûts non seulement financiers pour les créanciers, mais également humains pour les salariés et psychologiques pour le dirigeant dont le projet échoue. En effet, le contenu affectif qui lie ce dernier à son entreprise, notamment pour les PME, fait que l'échec de celle-ci est douloureux non seulement pour l'ensemble de l'économie, mais pour le porteur du projet lui-même. Pour autant, si la défaillance constitue un drame social, elle est inhérente à toute économie de marché et permet de redynamiser l'activité économique. En effet, l'approche schumpétérienne fait d'elle le résultat d'un processus issu de l'alternance de périodes de « boom économique » et de récession ; en ce sens, elle constitue un mal nécessaire qui porte en lui la croissance de demain. Au vu des enjeux économiques, financiers et humains des procédures collectives, il nous est dès lors apparu justifié de nous interroger sur leur efficacité. **L'étude des déterminants de l'efficacité des procédures collectives fait l'objet de cette thèse.**

Il apparaît que le thème de défaillance a le plus souvent été abordé par la littérature sous deux angles ; l'approche économique s'intéresse le plus souvent aux facteurs et manifestations du défaut, tandis que la recherche en « *Law & Finance* » se concentre sur le traitement du défaut et plus particulièrement sur son efficacité. Or, aucune étude empirique ne s'est penchée sur le lien entre trajectoires de déclin et traitement judiciaire du défaut. Dans cette contribution, nous avons d'une part considéré la défaillance non pas comme un événement légal, mais comme un processus évolutif qui a un impact sur l'efficacité du traitement judiciaire du défaut. D'autre part, nous l'avons resituée dans une perspective macroéconomique comparée afin de mesurer le degré d'adaptation du droit des entreprises en difficultés à l'environnement national des pays.

Afin de répondre à notre problématique, nous avons appuyé notre démarche sur deux types de données : des données microéconomiques collectées manuellement auprès du tribunal de commerce parisien entre 1991 et 2005 (858 entreprises) d'une part, et des données macroéconomiques issues des enquêtes menées par la Banque Mondiale et des travaux de La Porta et al. (46 pays) d'autre part. Divers outils statistiques et économétriques ont ensuite été appliqués à nos échantillons.

Le **premier chapitre** s'est attaché à mettre en perspective le lien entre trajectoires du déclin et résolution judiciaire du défaut à travers une étude problématisée de la littérature existante. Nous avons assimilé la défaillance à un processus complexe répondant à une double **trajectoire** et en avons évalué l'**efficacité** dans une double perspective : *ex ante* et *ex post*.

Dans un premier temps, nous avons montré que le déclin d'une entreprise, s'il est amplifié par un contexte macroéconomique défavorable, était essentiellement imputable à des causes microéconomiques ; mauvaise adaptation de l'entreprise à la demande, incompétence de l'équipe dirigeante..., tels sont autant de facteurs qui contribuent à la dégradation de ses ratios de solvabilité. Le critère d'ouverture des procédures collectives étant la cessation des paiements, la manifestation du défaut est quant à elle avant tout financière. Toutefois, nous avons admis que la détérioration de la situation financière d'une entreprise pouvait résulter de causes financières ; ainsi, l'impact de l'endettement, des asymétries d'information qui l'accompagnent, ou encore du rationnement du crédit sur la fragilité financière des entreprises fait l'objet d'un consensus dans la littérature. Nous avons souligné que les causes de défaillance étant généralement multiples et interconnectées, mais également variables selon les entreprises, l'établissement d'un parcours économique type de défaillance était délicat. En ce qui concerne l'enchaînement des symptômes financiers de défaillance en revanche, il nous a paru possible de définir un sentier « classique » de défaillance, à savoir les étapes par lesquelles passent généralement les entreprises en détresse, quelle que soit l'origine de leurs difficultés. L'identification d'une trajectoire financière type et le développement d'outils de diagnostic de plus en plus avancés vont, à notre avis, dans le sens de l'hypothèse du risque observé ; en dépit de l'imperfection d'information inhérente à toute relation contractuelle, les banques disposent de suffisamment d'éléments permettant d'évaluer la solvabilité de l'emprunteur. Du côté de l'entreprise, l'analyse financière et la multiplication des modèles prédictifs de défaut devraient lui permettre d'apporter des mesures correctives permettant de redresser sa situation. Lorsque le défaut est néanmoins inéluctable, l'entreprise emprunte une seconde trajectoire, influencée par le droit. A ce stade, elle doit arbitrer entre une résolution privée et judiciaire de ses difficultés. Cette trajectoire implique de comparer les coûts de chaque solution. Nous avons soutenu que si le coût de la défaillance était *a priori* plus élevé dans le cadre d'une procédure collective que d'une renégociation informelle, l'encadrement du défaut par un tribunal présentait des vertus, notamment en termes de réduction des

asymétries informationnelles et de clarification des droits et obligations des différentes parties.

La présentation du parcours économique et financier, mais également stratégique, emprunté par l'entreprise défaillante nous a conduit à nous interroger, dans une seconde section, sur l'efficacité des procédures collectives.

Ex post, une procédure collective est d'autant plus efficace qu'elle remplit plusieurs fonctions. Son objectif principal est de favoriser la coordination des intérêts des créanciers afin d'augmenter la valeur de leurs recouvrements, tout en tenant compte des intérêts du dirigeant et des actionnaires, mais également des salariés. Néanmoins, la protection des intérêts de tous les ayants droit étant peu aisée à assurer, une procédure collective efficace doit clairement identifier les bénéficiaires de la maximisation de la valeur du projet économique de l'entreprise, ce qui revient justement à définir la nature de celui-ci. Or, les intérêts privilégiés par la procédure collective sont susceptibles d'influencer les décisions du tribunal et de porter ainsi atteinte à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Lorsque le juge est amené à prononcer l'issue de la procédure collective, l'efficacité *ex post* implique de comparer les valeurs de continuation et de liquidation et d'opter pour l'issue dont la valeur est maximale, indépendamment de l'orientation (pro-débitrice ou pro-créancière) du droit. Les objectifs des procédures collectives une fois définis, il convient de déterminer le mode de résolution des difficultés le plus à même de les atteindre entre un vote, une vente aux enchères, un pouvoir de décision accordé aux actionnaires ou encore le pouvoir discrétionnaire d'un tribunal.

Si les procédures collectives produisent des effets qui ont un impact direct sur leur efficacité, elles incluent également des règles de droit qui ont un impact sur les comportements des agents en-dehors même de toute situation de détresse financière. *Ex ante*, une procédure collective doit ainsi fournir tant au dirigeant qu'à ses créanciers des incitations saines en matière de gestion financière. L'efficacité *ex ante* des procédures collectives se traduit de plusieurs manières. Premièrement, une législation de défaillance doit protéger les créanciers afin de rendre le crédit disponible. Deuxièmement, elle doit instaurer des incitations positives pour le dirigeant en matière de divulgation des informations sur la rentabilité et le risque de son projet, de sélection des investissements, mais également quant

au déclenchement de la procédure collective. En effet, le traitement des difficultés étant d'autant plus efficace qu'il commence tôt, il convient d'initier la procédure collective à un moment où le redressement de l'entreprise est encore possible. Troisièmement, l'orientation du droit (*i.e.* pro-débitrice ou pro-créancière) a un impact sur la structure de financement, ce qui, au regard du rôle joué par l'endettement dans la détresse financière, influe sur l'efficacité *ex ante*.

Les **deux chapitres suivants** apportent des **contributions empiriques** dont le but est de s'interroger sur l'efficacité du traitement judiciaire du défaut, et plus précisément sur sa nature.

Le **deuxième chapitre** s'est intéressé à la nature du projet économique en considérant **l'efficacité *ex post*** d'un point de vue social et financier. Notre étude s'est focalisée sur un **pays unique**, mais qui présente des spécificités remarquables qui rendent notre analyse unique : la France. En effet, la procédure collective française constitue, en raison de son orientation sociale clairement affichée, un cadre de référence afin d'examiner l'efficacité *ex post* dans une double perspective, à savoir sociale et financière. Nous sommes partis du constat que la législation française de 1985 était la seule qui définissait concrètement, dans son article 1^{er}, les missions de la procédure collective. Au-delà de mentionner les objectifs du code de défaillance français, elle en établit une hiérarchie explicite : encourager l'activité de l'entreprise afin de protéger l'emploi, avant de procéder au désintéressement des créanciers. D'autres caractéristiques de la loi française vont dans le sens de sa forte imprégnation sociale. Premièrement, elle attribue des pouvoirs substantiels au juge, lequel se voit conférer une marge de manœuvre quasi illimitée afin de préserver l'emploi. Deuxièmement, elle prévoit, dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire, une voie alternative à la continuation, à savoir la cession de l'entreprise. Cette voie particulière se distingue de la liquidation judiciaire en ce que, si l'équipe dirigeante est sanctionnée, l'activité de l'entreprise est quant à elle maintenue, à l'instar de la continuation. Enfin, à la différence de la plupart des pays, elle a très tôt mis en place des mécanismes visant à renforcer la prévention des difficultés des entreprises.

De ces caractéristiques originales, nous avons tiré un jeu d'hypothèses que nous avons testées. L'objectif général de notre première analyse empirique était de tester l'existence d'un

biais financier éventuel induit par la recherche de l'efficacité sociale de la procédure collective française. Dans cette optique, nous avons lié la trajectoire économique et financière du défaut à son traitement judiciaire.

Dans un premier temps, nous avons effectué des tests ANOVA sur la ventilation des facteurs de défaut par issue, que nous avions préalablement distingués en fonction de leur nature endogène ou exogène. Cela nous a amenés à constater que certaines causes discriminaient fortement les issues ; en particulier, il apparaît que celles sur lesquelles le tribunal peut exercer des leviers d'action plaident en faveur d'une continuation de l'entreprise, le renforcement de la prévention étant alors en mesure d'exercer ses effets positifs. De la même manière, la structure financière discrimine fortement les issues choisies. Il est notamment apparu que les dettes chirographaires étaient plus importantes chez les entreprises continuées que les autres. Nous avons interprété ce résultat comme une volonté du tribunal de limiter les effets dominos, conformément aux objectifs de son article 1^{er}. Nous avons ensuite souligné que l'articulation de ces deux trajectoires (économique et financière) influençait le taux de couverture de la firme, à savoir sa situation financière à l'ouverture de la procédure collective.

Or, il est probable que le taux de couverture ait un impact sur les décisions prises lors du traitement judiciaire ; en ce sens, cette variable constitue le trait d'union entre la trajectoire de défaillance et l'efficacité *ex post*. Cela nous a conduits à nous interroger, dans un second temps, sur l'influence d'un code de défaillance pro-débiteur tel que la France sur les comportements des tribunaux et notamment sur leurs décisions de liquider *versus* continuer. Nous formulons ainsi l'hypothèse que le code de défaillance français est susceptible, en raison de son attachement à préserver l'activité et l'emploi, de commettre des erreurs de type 1. Premièrement, il ressort de nos régressions que le juge, lorsqu'il est amené à prendre une décision, est effectivement guidé par des critères sociaux. D'une part, notre analyse LOGIT nous a permis de conclure à une promotion active du redressement par les tribunaux. D'autre part, la réalisation d'un LOGIT conditionnel, en confrontant directement les motivations sociales et financières des tribunaux, a confirmé l'attachement de ces derniers à la préservation de l'emploi. Deuxièmement, nous avons testé si la promotion de l'activité et de l'emploi était coûteuse en termes de montants recouvrés par les créanciers. Pour cela, nous avons réalisé des tests ANOVA sur la répartition des taux de recouvrement par issue.

Contrairement à nos anticipations, nous relevons des recouvrements supérieurs en cas de continuation. Ce résultat n'est pour autant pas surprenant, le taux de recouvrement allant généralement de pair avec le taux de couverture ; manifestement, la trajectoire économique et financière empruntée par l'entreprise joue un rôle sur l'efficacité financière. Ce raisonnement s'est confirmé lorsque nous avons réalisé une régression MCO afin de mesurer la capacité des tribunaux à augmenter les taux des recouvrements globaux ; si le juge est généralement en mesure de les améliorer une fois l'entreprise redressée, sa liberté d'action est en revanche fortement limitée par l'état initial des entreprises liquidées. Par ailleurs, le renforcement de la prévention opéré en 1994, s'il traduit une volonté de préserver le potentiel économique, et donc l'activité de l'entreprise, a également permis d'augmenter les montants récupérés par les créanciers. En définitive, nous ne concluons pas à un arbitrage, ni même à un biais en faveur du redressement, mais bien à une hiérarchie des objectifs, telle que préconisée par le législateur de 1985.

En dépit du développement de la prévention, les études comparatives sur l'efficacité des procédures collectives situent la France loin derrière la plupart des pays développés. Notons que ces études ne mesurent l'efficacité des procédures collectives qu'à l'aune des taux de recouvrement. Pour notre part, nous suggérons que lorsqu'il s'agit de comparer l'efficacité différentes législations de défaillance, la cohérence macroéconomique du défaut est un élément clé de son efficacité. Le **troisième chapitre** a dès lors pour objet de replacer la France dans une **perspective macroéconomique internationale comparée** et d'évaluer l'efficacité de son code de défaillance au regard de son adaptation à son environnement.

Dans cette seconde étude empirique, nous nous sommes intéressés à l'efficacité *ex ante*. En effet, de nombreux travaux en « *Law & Finance* » menés sur l'origine et l'orientation légale ayant mis en exergue la supériorité des pays de *common law* et de ceux favorables aux créanciers en termes d'incitations sur les entreprises et les prêteurs, l'efficacité vers laquelle doivent tendre les régimes de défaillance est dans cette perspective *ex ante*. Pour autant, nous avons souligné que cette efficacité n'était pas tant conditionnée à la mesure dans laquelle une législation était favorable aux créanciers ou aux débiteurs, mais à la capacité des institutions à mettre en place un droit des procédures collectives cohérent avec celui régissant les entreprises saines. Par ailleurs, nous avons dépassé les approches classiques de « *Law & Finance* » opposant les régimes pro-créanciers/pro-débiteurs et tradition civiliste/*common law*

et proposé une nouvelle typologie de systèmes de défaillance à partir de quatre règles binaires de gouvernance des entreprises en difficultés. Afin de compléter notre étude de l'efficacité *ex ante*, nous avons mis chacune de ces règles en parallèle avec l'attractivité de la procédure collective, mesurée par le taux de faillite ; en effet, l'appartenance d'un pays à tel ou tel modèle de défaillance n'a de sens que si les agents ont effectivement recours au droit pour résoudre leurs difficultés. En ce sens, l'attractivité des procédures collectives est un élément de leur efficacité. Or, on peut envisager qu'une procédure collective est d'autant plus attractive qu'elle reproduit les règles qui s'appliquent aux entreprises saines ; dans ce cas, sa cohérence peut conditionner son efficacité *ex ante*.

La démarche de notre réflexion a été la suivante. Après avoir identifié cinq règles susceptibles de discriminer les codes de défaillance nationaux, nous avons dans un premier temps effectué une analyse à composantes principales afin d'extraire des groupes de pays. Dans un second temps, nous avons réalisé des tests ANOVA afin de lier ces modèles de gouvernance à l'environnement des pays. Cette confrontation nous a amenés à formuler des recommandations pour la France, dont l'efficacité pourrait être améliorée par une prise en compte accrue des intérêts des créanciers. Or, nous notons que le renforcement de leurs droits est justement une des orientations de la loi de 2005. Dans un dernier temps, nous avons considéré le droit des procédures collectives comme endogène et recouru à une régression LOGIT, puis MCO sur les déterminants de chacune de ses règles. Ces régressions nous ont permis de constater un impact significatif non pas des règles de défaillance, mais de variables environnementales sur l'attractivité des procédures collectives, ce qui constitue un résultat novateur en *Law and Finance*.

En dépit de ses apports empiriques, ce travail de recherche présente certaines limites qui offrent des extensions et perspectives de recherche futures.

Les limites du **chapitre 1** sont principalement liées à la négligence de certains aspects dont l'analyse aurait été pertinente préalablement à nos études empiriques, notamment celle du chapitre 2. De manière générale, notre revue de littérature offre un cadre théorique permettant de positionner surtout notre première étude empirique. D'ailleurs, si elle rend bien compte de l'impact des trajectoires empruntées par les entreprises défaillantes sur l'efficacité, elle ne mentionne pas les efforts entrepris ces dernières années par les différents pays en

matière de prévention. Or, la prise en compte des mesures préventives dans notre revue de littérature paraît justifié, ce pour deux raisons. D'une part, ce thème étant souvent repris dans notre premier apport empirique, il aurait mérité d'être introduit en amont et de faire l'objet d'une comparaison entre les différentes législations de défaillance ; par la même occasion, cela nous aurait permis de rebondir sur l'évolution des codes de défaillance en faveur de la sauvegarde de l'entreprise observée ces dernières années. D'autre part, la prévention des difficultés exerce un double impact sur la situation des entreprises lorsqu'elles sont en situation de cessation des paiements. Soit elle permet d'éviter la défaillance des entreprises les plus efficaces économiquement, ce qui peut fournir un élément d'explication de la forte proportion d'entreprises liquidées *ex post*, soit elle contribue à améliorer les taux de couverture. Dans les deux cas, elle fait partie intégrante du processus de défaillance et rend pertinente l'introduction d'une trajectoire juridique. De la même manière, le traitement légal opéré en amont du défaut (règlement amiable en France, CVA en Grande-Bretagne...) n'est dans un souci de clarté pas abordé dans ce chapitre, notre réflexion s'étant concentrée sur le traitement du défaut d'un point de vue exclusivement *ex post*. Enfin, si la renégociation privée est incluse dans nos trajectoires de défaillance, il serait pertinent de s'interroger sur l'efficacité de cette solution alternative à la procédure collective, tout comme le serait celle de la prévention et d'une résolution des difficultés pilotée par le tribunal en amont de la cessation des paiements. Tous ces aspects accentuent la complexité de l'étude du processus de défaillance, mais ouvrent la voie à des discussions futures.

Par ailleurs, la théorie de l'agence pourrait être examinée plus particulièrement sous l'angle de la spécificité financière des PME, dans la mesure où elles font l'objet de notre première étude empirique. Il est en effet probable que ces entreprises ignorent les conflits d'intérêt qui caractérisent généralement les entreprises les plus grandes. Lorsqu'ils existent, ils s'observent généralement entre les acteurs internes à l'entreprise et les autres qu'entre dirigeants et actionnaires. Lorsque l'on s'intéresse justement à l'environnement externe, Belletante et al. (2001) notent d'ailleurs que « ce qui fonde la spécificité « PME », c'est la nature de l'information au regard de ses relations avec ses environnements ». A ce titre, il pourrait être pertinent de replacer les PME dans une perspective macroéconomique comparée afin de s'interroger sur l'efficacité des législations de défaillance en matière de protection des PME, compte tenu de leur importance dans le tissu économique national, mais également de leur spécificité.

Concernant le **chapitre 2**, notons que les études sur dossiers comportent des limites. En particulier, notre analyse de la trajectoire 1 repose sur des causes identifiées par le chef d'entreprise, ce qui peut rendre nos données partiellement subjectives ; beaucoup d'entrepreneurs sont ainsi susceptibles d'imputer leurs difficultés à des causes financières, alors que la dégradation de la solvabilité de l'entreprise est généralement le résultat de la dégradation de sa rentabilité économique. De même, si notre échantillonnage aléatoire permet de réduire le risque de biais des décisions des juges, un biais peut toutefois subsister au niveau des recommandations formulées par l'administrateur judiciaire. En effet, les erreurs de type 1 risquent d'être d'autant plus élevées que le juge suit généralement l'avis de l'administrateur, dont la rémunération est plus élevée en cas de continuation. Par ailleurs, les salariés peuvent être vus comme des créanciers, d'autant qu'ils sont superprivilégiés par la procédure. En ce sens, on peut comprendre que les deux types d'efficacité *ex post* (sociale et financière) ne sont pas inconciliables. D'une part, lorsqu'il s'agit de préserver l'emploi, on a tout intérêt à améliorer les recouvrements des prêteurs. D'autre part, la protection de l'emploi, considérée de manière extensive, peut également se traduire par une volonté d'améliorer les recouvrements des salariés en cas de liquidation. A cet égard, si nous nous sommes posé la question de savoir si en cas de liquidation, le tribunal pouvait au moins augmenter l'efficacité financière, nous ne nous sommes pas intéressés à sa capacité à protéger les salariés, une fois la menace de perte de leur emploi réelle. Enfin, il serait intéressant de s'interroger sur l'efficacité *ex ante* de la procédure collective française. On peut en effet imaginer qu'une législation qui favorise les salariés grâce au maintien de l'activité exerce des effets positifs, notamment sur le déclenchement de la procédure. Toutefois, cela impliquant une comparaison classique des effets des régimes pro-créanciers et pro-débiteurs, cela risque de ne pas mettre en exergue la spécificité de l'esprit de la loi française.

Pour conclure, les données utilisées dans le **chapitre 3** sont sujettes à critique, notamment celles de la Banque Mondiale. En effet, les indicateurs qu'elle constitue reposent sur des questionnaires auprès d'experts-praticiens nationaux, supposés détenir une connaissance juste et représentative. Or, Kaufman et al. (2003) estiment que « les perceptions subjectives de la gouvernance importent souvent autant que la réalité juridique ». Il existe des deux types d'indicateurs : ceux décrivant le droit positif en vigueur et ceux reposant sur l'usage qui en est fait. Il pourrait dès lors s'avérer pertinent d'intégrer au cadre légal des

dossiers de défaillance afin d'observer la mesure dans laquelle les pratiques juridiques peuvent remettre en cause la typologie des modèles de gouvernance établis.

Bibliographie

- Acharya, V.V., R.K. Sundaram, K. John [2004], “On the capital-structure implications of bankruptcy codes”, Working Paper, Stern School of Business.
- Adler, B.E. [1992], “Bankruptcy and Risk Allocation ”, *Cornell Law Review*, vol. 77, pp. 439-89.
- Adler, B.E. [1993], “An Equity-Agency Solution to the Bankruptcy-Priority Puzzle”, *The Journal of Legal Studies*, vol. 22, n°1, pp. 73-98.
- Adler, B.E. [2002], “The Law of Last Resort”, *55 Vand. L. Rev.* 1661.
- Aghion, P., O. Hart, J. Moore [1992], “The Economics of Bankruptcy Reform”, *Journal of Law Economics and Organization* 8, pp. 523-546.
- Aghion, P., B. Hermalin [1988], “Bankruptcy and labor contracts: The use of Chapter 11 as a decontracting device”, *MIT* [incomplete draft].
- Aivazian, V. A., J.L. Callen [1983], “Reorganization in Bankruptcy and the Issue of Strategic Risk”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 7, pp. 119-133.
- Akerlof, G. [1970], “The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n°3, pp. 488-500.
- Alix, P. [2000], “Appréciation critique de la réforme du droit des procédures collectives”, Virtualegis, 1er juin.
- Altman E.I. [1968], “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, vol. 23, pp. 589-609.
- Altman, E.I. [1984], “A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question”, *Journal of Finance*, 39, pp. 1067-1089.
- Altman, E.I., B. Loris B. [1976], “A financial early warning system for the over-the-counter broker-dealers”, *Journal of Finance*, vol. 31, pp. 1201-1217.
- Altman, E.I., A. Resti, A. Sironi [2001], “Analyzing and Explaining Default Recovery Rates”, rapport soumis à *The International Swaps and Derivatives Association*.
- Altman, E.I., A.M. Saunders [1998], “Credit Risk Measurement: Development over the Last 20 Years”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, pp. 1721-1742.
- Ang, J.S., J.H. Chu, J.J. McConnell [1982], “The administrative costs of corporate bankruptcy: a note”, *Journal of Finance*, vol. 37, pp. 219-226.
- Argenti, J. [1976], “Corporate Collapse : the causes and symptoms”, Holsted Press, McGraw-Hill, London, 1st Edition.

- Austen-Smith D., J.S. Banks [1996], “Information Aggregation, Rationality, and the Condorcet Jury Theorem”, *American Political Science Review*, vol. 90, n°1, pp. 34-45.
- Bainbridge, S.M. [2002], “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, UCLA, School of Law Research Paper N° 02-06.
- Baird, D.G. [1986], “The Uneasy Case for Corporate Reorganization”, *The Journal of Legal Studies*, vol. 15, n°1, pp.127-147.
- Baird, D.G. [1991], “The Initiation Problem in Bankruptcy”, *International Review of Law and Economics*, vol. 11, n°2, pp. 223-232.
- Baird, D.G., T. Jackson [1988], “Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 55, n°3, pp. 738-789.
- Baird, D.G., R.K. Rasmussen [2001], “Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundation of Corporate Reorganizations”, *Virginia Law Review*, vol. 87, pp. 921-959.
- Baird, D.G., R.K. Rasmussen [2002], “Four [or Five] Easy Lessons from Enron”, *Vanderbilt Law Review*, vol. 55.
- Balcaen, S., H.Ooghe [2006], “35 years studies of business failure: an overview of the classical statistical methodologies and their related problems”, *The British Accounting Review*, vol. 38, pp. 63-93.
- Balz, M. [2001], “Equity Auctions and a New Concept of Priority: Two Bankruptcy Reform Proposals”.
- Bardos, M. [1990], “Le crédit plus cher pour les petites entreprises”, *Economie et Statistiques*, n°236, pp. 51-64.
- Bastin, J. [2000], “La prévention de la défaillance de paiement” », éditions Larcier.
- Beaver, W.H. [1966], “Financial ratios as Predictors of Failure”, *Journal of Accounting Research*, vol. 4, pp. 71-111.
- Bebchuk, L. A. [1988], “A New Approach to Corporate Reorganizations”, *Harvard Law Review*, vol. 101, pp. 775-804.
- Bebchuk, L.A. [2000], “Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy”, *European Economic Review*, vol. 44, n°4-6, pp. 829-843.
- Bebchuk, L.A. [2002], “Ex ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy”, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 57, n°2, pp. 445-460.

- Bebchuk, L.A., H. Chang [1992], “Bargaining and the division of value in corporate Reorganization”, *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 8, pp. 253-279.
- Bebchuk, L.A., J.M. Fried [1996], “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *Yale Law Journal*, vol. 105, pp. 857–934.
- Bebchuk, L.A., J.M. Fried [1998], “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further Thoughts and a Reply to Critics”, NBER Working Papers 6472, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bebchuk, L.A., R.C. Picker [1993], “Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital”, Chicago L& E Working Paper N° 16.
- Beck, T., R. Ross [2003], “Legal Institutions and Financial Development”, World Bank Policy Research Working Paper, n° 3136.
- Belletante, B., N. Levratto, B. Paranque [2001], “Diversité économique et modes de financement des PME”, L’Harmattan, Paris, coll. Economiques, 493 p.
- Belsley, D.A., E. Kuh, R.E. Welsch [1980], “Regression Diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity”, New York: John Wiley.
- Benjamin, D. [2006], “Fast Bargaining in Bankruptcy”, Discussion Paper Series In Economics And Econometrics 0601, Economics Division, School of Social Sciences, University of Southampton.
- Berger, A., G. Udell [1990], “Collateral, loan quality, and bank risk”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 25, pp. 21-42.
- Berglof, E., E-L.von Thadden [1994], “Capital Structure with Multiple Investors”, CEPR Financial Markets Paper 0044, European Science Foundation Network in Financial Markets.
- Berglöf, E., G. Roland, E-L. von Thadden [2003], “Optimal Debt Design and the Role of Bankruptcy”, *Cahiers de Recherches Economiques du Département d'Econométrie et d'Economie politique [DEEP]* 03.13, Université de Lausanne, Faculté des HEC, DEEP.
- Bergman, Y.Z., J.L. Callen [1991], “Opportunistic underinvestment in debt renegotiation and capital structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 29, pp. 137-171.
- Berkovitch, E., R. Israel [1998], “The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiating”, *The European Finance Review*, vol. 2, n°1, pp. 1-27.
- Berkovitch, E., R. Israel [1999], “Optimal bankruptcy laws across different economic systems”, *Review of Financial Studies*, vol. 12, pp. 347-377.

- Berkovitch, E., R. Israel, J. Zender [1997], “Optimal Bankruptcy Laws and Firm-specific Investments”, *The European Economic Review*, vol. 41, pp. 487-497.
- Berryman, J.E. [1983], “Small Business Failure and Bankruptcy: A Survey of the Literature”, *International Small Business Journal*, pp. 47-59.
- Besanko, D., A. Thakor [1987], “Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets”, *International economic review*, vol. 28, pp. 671-689.
- Bester, H. [1985], “Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information”, *American economic review*, vol. 25, pp. 21-42.
- Bester, H. [1987], “The role of collaterals in credit markets with imperfect information”, *European Economic Review*, vol. 31, n°4, pp. 887-899.
- Bester, H. [1994] “The role of collateral in a model of debt renegotiation”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 26, n°1, pp. 72-86.
- Biais B., Recasens G. [2002], “Corrupt judges, upwardly mobile entrepreneurs and the political economy of bankruptcy laws”, Université de Toulouse, mimeo.
- Blair, M.M., L.A. Stout [2001], “Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 149, N°6, pp. 1735-1810.
- Blazy, R. [1996], “Mimétisme, erreurs d’anticipation de la demande et risque de défaillance des entreprises industrielles en France : un modèle économétrique à correction d’erreurs”, *Economie et Prévision*, n°125.
- Blazy, R. [1999], “Modifications de comportement précédant la défaillance d’entreprise : l’impact de la cession d’actifs sur la relation de crédit”, *Recherches économiques de Louvain*, n°65, vol. 2.
- Blazy, R. [2000], “La faillite, éléments d’analyse économique”, Economica.
- Blazy, R., P. Charlety, J. Combier [1993], “Les défaillances d’entreprises : des difficultés visibles plusieurs années à l’avance”, *Economie et Statistiques*, n°268, pp. 101-111.
- Blazy, R., B. Chopard, A. Fimayer [2008], “Bankruptcy law: a mechanism of governance for financially distressed firms”, *European Journal of Law and Economics*, vol. 25, n°3, pp. 253-267.
- Blazy, R., B. Chopard, A. Fimayer, J-D. Guigou [2011], “Employment Preservation vs. Creditor’s Repayment under Bankruptcy Law: the French Dilemma?”, accepté pour publication à l’*International Review of Law and Economics*.

- Blazy, R., J. Combier [1995], “Le crédit interentreprises, premier financement du commerce”, *INSEE Première*, vol. 360.
- Blazy, R., J. Combier [1998], “Les défaillances d’entreprises”, Que sais-je ?, PUF.
- Blazy, R., A-F. Delannay, J. Petey, L. Weill [2008], “Une analyse comparative des procédures de faillite : France, Allemagne, Royaume-Uni”, *La Documentation Française*, collection “Regards sur le PME”, OSEO, n°16.
- Blazy, R., G. Umbhauer, L. Weill [2008], “How Does Bankruptcy Punishment Impact on Renegotiable Debt Contracts?”, LARGE Working Paper.
- Bloch, L., J. Bourdieu, B. Colin-Sédillot, G. Longueville [1995], “Du défaut de paiement au dépôt de bilan : les banquiers face aux PME en difficultés”, *Revue d’Economie financière*, n°32, pp. 229-256.
- Bordes, C., J. Mélitz [1992], “Endettement et défaillances d’entreprises en France”, *Annales d’économie et de statistique*, vol. 28, pp.89 – 105.
- Bowers, J.W. [1990], “Groping and Coping in the Shadow of Murphy’s Law: Bankruptcy Theory and the Elementary Economics of Failure”, *Michigan Law Review*, vol. 88, n° 7, pp. 2097-2150.
- Bradley, M., M. Rosenzweig [1992], “The Untenable Case for Chapter 11”, *The Yale Law Journal*, n°101, pp. 1043-1095.
- Brewer, E., W. Jackson [2002], “Inter-industry Contagion and the Competitive Effects of Financial Distress Announcements: Evidence from Commercial Banks and Life Insurance Companies”, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series, WP 2002-23.
- Brilman, J. [1982], “Le redressement d’entreprises en difficultés”, Editions Hommes et Techniques.
- Bris, A., A. Schwartz, I. Welch [2005]. “Who Should Pay for Bankruptcy Costs? ”, *Journal of Legal Studies*, University of Chicago Press, vol. 34, pp. 295-341.
- Bris, A., I. Welch, N. Zhu [2006], “The Costs of Bankruptcy”, *Journal of Finance*, vol. 61, pp. 1253-1303.
- Brogi, R., Santella, P. [2004], “Two New Measures of Bankruptcy Efficiency”, SUERF Study Series, 2004/6.
- Brown, D. [1989], “Claimholder Incentive Conflicts in Reorganization: The Role of Bankruptcy Law”, *Review of Financial Studies*, vol. 2, pp. 109-123.

- Brunner, A., J.P. Krahnen [2008], “Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring”, *Review of Economic Studies*, Blackwell Publishing, vol. 75, n°2, pp. 415-442.
- Bulow, J., J. Shoven [1978], “The bankruptcy decision”, *Bell journal of Economics*, vol. 9, n°2, pp. 437-456.
- Caballero, R.J., M.L. Hammour [1996], “On the Timing and Efficiency of Creative Destruction”, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 111, n°3, pp. 805-852.
- Camerer, C., D. Lovallo [1999], “Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach”, *American Economic Review*, vol. 89, n°1, pp. 306-318.
- Carey, M. [1998], “Credit Risk in Private Debt Portfolios”, *Journal of Finance*, vol. 53, n°4, pp. 1363–1387.
- Chan, Y., G. Kanatas [1985], “Asymmetric valuation and the role of collateral in loan agreements”, *Journal of money, credit and banking*, vol. 17, pp. 85-95.
- Chan, Y., A. Thakor [1987], “Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard and Private Information”, *Journal of Finance*, vol. 42, n°2, pp. 345-361.
- Charitou, A., N. Lambertides, L. Trigeorgis 2004], “An Option-Pricing Explanation for a Negative Impact of Default Risk on Stock Returns”, Working Paper, University of Cyprus.
- Chauveau, T., R. Medjaoui [1987], “Les défaillances d’entreprises”, *Revue de l’Ipecode*.
- Chava, S., R.A. Jarrow [2004], “Bankruptcy Prediction with Industry Effects”, *Review of Finance*”, vol. 8, n°4, pp. 537-569.
- Chen, A. [1979], “A theory of corporate bankruptcy and optimal capital structure”, *Handbook of Financial Economics*, North Holland Publishing Company.
- Claessens, S., F. Klapper [2005], “Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use”, *American Law and Economics Review*, Oxford University Press, vol. 7, n°1, pp. 253-283.
- Coase, R. [1960], “The Problem of Social Cost”, *Journal of Law and Economics*, vol. 3, n°1, pp. 1-44.
- Collongues, Y. [1977], “Ratios financiers et prévision de faillites des petites et moyennes entreprises”, *Gestion et technique bancaires*, n°365, pp. 963-970.
- Combier, J. [1994], “Les défaillances en 1993”, *Insee Première*, n° 335, 4 p.

- Condor, R. [2002], “Petites entreprises et législation sur les défaillances : un état des lieux », Document présenté au colloque «Défaillances d’entreprises », organisé par l’IAE de Montpellier, CREGO, 22 novembre 2002.
- Cornelli, F., L. Felli [1997], “*Ex ante* efficiency of bankruptcy procedure”, *European Economic Review*, vol. 41, pp. 475-485.
- Crutzen, N., D. Van Caillie [2007], “L’enchaînement des facteurs de défaillance de l’entreprise : une réconciliation des approches organisationnelles et financières”, HEC ULG Working Paper, vol. 200704/03.
- Cybinski, P. [2001], “Description, Explanation, Prediction: The evolution of Bankruptcy Studies?”, *Managerial Finance*, vol. 27, n°4, pp. 29-44.
- Daigle, K.H., and Maloney, M. [1994], “Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation”, *Journal of Law and Economics*, vol. 37, pp. 157-192.
- Davydenko, S.A., J.R. Franks [2008], “Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the U.K.”, *Journal of Finance*, vol. 63, n°2, pp. 565-608.
- De Angelo, H., Masulis R. [1980], “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 3-29.
- Dehaene, A., V. De Vuyst, H. Ooghe [2001], “Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies”, *Long Range Planning*, vol. 34, n°3, pp. 383-398.
- De Jong, A., O. Couwenberg [2008], “Costs and Recovery Rates in the Dutch Liquidation-Based Bankruptcy System”, *European Journal of Law and Economics*, vol. 26, n°2, pp. 105-127.
- Detragiache E., P. Garella P., L. Guiso [2000], “Multiple versus single banking relationships: theory and evidence”, *The Journal of Finance*, vol. 55, pp. 1133-1161.
- Dewatripont M., E. Maskin [1995], “Credit and efficiency in centralized and decentralized economies”, *Review of Economic Studies*, vol. 62, pp. 541-555.
- Dewatripont, M., J. Tirole [1994], “A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence”, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 109, n°4, pp. 1027-54.
- Diamond, D.W. [1993], “Bank Loan Maturity and Priority when Borrowers Can Refinance”, *Capital Markets and Financial Intermediation*, [eds.] Colin Mayer and Xavier Vives.Cambridge: Cambridge University Press.
- Dietsch, M. [1990], “Le crédit interentreprises : coûts et avantages”, *Economie et statistique*, vol. 236, pp. 65-79.

- Domens, J. [2007], “Les défaillances d'entreprises entre 1993 et 2004”, *PME/TPE, en bref*, n° 23, Ministère de l'économie, des finances et de l'emploi – DCASPL.
- Easterbrook, F. H., D.R. Fischel [1982], « Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 *Stan L. Rev. I.*
- Eberhart, A., W. Moore, R. Roenfeldt [1990], “Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings”, *Journal of Finance*, vol. 45, n°5, pp. 1457-1469.
- Ergunor, O. [2004], “Market- vs. Bank-based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, n°12, pp. 2869-2887.
- Fama, E.F. [1986], “Term Premiums and Default Premiums in Money Markets”, *Journal of Financial Economics*, vol. 17, pp.175-196.
- Fama, E.F., K. French [1998], “Taxes, financing decisions and firm value”, *Journal of Finance*, vol. 53, n°3, pp. 819-843.
- Feddersen, T., W. Pesendorfer [1997], “Voting Behavior and Information Aggregation in Elections with Private Information”, *Econometrica, Econometric Society*, vol. 65, n°5, pp. 1029-1058.
- Ferrier, O. [2002], “Les très petites entreprises”, De Boeck.
- Flynn, E. [1989], “Statistical Analysis of Chapter 11”, document de travail, Administrative Office of the United States Courts, Bankruptcy Division, pp. 1-35.
- Flynn, D., M. Farid [1991], “The intentional use of Chapter 11: Lingering versus immediate filing”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, n°1, pp.63-74.
- Francois P., Morellec E. [2004], “Capital Structure and Asset Prices: Some Effects of Bankruptcy Procedures”, *Journal of Business*, vol. 77, n°2, pp. 387-412.
- Franks, J.R., K.G. Nyborg [1992], “Workouts Versus Formal Bankruptcy: Incentives and Inefficiencies Under Different Bankruptcy Codes”, Working Paper, London Business School.
- Franks, J.R., K.G. Nyborg, W.N. Torous [1996], “A Comparison of US, UK, and German Insolvency Codes”, *Financial Management*, vol. 25, n°3, pp. 86-101.
- Franks J.R., O. Sussman [2000], “An Empirical Study of Financial Distress of Small Bank-Financed UK Companies: A Reassessment of English Insolvency Law”, Working paper, London Business School.

- Franks, J.R., W. Torous [1989], “An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization”, *Journal of Finance*, vol. 44, n°3, pp. 747-769.
- Franks, J.R., W. Torous [1994], “A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n°3, pp. 349- 370.
- Frieman, P.V., M. Viswanath [1995], “Asset fungibility and equilibrium capital structure”, *Journal of Economics and Business*, vol. 47, n°4, pp. 319-334.
- Galai, D., M. Crouhy, R. Mark [2000], “One firm, One View», *Risk [Enterprise-wide Risk Management Special Report]*.
- Galai, D., M. Crouhy, R. Mark [2001], “Model Selection for Operational Risk”, *Advances in Operational Risk, Risk Books*, pp. 163-197.
- Gale, D., M. Hellwig [1985], “Incentive compatible debt contracts: the one-period problem”, *Review of Economic Studies*, vol. 52, pp. 647-63.
- Gangopadhyay, S., C. Wihlborg [2000], “Managerial Skill Development and Risky Project Choice with Credit Rationing Under Alternative Bankruptcy Rules”, Department of Economics, Gothenburg University.
- Georgakopoulos, N.L. [2002], “Bankruptcy for Productivity”, *Wake Forest Law Review*, vol. 37, p. 51.
- Gervais, M. [1978], “Pour une théorie de l’organisation-PME”, *Revue Française de Gestion*, n°15, pp. 37-47.
- Ghosal S., M. Miller [2003], “Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures”, *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 113, n° 487, pp. 276-304.
- Gilson, S. [1989], “Management turnover and financial distress”, *Journal of Financial Economics*, n°25, pp. 241-262.
- Gilson, S., K. John, L. Lang [1990], “Troubled debt restructurings, An empirical study of private reorganization of firms in default”, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n°2, pp. 315-353.
- Graham, J. [2000], “How big are the tax benefits of debt?”, *Journal of Finance*, vol. 5, pp. 1901-1941.
- Graham, B., D. Dodd [1934], “Security Analysis: Principles and Technique”, 1E. New York and London: *McGraw-Hill Book Company*, Inc.
- Green, R. [1984], “Investment Incentives, Debt, and Warrants”, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n°1, pp. 115-136.

- Greenwald, B.C., J.E. Stiglitz, [1993], “Financial Market Imperfections and Business Cycles”, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 108, n°1, pp. 77-114.
- Grofman, B., S.L. Feld, [1988], “Rousseau’s General Will: A Condorcetian Perspective”, *American Political Science Review*, vol. 82, pp. 567–576.
- Grossman, S., O. Hart [1982], “Corporate financial structure and managerial incentives”, NBER Chapters, *The Economics of Information and Uncertainty*, National Bureau of Economic Research, Inc., pp. 107-140.
- Grunert, J., L. Norden, M. Weber [2005], “The Role of Non-Financial Factors in Internal Credit Ranking”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n°2, pp. 509-531.
- Grunert J., M. Weber [2009], “Recovery Rates of Commercial Lending: Empirical Evidence for German Companies”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, pp. 505-513.
- Guigou, J-D. [1995], “Créanciers mixtes, liquidation et refinancement des entreprises : une analyse théorique”, *Revue Economique*, vol. 46, n°1, pp. 5-12.
- Guilhot, B. [2000], “Défaillances d’entreprise : Soixante-dix ans d’analyses théoriques et empiriques”, *Revue Française de Gestion*, vol. 130, pp. 52-67.
- Hagège C., C. Masson [2010], “La création d’entreprise en 2009 dopée par les auto-entrepreneurs », *Insee Première*, n°1277.
- Hambrick, D.C., R.A. D’Aveni, [1988], “Large corporate failures as downward spirals”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, n°1, pp. 1-23.
- Harris, M., A. Raviv [1990], “Capital Structure and the Informational Role of Debt”, *Journal of Finance*, vol. 45, n°2, pp. 321-349.
- Hart, O. [2000], “Different Approaches to Bankruptcy”, NBER *Working Papers 7921*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hart, O. [2001], “Financial Contracting”, *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 39, n°4, pp. 1079-1100.
- Hart, O., J. Moore [1995], “Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management”, NBER *Working Papers 4886*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hart, O., J. Moore [1999], “Foundations of Incomplete Contracts”, *Review of Economic Studies*, vol. 66, n°1, pp. 115-138.
- Haugen, R.A., L.W. Senbet [1978], “The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure”, *Journal of Finance*, vol. 33, n°2, pp. 383-392.

- Haugen, R.A., L.W. Senbet [1988], “Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure”, *Journal of Financial and Quantitative Economics*, vol. 23, n°1, pp. 27-38.
- Hautcoeur, P.E., N. Levratto [2008], “Petites et grandes entreprises face à la faillite au XIXème siècle en France : du droit à la pratique”, *EconomiX Working Papers*.
- Heinkel, R., J. Zechner [1993], “Financial Distress and Optimal Capital Structure Adjustments”, *Journal of Economics & Management Strategy*, Blackwell Publishing, vol. 2, n°4, pp. 531-65.
- Hertz, L. [1982], “In search of a small business definition; an exploration of the small-business definitions of U.S., the U.K., Israel and the People’s Republic of China”, Washington, University Press of America, 454 p.
- Hillegeist, S.A., E.K. Keating, D.P. Cram [2004], “Assessing the Probability of Default”, *Review of Accounting Studies*, vol. 9, pp. 5–34.
- Hotchkiss, E.S., [1995], “Post-Bankruptcy Performance and Management Turnover”, *Journal of Finance*, vol. 50, n°1, pp. 3-22.
- Igawa, K., G. Kanatas [1990], “Asymmetric Information, Collateral, and Moral Hazard”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, n°4, pp. 469-490.
- Jackson, T. [1982], “Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors’ Bargain”, *The Yale Law Journal*, vol. 91, n°5, pp. 857-907.
- Jackson, T. [1986], “The Logic and Limits of Bankruptcy Law”, Harvard University Press, Cambridge, Massachussets.
- Jaminon, R. [1986], “Facteurs explicatifs de faillites”, *Annales de Droit de Liège*, vol. 3, pp. 197-207.
- Jappelli, T., M. Pagano [1999], “Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence”, *CSEF Working Papers* 22, Centre for Studies in Economics and Finance [CSEF], University of Naples, Italy.
- Jensen, M.C. [1993], “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance*, vol. 48, n°3, pp. 841-857.
- Jensen, M.C, N. Meckling [1976], “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of financial economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jimenez, G., J. Saurina [2004], “Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk”, *Journal of banking and finance*, vol. 28, n°9, pp. 2191-2212.

- Julien, P.A. [1997], “Les PME : bilan et perspectives”, GREPME, Economica, Paris, 2ème ed., Connaissance de la gestion, 364 p.
- Kaplan, R.S., D.P. Norton [1996], “Translating Strategy into Action: the Balanced Score Card”, Harvard Business School Press.
- Kaufman, D., A. Kraay, M. Mastruzzi [2003], “Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002”, document non publié, Banque Mondiale.
- Kerjose, J. [2007], “Créer son entreprise : assurer d’abord son proper emploi”, *Insee Première*, n°1167.
- Khanna, N., A. Poulsen [1995], “Managers of Financially Distressed Firms: Villains or Victims?” *Journal of Finance*, vol. 50, n°3, pp. 919-940.
- Kim, H. [1978], “1 mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity”, *Journal of Finance*, vol. 33, n°1, pp. 45-63.
- Klevorick, A.K., M. Rothschild, C. Winship [1984], “Information processing and jury decision making”, *Journal of Public Economics*, Elsevier, vol. 23, n°3, pp. 245-278.
- Koenig, G. [1985], “Entreprises en difficultés: des symptômes aux remèdes”, *Revue Française de Gestion*, pp. 84-91.
- Korobkin, D. [1991], “Rehabilitating values: A jurisprudence of bankruptcy”, *Columbia Law Review*, vol. 91, n°4, pp.719-789.
- Korobkin, D.R. [1996], “The Role of Normative Theory in Bankruptcy Debates”, 82 Iowa L. Rev. 75.
- Ladha, K.K. [1992], “The Condorcet Jury Theorem, Free Speech, and Correlated Votes”, *American Journal of Political Science*, vol. 36, n°3, pp. 617–634.
- Laitinen, E.K. [1991], “Financial ratios and different failure Business processes”, *Finance and Accounting*, vol. 18, pp. 649-673.
- Laitinen, E.K. [1992], “Prediction Venturing”, pp.323-340.
- Lambert-Mogiliansky, A., K. Sonin, E. Zhuravskaya, E. [2006], “Are Russian Commercial Courts Biased? Evidence from a Natural Bankruptcy Experiment”, CEPR Discussion Paper no. 5998. London, Centre for Economic Policy.
- Lamontagne, E., B. Thirion [2000], “Les facteurs de survie, les qualités du projet prennent sur celles du créateur”, *Insee Première*, n°703.
- Lang, L.H.P., R.M. Stulz [1993], “Tobin’s Q, Corporate Diversification and Firm Performance”, NBER Working Papers 4376, National Bureau of Economic Research, Inc.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny [1997], “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny [1998], “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- Lavaud R., J. Albaut [1989], “Ratios de gestion de l'entreprise”, Paris, DUNOD.
- Le Gallic, C. [1995], “Déréglementation financière, cycle et croissance”, *Revue Economique*, vol. 46, n°2, pp. 255-281.
- Legrand, P. [1999], “Le Droit comparé », Paris, PUF.
- Lelogeais, L., [2004] “Le rôle des variables qualitatives dans la détection précoce du risque de défaillance”, 13^e conférence de l'AIMS, Normandie, Vallée de Seine, 2-4 juin.
- Levine, R. [2002], “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n°4, pp. 398-428.
- Levratto, N., L. Tessier, M. Zuikri [2010], “Une analyse des trajectoires de défaillance à partir de données individuelles d'entreprises françaises”, 9^{ème} journée sur les faillites, Université Paris Ouest Nanterre La Défense, 26 novembre.
- Li, D.D., S. Li [1999], “An agency theory of the bankruptcy law”, *International Review of Economics and Finance*, vol. 8, n°1, pp. 1-24.
- Liefhooghe, B. [1997], “Causes et mécanismes des faillites d'entreprises : une synthèse bibliographique”, *Cahiers de la Faculté des Sciences Economiques, Sociales et de Gestion*, vol. 189, pp. 1-45.
- Longhofer, S.D., S.R. Peters [1998], “Beneath the Rhetoric: Clarifying the Debate on Mortgage Lending Discrimination”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, vol. 34, n°4, pp. 2-13.
- Longhofer, S.D., S.R. Peters [2004], “Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy”, *American Law and Economics Review*, vol. 6, n°2, pp. 249-284.
- Longin, F., B. Solnik [2001], “Extreme Correlation of International Equity Markets”, *The Journal of Finance*, vol. 156, n°2, pp. 649-676.
- Longueville, G. [1992], “La multiplication des défaillances d'entreprises : contexte permissif ou fragilité financière”, *Lettre de conjoncture de la BNP*.
- LoPucki , L.M. [2003], “A Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization”, UCLA School of Law Working Paper Series, Law & Economics.

- LoPucki, L.M., J.W. Doherty [2004], “The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases”, *Journal of Empirical Legal Studies*, vol.1, pp. 111-42.
- LoPucki, L.M., W.C. Whitford [1993], “Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 141, n°3, pp. 669-800.
- Lubben, S.J. [2000], “The direct costs of corporate reorganization: An empirical examination of professional fees in large Chapter 11 cases”, *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 74, pp. 509-552.
- Luoma, M., E.K. Laitinen [1991], “Survival analysis as a tool for company failure prediction”, *Omega International Journal of Management Science*, vol. 19, n°6, pp. 673-678.
- Malécot, J-F. [1981], “Les défaillances : un essai d’explication”, *Revue Française de Gestion*, pp. 10-19.
- Manning, A. [1985], “Long-term contracts with asymmetric information and bankruptcy constraints”, Birkbeck College Discussion paper, vol. 169.
- Manove, M., A.J. Padilla, M. Pagano [2000], “Collateral Vs. Project Screening: A Model Of Lazy Banks”, CEPR Discussion Papers.
- Marchesnay, M. [1980], “Sur la petite entreprise” [1980], *Revue d’économie industrielle*, vol. 11, pp. 141-146.
- Marco, L. [1989], “La montée des faillites en France: 19ème et 20ème siècle”, *Editions L’Harmattan*, Collection “Logiques Economiques”, 1ère Edition, 191 p.
- Marco, L., M. Rainelli [1986], “Les disparitions de firmes industrielles en France : un modèle économétrique”, *Revue d’économie industrielle*, vol. 36, pp.1-13.
- Marinescu, I. [2007], “Are Judges Sensitive to Economic Conditions? Evidence from UK Employment Tribunals”, Working Paper, Harris School.
- Marion, A. [1993], “Le diagnostic d’entreprise”, Economica, Paris, 331 p., dans Liefhooghe, B. [1997].
- Martel, J. [1994], “Commercial Bankruptcy and Financial Reorganization in Canada”, CIRANO 94c-2 sep 94.
- Martinet, A.C. [1988], “Diagnostic stratégique”, Vuibert.
- Maug, E., B. Ylmaz [2002], “Two-Class Voting: A Mechanism for Conflict Resolution?”, *American Economic Review*, vol. 92, pp. 1448-1471.

- Mc Fadden, D. [1974], “Conditional logit analysis of qualitative choice behavior”, *Frontier of econometrics*, in P. Zarembka, ed. New York, Academic Press, pp. 105-142.
- Miller, M. [1977], “Debt and Taxes”, *Journal of Finance*, vol. 32, n°2, pp. 261-275.
- Miller, N.R. [1986], “Information, electorates, and democracy: Some extensions and interpretations of the Condorcet Jury Theorem” in Grofman, B., G. Owen, [Eds.], *Information Pooling and Group Decision Making*, JAI Press, Greenwich, CT, pp. 173–192.
- Modigliani, F., M. Miller [1958], “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, vol. 48, n°3, pp. 261-297.
- Modigliani, F., M. Miller [1963], “Corporate income taxes and the cost of capital: A correction”, *American Economic Review*, vol. 53, n°3, p. 433-443.
- Montebourg A. [1998], “Les tribunaux de commerce : une justice en faillite ?”, Rapport, vol. 1038 de la commission d’enquête parlementaire de l’Assemblée Nationale.
- Mooney Jr., C.W. [2003], “A Normative Theory of Bankruptcy Law, Bankruptcy as [is] Civil Procedure”, *Scholarship at Penn Law*, Paper 18.
- Morris, R. [1997], “Early Warning Indicators of Corporate Failure: A critical review of previous research and further empirical evidence”, *Ashgate Publishing Ltd*, Great Britain, 421 p.
- Morrison, E.R. [2007], “Bankruptcy Decision Making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small-Business Bankruptcies”, *The Journal of Law and Economics*, vol. 50, pp. 381-419.
- Mounier, L., E. Lazega [2009], “Polynormativité et contrôle social du monde des affaires : l'exemple de l'interventionnisme et de la punitivité des juges du Tribunal de commerce de Paris”, *Droit et société*, vol. 1, n°71, pp. 103-132.
- Myers, S.C. [1984], “The Capital Structure Puzzle”, *The Journal of Finance*, vol. 39, n°3, pp. 575-592.
- Myers S. C., N. S. Majluf [1984], “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- Newton, G.W. [1985], “Bankruptcy and Insolvency Accounting”, John Wiley and Sons, 3rd Edition, New York, 790 p.
- Ohlson, J. [1980], “Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy” *Journal of accounting research*, vol. 18, n°1.

- Ooghe H., S. De Prijcker [2006], “Failure processes and causes of company bankruptcy : a typology”, Working Paper, Vlerick Leuven Gent Management School.
- Ooghe, H., N. Waeyeart [2004], “Oorzaken van faling en falingspaden: Literatuur overzicht en conceptueel verklaringsmodel”, *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, vol. 57, n°4, pp. 367-393.
- Opler, T., S. Titman [1994], “The Debt-Equity Choice: An Empirical Analysis”, *Corporate Finance & Organizations* _003, Ohio State University.
- Pagano, M., P. Volpin [2001], “The Political Economy of Finance”, CSEF Working Paper n°76, in the *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, n°4, pp. 502-519.
- Paillusseau, J. [1994], “Les vicissitudes de la loi du 25 janvier 1985”, *Les Petites Affiches*, 12 janvier, p. 7.
- Pareto, V. [1909], “Manuel d'économie politique”, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963.
- Pochet, C. [2001], “Traitement légal de la défaillance et gouvernance : une comparaison internationale”, *Revue internationale de droit économique* 4/2001, tome 15, n°4, p. 465-488.
- Porter, M.E. [1979], “How competitive forces shape strategy”, *Harvard Business Review*.
- Povel, P., [1996], “Optimal ‘Soft’ or ‘Tough’ Bankruptcy Procedures”, *Financial Market Group Discussion Paper* 240, London School of Economics.
- Rachlinsji, J.J., C.Guthrie, A.J. Wistrich [2007], “Heuristics and Biases in Bankruptcy Judges”, *Journal Institutional and Theoretical Economics*, vol. 163, pp. 167–186.
- Radin, P. [1940], “The Nature of Bankruptcy”, *The University of Pennsylvania Law Review*, vol. 89, n°1.
- Rajan R., [1992], “Insiders and outsider: the choice between informed and arm'slength debt”, *The Journal of Finance*, vol. 47, n°1, pp. 1367-1400.
- Rajan, R.G., L. Zingales [1995], “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 50, n°5, pp. 1421-60.
- Rapinel, L. [1994], “Caractéristiques financières des PMI ayant bénéficié d'un plan de redressement judiciaire”, Bulletin de la Banque de France, 3ème trimestre, supplément “Etudes”, pp. 55-69.
- Rasmussen, R. [1992], “Debtors' Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy”, *Texas Law Review*, vol. 71, pp. 51-121.

- Rasmussen, R.K., D.A. Skeel Jr [1995], “The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law”, *3 American bankruptcy law institute law review* 85.
- Recasens, G. [2003], “Faut-il adopter un système pro-créancier de défaillances?”, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Editions Economica, vol. 6, n°1, pp. 119-153.
- Roe, M. [1983], “Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization”, *Columbia Law Review* 83, pp. 527-602.
- Ross, S. [1977], “The determination of financial structure: the incentive signalling approach”, *Bell Journal of Economics*, vol. 8, pp. 23-40.
- Saint-Paul, G. [1993], “Productivity Growth and the Structure of the Business Cycle,” *European Economic Review*, vol. 37, pp. 861-87.
- Scharfstein, D.S., P. Asquith, R. Gertner [1994], “Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers”, *Quarterly Journal of Economics* vol. 109, n°3, pp. 625-658.
- Scharfstein, D.S., P. Bolton [1996], “Optimal Debt Structure and the Number of Creditors”, *Journal of Political Economy*, vol. 104, n°1, pp. 1-25.
- Scharfstein, D.S., R. Gertner [1991], “A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law”, *Journal of Finance* vol. 46, n°4, pp. 1189-1222.
- Scharfstein, D.S., T. Hoshi, A. Kashyap [1990], “The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan”, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n°1, pp. 67-88.
- Schumpeter, J. [1911], “Théorie de l'évolution économique : Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture”.
- Schwarcz, S.L. [1999], “Rethinking Freedom of Contract: A Bankruptcy Paradigm”, *Duke Law Faculty Scholarship*, paper 507.
- Schwartz, A. [1997], “Contracting About Bankruptcy”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 13, n°1, pp. 127-146.
- Schwartz A., [2002], “The Law and Economics Approach to Corporate Bankruptcy”, in “Faillite et concordat judiciaire: un droit aux contours incertains et aux interférences multiples”, conférence tenue à Louvain-la-Neuve, 25-26 avril, Bruxelles, Bruylant, pp. 243–73.
- Scott, J. [1976], “A Theory of Optimal Capital Structure”, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, pp. 33-54.

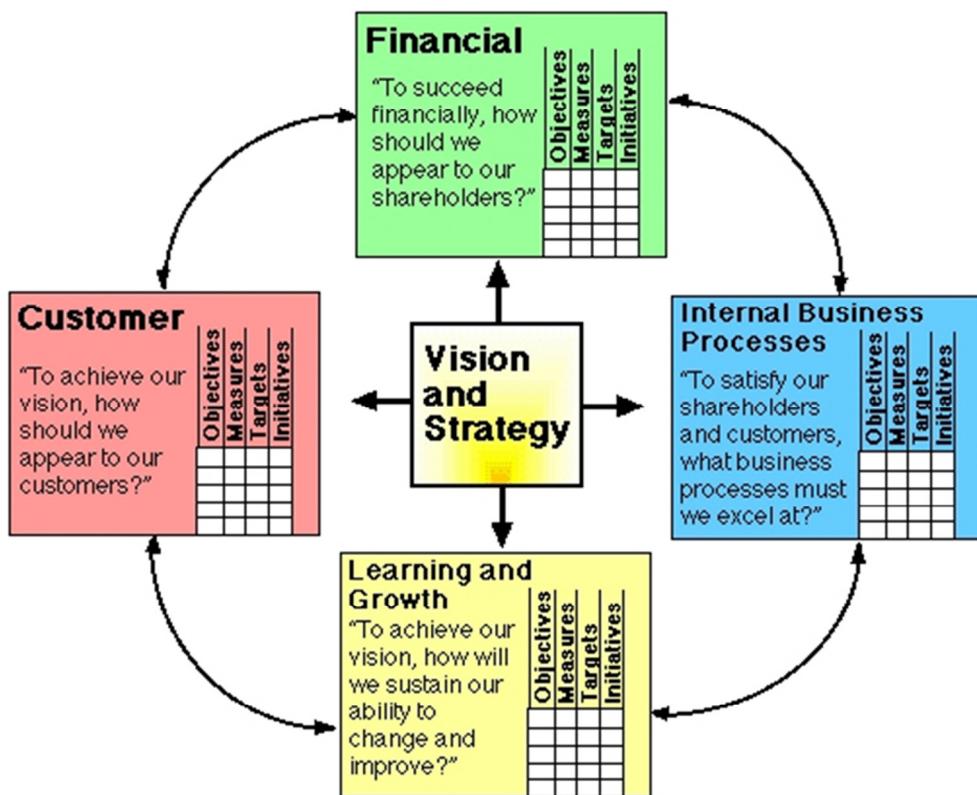
- Sharfman, K. [2005], “Judicial Valuation Behavior: Some Evidence from Bankruptcy”, *32 Florida State University Law Review* 387, Rutgers School of Law-Newark Research Paper No. 006.
- Sharma, S., V. Mahajan [1980], “Early Warning Indicators of business failure”, *Journal of Marketing*, vol. 44, pp. 80-89.
- Sheppard, J.P. [1994], “Strategy and Bankruptcy: an Exploration into Organizational Death”, *Journal of Management*, vol. 20, n°4, pp. 795-833.
- Shleifer A. et Vishny R.W. [1992], “Large Shareholders and Corporate Control Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach”, *The Journal of Finance*, vol. 47, n°4, pp. 1343-1366.
- Shumway, T. [2001], “Forecasting bankruptcy more accurately: a simple hazard model”, *Journal of Business*, vol. 74, n°1, pp. 101-24.
- Simmons, P. [1989], “Bad luck and fixed costs in personal bankruptcies”, *The Economic Journal*, vol. 96, pp.120-138.
- Smith, C., J. Warner [1979], “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”, *Journal of Financial Economics*, vol. 7, n°2, pp. 117-161.
- Stiglitz, J., A. Weiss [1981], “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, vol. 71, n°3, pp.393-410.
- St-Pierre, J. [1999], “La gestion financière des PME : théories et pratiques”, collection Entrepreneuriat et PME, Presses de l’Université du Québec.
- Strömberg, P., [2000], “Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests”, *Journal of Finance*, vol. 55, n°6, pp. 2641-2692.
- Stulz, R.M. [1990], “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n°1, 3-26.
- Stulz, R.M., H. Johnson [1985], “An analysis of secured debt”, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 14, n°4, pp. 501-521.
- Sunstein, C.R. et al. [2002], “Punitive Damages: How Juries Decide”, The University of Chicago Press.
- Tashjian, E., R.C. Lease, J.J. McConnel [1996], “Prepacks: An empirical analysis of prepackaged bankruptcies”, *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 135-162.
- Tellier, S. [2008], “Un rythme des créations d’entreprises très élevé en 2007”, *Insee Première*, n°1172.

- Teo, H.Y. [2009], “Bankruptcy Law: Is It Really Only Debt Collection?”, Cross-sections, *The Bruce Hall Academic Journal*, vol. 5.
- Thaller, E.E. [1931], “Traité élémentaire de droit commercial, à l'exclusion du droit maritime”, Tome 2.
- Thorburn, K.S. [2000], “Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 337-368.
- Thornhill, S. et R. Amit [2003], “Learning about failure: Bankruptcy, firm age and the resource-based view”, *Organization Science*, vol. 14, n°5, pp. 497-509.
- Tiras S. L., D. Bryan , C. Wheatly [1999], “The interaction of solvency with liquidity and its association with bankruptcy emergence” , Working Paper, University of Oregon and Florida International University.
- Titman, S. [1984], “The Effects of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision”, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 137-151.
- Townsend, R.M. [1979], “Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification”, *Journal of Economic Theory*, vol. 21, pp. 265-293.
- Townsend, R.M. [1979], “Optimal contracts and competitive markets with costly state verification”, *Journal of Economic Theory*, vol. 21, pp. 1-29.
- Trockels, F. [1999], “Le nouveau régime juridique de l'insolvabilité en Allemagne”, *Banque et droit*, vol. 66, pp.19-26.
- Tversky, A. et D. Kahneman [1991], « Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependant Model”, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 106, n°4, pp. 1039-1061.
- Van Caillie, D. [2002], “La recherche en matière de faillites d'entreprises : un état de sa situation et de ses perspectives d'avenir”, Communication proposée à la *XIème Conférence Internationale de Management Stratégique*, Paris, ESCP-EAP .
- Van Caillie D., S. Santin, N. Crutzen, C. Kabwigiri [2006], “L'analyse équilibrée des symptômes de déséquilibre de la PME à reprendre, facteur-clé du succès du processus de reprise : légitimation théorique et première validation empirique”, *1ères journées Georges Doriot*, Deauville, 16-17 mars.
- Van Wymeersch, C., A. Wolfs [1996], “La “trajectoire de faillite” des entreprises : une analyse chronologique sur base des comptes annuels”, *Cahiers de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales*, vol. 172, 32 p.
- Vernimmen, P. [1978], “Panorama des recherches portant sur le risque du créancier”, pp.54-61.

- Wadhwani, S. [1986], “Inflation, bankruptcy, default premia and the stock market”, *The Economic Journal*, vol. 96, pp. 120-138.
- Warner, J.B. [1977]. “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 337-347.
- Weill, L., C. Godlewski [2006], “Does Collateral Help Mitigate Adverse Selection? A Cross-Country Analysis”, MPRA Paper 2508, University Library of Munich, Germany.
- Weiss, L.A. [1990], “Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims”, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n°2, pp. 285-314.
- Weiss, L.A, V. Capkun [2005], “The Impact of Incorporating The Cost Errors into Bankruptcy Prediction Models”, Working Paper, Université de Lausanne.
- Westbrook, J.L. [2004], “The control of wealth in bankruptcy”, Law and Economics Working Paper n°023.
- White, M.J. [1983], “Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code”, *Journal. of Finance*, vol. 38, n°2, pp. 477-488.
- White, M.J. [1989], “The corporate bankruptcy decision”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n°2, pp. 129-151.
- White, M.J. [1992], “Measuring Deviations from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcy”, *Journal of Legal Economics*, vol. 2, n°2, pp. 71-78.
- White, M.J. [1996], “The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison” in *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, J. Bhandari and L.Weiss, eds. Cambridge: Cambridge University Press.
- Wilson, T. [1997], Portfolio credit risk [I], Risk Premium, 10[9], pp. 111-17.
- Young, G. [1993], “Expectational errors and bankruptcy”, Working paper, National Institute of Economic and Social Research.
- Zavgren, C.V. [1983], “The Prediction of Corporate Failure: The State of the Art”, *Journal of Accounting Literature*, vol. 1, pp. 1-38.

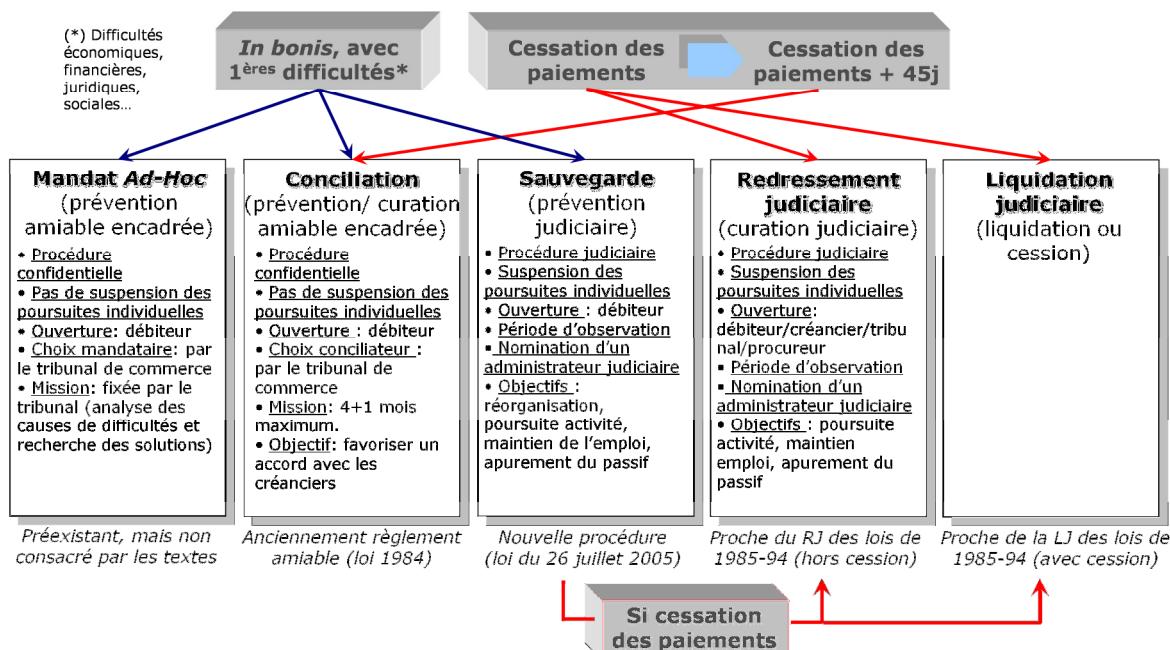
Annexes

Annexe 1 : Balanced Score Card de Kaplan et Norton (1996)



Source : http://www.12manage.com/methods_balancedscorecard_fr.html

Annexe 2.1. : Déroulement de la procédure collective de 2005



Source : Auteur

Annexe 2.2. : Codification des causes du défaut et des mesures engagées par les tribunaux

Débouchés :

- Perte brutale de clients.
- Défaillance / défaut de clients importants.
- Prix de vente trop élevés.
- Mauvaise évaluation du marché.
- Prix de vente trop faible
- Produits inadaptés.
- Produits obsolètes.
- Perte de parts de marché (baisse tendancielle de la demande).

Stratégie & gestion :

- Jeunesse de l'entreprise (inexpérience).
- Dissolution volontaire de l'activité.
- Echec de projets importants (partenariats, investissements, restructurations...).
- Acceptation consciente de marchés peu rentables (dumping).
- Système comptable déficient / système d'information déficient.
- Problèmes de compétence (incompétence).
- Mésentente de l'équipe dirigeante.
- Prélèvements excessifs.
- Provisionnements insuffisants.
- Méconnaissance des coûts de revient.
- Mauvaise évaluation des stocks.
- Difficultés de transmission de l'entreprise / fusion-acquisition difficile.

Production :

- Capacité de production trop forte, surinvestissement.
- Dépréciation des actifs.
- Coûts d'exploitation trop élevés (matières premières, fournisseurs...).
- Frais de personnel trop élevés.
- Perte brutale d'un fournisseur ou refus d'accepter des retards de paiement.
- Processus de production inadapté (obsolète...).
- Sous-investissement.

Finance :

- Allongement des délais clients.
- Contagion / remontée pertes de la filiale.
- Raccourcissement des délais fournisseurs.
- Spéculation de l'entreprise, problèmes de change.
- Arrêt du soutien par la maison mère.
- Déficit de ressources propres.
- Refus de prêt (à l'entreprise).
- Arrêt de subventions (à l'entreprise).
- Taux d'intérêt trop élevés.

Accident :

- Escroquerie / malversations dont est victime l'entreprise.
- Extension de procédure collective (confusion de patrimoines).
- Litiges avec des partenaires publics (redressement fiscal...).
- Litiges avec des partenaires privés.
- Décès/maladie/fuite du dirigeant.
- Sinistre.
- Problèmes sociaux au sein de l'entreprise.

Environnement macroéconomique :

Evolution défavorable du taux de change.
Hausse de la concurrence.
Diminution de la demande adressée au secteur.
Force majeure (guerre, catastrophe naturelle, secteur sinistré, politique...).
Politique publique moins favorable au secteur.
Période de rationnement des crédits.
Taux d'intérêt trop élevés.
Hausse macroéconomique des coûts d'exploitation (matières 1ères, SMIC...).

Mesures engagées par le tribunal

Débouchés :

Amélioration des produits (élargissement de la gamme...).
Innovation, accroissement de la recherche et développement.
Publicité, meilleure connaissance du marché, effort commercial.
Baisse des prix de vente.
Restructuration des activités (arrêt (développement) des activités peu (plus) rentables).

Stratégie & gestion :

Diversification des partenaires économiques.
Recentrage autour de certains partenaires économiques.
Nouvel actionnaire dans le capital.
Rupture ou non renouvellement de certains contrats.
Embauches nouvelles.
Amélioration de la compétence (actions de formation...).
Appel à des experts extérieurs.
Changement substantiel de l'équipe dirigeante.
Changement des règles de comptabilité, gestion.
Meilleure connaissance des coûts de revient.

Production :

Investissements nouveaux.
Annulation de projets.
Restructurations économiques (fusions-acquisitions, partenariats...).
Hausse des prix de vente.
Baisse des coûts d'exploitation.
Licenciements.
Baisse des salaires.

Finance :

Obtention de subventions, aide publique.
Cession d'actifs.
Liquidation des stocks.
Recouvrement des créances clients.
Hausse des fonds propres.
Diminution du risque financier (retrait de spéculation, couverture...).
Désintéressement (partiel ou total) des anciens créanciers.
Rééchelonnement, remise de dette négociée, accord amiable.
Recours à de nouveaux créanciers.
Emprunts nouveaux.

Source : Auteur

Annexe 2.3. Test d'endogénéité des mesures engagées par les tribunaux

Nous utilisons le test Durbin, Wu, Hausman (DWH) pour tester l'endogénéité des mesures engagées par les tribunaux durant la période d'observation (en log). L'instrument utilisé pour le test est le nombre de salariés de l'entreprise (en log). En effet, compte tenu de l'orientation de la législation française, le suivi judiciaire de la période d'observation est vraisemblablement lié aux enjeux sociaux du dossier. Le test s'opère en deux étapes (seule la seconde étape est présentée). Tout d'abord, pour chaque échantillon (législations de 1985 et 1994) nous régressons la variable possiblement endogène sur les variables exogènes et l'instrument. Ce dernier présente un t_{lt} de Student significatif au seuil de 1%, respectivement égal à 6.22 et à 3.97 sur les deux échantillons. Ensuite, nous régressons la variable à expliquer (*dummy* valant 1 en cas de redressement judiciaire) sur les variables explicatives (i.e. variables exogènes et variable possiblement endogène) ainsi que sur le résidu tiré de la première étape. Ce dernier étant significatif au seuil de 1%, nous acceptons l'hypothèse d'endogénéité. Remarquons que, dans le test DWH, la seconde étape est estimée par MCO. Toutefois, la variable à expliquer étant binaire, nous optons pour une régression logistique simple (une estimation par MCO a également été menée mais n'est pas présentée ici). Les résultats de la seconde étape sont synthétisés dans le tableau suivant.

Test DWH (2^{ème} étape)

Variables :	Législation 25 janvier 1985 (557 entreprises)				Législation 10/06/1994 (267 compagnies)							
	Test DWH: étape 1 Variable expliquée: <i>In</i> (i.e. nb. mesures engagées par le tribunal)		Test DWH: étape 2 Variable expliquée: <i>dummy</i> "redressement"		Test DWH: étape 1 Variable expliquée: <i>In</i> (i.e. nb. mesures engagées par le tribunal)		Test DWH: étape 2 Variable expliquée: <i>dummy</i> "redressement"					
	Estimation	Prob. > t	Estimation	Prob. > t	Estimation	Prob. > t	Estimation	Prob. > t				
Constante	-0.2794**	0.0126	-2.7920***	<0.0001	-0.2249	0.2470	-1.0221	0.2066				
<i>In</i> (i.e. nb. cause(s) de défaut débouchés)	0.0791	0.1087	-1.4415***	0.0001	0.0121	0.8812	-0.4017	0.4131				
<i>In</i> (i.e. nb. cause(s) de défaut stratégique, gestion)	0.1057**	0.0335	-0.6639*	0.0872	0.1621*	0.0786	-0.7674	0.2378				
<i>In</i> (i.e. nb. cause(s) de défaut production)	0.1789***	0.0021	-1.0883**	0.0229	0.0467	0.6008	-0.7648	0.1648				
<i>In</i> (i.e. nb. cause(s) de défaut finance)	0.1114**	0.0312	-0.5012	0.1853	0.1295	0.1656	-0.5901	0.3429				
<i>In</i> (i.e. nb. cause(s) de défaut accident)	0.1411**	0.0207	-1.1685**	0.0108	0.1230	0.1865	0.1959	0.7524				
<i>In</i> (i.e. nb. cause(s) de défaut macroéconomique)	0.1460**	0.0107	-1.3982***	0.0017	0.2462***	0.0051	-0.3378	0.6490				
Taux de couverture	0.5230***	<0.0001	0.0315	0.9625	0.1961**	0.0293	-0.4086	0.5484				
Forme juridique à responsabilité limitée	0.0275	0.6813	-0.3718	0.1060	0.2451**	0.0294	0.0257	0.9481				
Secteur: commerce (ref. industrie)	-0.0244	0.6804	-0.0380	0.8594	-0.0565	0.5262	0.0560	0.8380				
Secteur: services (ref. industrie)	0.0214	0.6617	0.1625	0.3809	-0.0456	0.6297	0.4064*	0.0698				
<i>In</i> (âge de l'entreprise)	0.0601**	0.0386	0.4825**	0.0316	0.0187	0.5584	0.2965	0.1706				
Dettes super privilégiées / dettes totales	-0.1689	0.4649	-1.7815	0.2872	-0.4628	0.1023	-1.21404***	<0.0001				
Dettes avec privilège spécial / dettes totales	-0.0896	0.2585	-0.3112	0.5942	0.0229	0.8882	-0.1808	0.8498				
Dettes avec privilège général / dettes totales	-0.0249	0.7999	0.4714	0.4535	-0.2812**	0.0382	0.9435	0.3118				
Dettes "article 40" / dettes totales	1.1746***	0.0001	29.8843	0.6463	-0.9250	0.1204	11.8477***	0.0043				
<i>In</i> (employés)	0.1167***	<0.0001			0.1036***	<0.0001						
Rémunération variable pour le travail							6.7031***	0.0002				
<i>In</i> (i.e. nb. mesures engagées par le tribunal)			7.9488***	<0.0001								
<i>In</i> (i.e. nb. mesures engagées par le tribunal)			-5.8783***	<0.0001			-4.5756***	0.0094				
Méthodes d'estimation :	$R^2 = 0.229$ $R^2_{adj} = 0.209$		% de concordance : 92.2%		$R^2 = 0.207$ $R^2_{adj} = 0.197$		% de concordance : 95.5%					
Etape 1: moindres carrés ordinaires	Test	Stat	Prob.	Test	Stat	Prob.	Test	Stat	Prob.			
Etape 2: LOGIT simple	Fisher Stat.	16.56	*.0001	Vraisemblance	27.919	*.0001	Fisher Stat.	4.16	*.0001	Vraisemblance	142.66	*.0001

Les variables significatives aux seuils de 1%, 5% et 10% sont indiquées par ***, ** et * respectivement.

Source : Auteur

Annexe 3.1. : Classement des économies dans le domaine des fermetures d'entreprises

Pays	Taux de recouvrement	Délais (année)	Coût (% du revenu par habitant)	Rang
Afrique du Sud	34,4	2	18	74
Allemagne	53,1	1,2	8	35
Argentine	32,8	2,8	12	77
Australie	81,8	1	8	12
Autriche	73,1	1,1	18	20
Belgique	87,6	0,9	4	8
Brésil	17,1	4	12	132
Canada	91,2	0,8	4	3
Chili	28,2	4,5	15	91
Colombie	62,4	3	1	29
Danemark	89,4	1,1	4	5
Égypte	17,4	4,2	22	131
Équateur	17	5,3	18	133
Espagne	76,3	1	11	19
Etats-Unis	81,5	1,5	7	14
Finlande	89,4	0,9	4	6
France	45,2	1,9	9	44
Grèce	43,2	2	9	49
Hong Kong RAS, Chine	81,2	1,1	9	15
Inde	16,3	7	9	134
Indonésie	13,2	5,5	18	142
Irlande	87,4	0,4	9	9
Israël	49,1	4	23	40
Italie	58	1,8	22	30
Japon	92,7	0,6	4	1
Kenya	29,8	4,5	22	85
Malaisie	39,8	2,3	15	55
Mexique	66,7	1,8	18	23
Nigéria	26,8	2	22	99
Norvège	90,9	0,9	1	4
Nouvelle Zélande	79,1	1,3	4	16
Pakistan	36,5	2,8	4	67
Pays-Bas	81,9	1,1	4	11
Pérou	27,2	3,1	7	96
Philippines	4,5	5,7	38	153
Portugal	72,6	2	9	21
République de Corée	81,7	1,5	4	13
Royaume uni	88,6	1	6	7
Singapour	91,3	0,8	1	2
Suède	77,3	2	9	18
Suisse	47,5	3	4	41
Thaïlande	43,5	2,7	36	46
Taiwan, Chine	82,2	1,9	4	10
Turquie	21,1	3,3	15	115
Zimbabwe	0,2	3,3	22	156

Source : Enquête Doing Business 2010 - <http://francais.doingbusiness.org>

Tables

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1 : REPARTITION DES DEFAILLANCES DES PME PAR TRANCHE DE TAILLE D'ENTREPRISES.....	14
TABLEAU 2 : DEFAILLANCES D'ENTREPRISES PAR SECTEUR EN JUIN 2010.....	16
TABLEAU 3 : TAUX DE DEFAILLANCE PAR REGION	17
TABLEAU 4 : REPARTITION DES DEFAILLANCES PAR FORME JURIDIQUE.....	18
TABLEAU 5 : RELATION ENTRE TAUX DE DEFAILLANCE ET ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE.....	43
TABLEAU 6 : SYNTHESE DES CAUSES MACROECONOMIQUES DE LA DEFAILLANCE.....	46
TABLEAU 7 : SYNTHESE DES CAUSES MICROECONOMIQUES DE LA DEFAILLANCE.....	53
TABLEAU 8 : COMPARAISON EUROPEENNE DES REGLES DES PROCEDURES COLLECTIVES	183
TABLEAU 9 : VENTILATION DES PROCEDURES APRES UNE PERIODE D'OBSERVATION	192
TABLEAU 10 : COMPARAISON DES POPULATIONS PARISIENNE ET NATIONALE.....	203
TABLEAU 11 : STRUCTURE GENERALE DES GRILLES	206
TABLEAU 12 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES ECHANTILLONS PAR ISSUE	207
TABLEAU 13 : CAUSES DE DEFAUT PAR ECHANTILLON ET PAR ISSUE	210
TABLEAU 14 : STRUCTURE DES ACTIFS ET DES PASSIFS PAR ECHANTILLON ET PAR ISSUE	212
TABLEAU 15: SITUATION FINANCIERE INITIALE DES ENTREPRISES PAR ISSUE	214
TABLEAU 16 : ESTIMATION DES ISSUES DE LA PROCEDURE COLLECTIVE.....	217
TABLEAU 17 : CHOIX ENTRE DES OFFRES RIVALES.....	220
TABLEAU 18 : STRUCTURE DES CREANCES ET TAUX DE RECOUVREMENT MOYENS	223
TABLEAU 19 : FACTEURS DES TAUX DE RECOUVREMENT GLOBAUX	227
TABLEAU 20 : LES VARIABLES DECRIVANT LES MECANISMES DE GOVERNANCE DE L'ENTREPRISE DEFAILLANTE	245
TABLEAU 21 : EFFETS THEORIQUES EX ANTE ET EX POST DES REGLES DU DROIT DE LA FAILLITE	247
TABLEAU 22 : LE MODELE PRO-DEBITEUR SOCIAL DE GOVERNANCE DE L'ENTREPRISE DEFAILLANTE (1)	252
TABLEAU 23 : LE MODELE PRO-DEBITEUR ENTREPRENEURIAL DE GOVERNANCE DE L'ENTREPRISE DEFAILLANTE (2).....	254
TABLEAU 24 : LE MODELE REPRESSIF DE GOVERNANCE DE L'ENTREPRISE DEFAILLANTE (3)	256
TABLEAU 25 : LE MODELE PRO-CREANCIER DE GOVERNANCE DE L'ENTREPRISE DEFAILLANTE (4)	257
TABLEAU 26 : LE MODELE MIXTE DE GOVERNANCE DE L'ENTREPRISE DEFAILLANTE (5)	258
TABLEAU 27 : MODELES DE GOVERNANCE DE LA DETRESSE FINANCIERE ET VARIABLES SOCIO-ECONOMIQUES	262
TABLEAU 28 : MODELES DE GOVERNANCE DE LA DETRESSE FINANCIERE ET EFFICACITE DE LA JUSTICE	263
TABLEAU 29 : MODELES DE GOVERNANCE DE LA DETRESSE FINANCIERE ET TRADITIONS JURIDIQUES.....	265
TABLEAU 30 : MODELES DE GOVERNANCE DE LA DETRESSE FINANCIERE ET STRUCTURE FINANCIERE	267
TABLEAU 31 : MODELES DE GOVERNANCE DE LA DETRESSE FINANCIERE ET CREATION D'ENTREPRISES.....	270
TABLEAU 32 : MODELES DE GOVERNANCE DE LA DETRESSE FINANCIERE ET MARCHE DU TRAVAIL.....	271
TABLEAU 33 : FACTEURS DU GEL DES POURSUITES	274
TABLEAU 34 : FACTEURS DU RESPECT DES REGLES DE PRIORITE.....	276
TABLEAU 35 : FACTEURS DE L'EVICITION DU DIRIGEANT.....	277
TABLEAU 36 : FACTEURS DE LA SUBORDINATION DU PLAN DE REDRESSEMENT A UN VOTE DES CREANCIERS	279
TABLEAU 37 : LES DETERMINANTS DU TAUX DE FAILLITE	281

LISTE DES FIGURES

FIGURE 1 : REPARTITION DES CREATIONS D'ENTREPRISES SELON LEUR TAILLE	12
FIGURE 2 : STRUCTURE DU PASSIF DES ENTREPRISES DEFAILLANTES ET NON DEFAILLANTES EN 2010	15
FIGURE 3: TAUX DE DEFAILLANCE PAR TRANCHE D'AGE	37
FIGURE 4 : DEFAILLANCES D'ENTREPRISES EN DATE DE JUGEMENT.....	44
FIGURE 5 : DEROULEMENT DE LA PROCEDURE COLLECTIVE DE 1985-1994	163
FIGURE 6 : NOMBRE DE DIRIGEANTS CONVOQUES PAR LE TRIBUNAL DE 1997 A 2005	194
FIGURE 7: NOMBRE DE REGLEMENTS AMIABLES ET DE MANDATS <i>AD HOC</i> DE 1997 A 2005	195
FIGURE 8 : REPARTITION TEMPORELLE DE L'ECHANTILLON	201
FIGURE 9 : ACP DES REGLES DE LA DEFAILLANCE	249
FIGURE 10 : CLASSIFICATION DES REGLES LEGALES DE DEFAILLANCE.....	250

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....	9
AMPLEUR ECONOMIQUE ET SOCIALE DE LA DÉFAILLANCE.....	11
LA COMPLEXITÉ DE DEFINIR LE CONCEPT DE DÉFAILLANCE	18
LA MISE EN PLACE DE NOUVEAUX DISPOSITIFS JURIDIQUES	21
PROBLEMATIQUE ET QUESTIONS DE RECHERCHE	23
ORGANISATION DE LA THESE.....	25
CHAPITRE 1	29
LA COMPLEXITE DU PROCESSUS DE DÉFAILLANCE ET SON IMPACT SUR L'EFFICACITE ECONOMIQUE.....	29
SECTION 1. LA DÉFAILLANCE COMME RESULTANTE D'UNE DOUBLE TRAJECTOIRE.....	33
I. <i>Le défaut comme résultante d'un parcours économique et financier</i>	34
A. Les facteurs économiques de déclin	34
1. L'impact du contexte macroéconomique.....	35
a. Les effets de la création d'entreprises.....	35
b. Les répercussions de la loi de 1985	38
c. Une évolution défavorable de la conjoncture macroéconomique	40
2. Les causes microéconomiques de la défaillance.....	46
a. La faiblesse des débouchés.....	47
b. Une mauvaise appréhension de l'environnement concurrentiel.....	47
c. Le comportement de l'équipe dirigeante	48
d. Une gestion inefficace	50
e. Une origine accidentelle	52
B. La traduction financière du chemin vers la défaillance	55
1. L'origine financière du défaut	55
a. Les fondements de la théorie financière	56
b. Les coûts et asymétries informationnelles qui accompagnent l'endettement	60
2. L'enchaînement des symptômes financiers de défaillance	66
a. Le processus de détérioration de la valeur de l'entreprise	67
b. Les outils de diagnostic de la détresse financière	71
II. <i>Le défaut comme résultante d'un choix influencé par le droit</i>	73
A. Les coûts de la procédure collective	73
1. Le poids des coûts indirects.....	74
2. L'importance des coûts directs.....	76
B. La négociation informelle comme alternative à la procédure collective	78
1. L'intérêt de la négociation privée : la réduction des problèmes de coordination.....	79
2. Les facteurs d'échec de la renégociation informelle.....	81
a. Les asymétries d'information entre actionnaires et créanciers	82
b. Les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers.....	82
c. La persistance de problèmes de coordination	83
C. Les vertus de la procédure collective	84
1. La transparence des procédures collectives	85
2. Les objectifs des procédures collectives.....	86
a. Les fonctions des procédures collectives	87
b. La maximisation de la valeur de l'entreprise	88
SECTION 2. L'EFFICACITE DU TRAITEMENT JUDICIAIRE DU DEFAUT.....	91
I. <i>L'efficacité ex post : maximiser la valeur de l'entreprise</i>	92
A. Les vecteurs d'efficacité <i>ex post</i>	92
1. L'intérêt discutable de la coordination des créanciers	92
2. L'identification des intérêts à privilégier.....	95

3.	La détermination de l'issue optimale.....	101
B.	Les mécanismes de prise de décision	104
1.	Un vote des créanciers.....	104
2.	Le pouvoir discrétionnaire d'un tribunal	107
3.	Une vente aux enchères.....	109
4.	Le pouvoir de décision des actionnaires.....	114
<i>II.</i>	<i>L'efficacité ex ante : instaurer des mécanismes d'incitation.....</i>	<i>117</i>
A.	L'impact <i>ex ante</i> de l'ordre de priorité	118
1.	Les bénéfices du respect de l'ordre de priorité	118
a.	La protection des intérêts des créanciers	118
b.	Les incitations positives pour les dirigeants	121
2.	Les vertus d'une déviation de l'ordre de priorité.....	122
a.	Les incitations en matière d'investissements	123
b.	L'incitation du dirigeant à dévoiler ses informations privées	124
B.	L'impact des règles légales sur la structure financière	126
1.	L'impact de l'orientation du droit sur la structure financière	126
2.	L'impact du nombre de créanciers sur la structure financière	129
CONCLUSION	130	
CHAPITRE 2	135	
EVALUATION EMPIRIQUE DE LA TRAJECTOIRE DE DEFAUT ET DE SON TRAITEMENT JUDICIAIRE : UNE ETUDE ORIGINALE SUR DONNEES FRANÇAISES		135
SECTION 1. EN QUOI LA LEGISLATION FRANÇAISE CONSTITUE-T-ELLE UN OBJET DE RECHERCHE INTERESSANT ?		142
<i>I.</i>	<i>Présentation du cadre législatif de l'étude</i>	<i>142</i>
A.	L'évolution historique du droit des procédures collectives	142
1.	Les fondements du droit des procédures collectives : une procédure pénale.....	143
2.	La dissociation des aspects civils et pénaux	144
3.	L'apparition de l'entreprise dans les procédures collectives	145
4.	La responsabilité de l'entreprise devant la propriété sociale de l'emploi	147
B.	L'entreprise en amont de la cessation des paiements : la prévention du déclin.....	147
1.	La prévention des premières difficultés de l'entreprise	148
a.	L'amélioration de la structure financière et de l'information comptable.....	148
b.	La procédure d'alerte.....	149
2.	La prévention de la défaillance de l'entreprise en détresse.....	151
a.	L'intervention publique	152
b.	Le règlement amiable	153
C.	Le contexte législatif de l'étude : la protection de l'entreprise et de ses salariés.....	155
1.	Caractéristiques générales de la loi de 1985	156
2.	Appréciation critique de la loi de 1985.....	157
3.	Une réforme attendue mais limitée : la loi de 1994	158
a.	Le renforcement de la prévention	158
b.	La restauration des droits des créanciers	160
c.	La refonte des procédures.....	160
D.	Le déroulement de la procédure	162
1.	L'ouverture de la procédure de redressement judiciaire	163
a.	Les conditions d'ouverture	164
-	La cessation des paiements	164
-	La qualité exigée.....	164
b.	Les modalités de saisine du tribunal	165
-	La saisine par le débiteur : la déclaration de cessation des paiements	165
-	La saisine sur assignation d'un créancier.....	166
-	La saisine d'office par le tribunal ou par le procureur de la République.....	166
c.	Le jugement d'ouverture	166
-	La préparation du jugement d'ouverture.....	166
-	La désignation des organes de la procédure.....	167

- Le choix de la procédure et de la durée de la période d'observation	167
2. La période d'observation.....	168
a. La poursuite de l'activité de l'entreprise	168
- La répartition des pouvoirs entre administrateur et débiteur.....	168
- L'interdiction des paiements et la suspension des poursuites	169
- La continuation des contrats en cours.....	170
- Le financement de l'activité de l'entreprise.....	171
b. L'appréciation de la situation financière de l'entreprise.....	171
- L'observation de l'entreprise et l'élaboration du plan de redressement.....	172
- L'estimation du patrimoine de l'entreprise	172
3. L'issue de la procédure.....	174
a. La liquidation de l'entreprise.....	174
- La réalisation de l'actif	175
- L'apurement du passif	176
b. Le redressement de l'entreprise	177
- La continuation de l'entreprise	177
- La cession de l'entreprise.....	178
II. Les spécificités remarquables du cas français.....	181
A. Les principales caractéristiques des codes de défaillance européens.....	181
B. Le modèle social français : l' « exception française »	187
1. Des objectifs explicitement hiérarchisés.....	187
a. Premier objectif : le sauvetage de l'entreprise	188
b. Deuxième objectif : le maintien de l'activité et de l'emploi	188
c. Troisième objectif : l'apurement du passif	188
2. La clé de voûte de la défense de ces objectifs : le tribunal de commerce	189
3. La possibilité d'une voie de redressement alternative à la continuation : la cession	191
4. Des mécanismes de prévention contractuels encadrés par le tribunal : le succès du mandat <i>ad hoc</i>	192
SECTION 2 : UNE ETUDE ORIGINALE SUR LE PROCESSUS DE DEFAUT ET SA RESOLUTION	199
<i>I. Présentation de l'échantillon et structure des grilles.....</i>	<i>200</i>
A. Source des données et méthodologie.....	200
B. Statistiques descriptives de l'échantillon.....	207
<i>II. Les résultats de l'étude : trajectoire économique et financière du défaut et efficacité ex post.....</i>	<i>209</i>
A. La trajectoire économique et financière du défaut.....	209
1. L'histoire économique du défaut.....	209
2. L'impact de la structure financière	211
3. Le taux de couverture, fruit de la trajectoire économique et financière.....	213
B. L'efficacité du traitement judiciaire du défaut	215
1. Des critères de prise de décision guidés par la recherche de l'efficacité sociale	215
a. Le rôle actif des tribunaux afin de garantir le redressement	215
b. Validation empirique de l'orientation sociale de la loi : les critères de choix d'une offre de reprise....	219
2. Le « prix » de l'efficacité sociale : l'analyse des taux de recouvrement.....	222
a. Analyse de la ventilation des taux de recouvrement par issue	222
- L'impact de la prévention sur les taux de recouvrement.....	223
- L'importance des recouvrements en cas de continuation.....	224
b. Les déterminants des taux de recouvrement	226
- L'efficacité financière des mesures du tribunal en cas de redressement	227
- L'impuissance du tribunal en cas de liquidation.....	228
CONCLUSION	229
CHAPITRE 3	233
LA COHERENCE MACROECONOMIQUE DU TRAITEMENT JUDICIAIRE DU DEFAUT : UNE APPROCHE INTERNATIONALE COMPAREE	233
SECTION 1. LES REGLES DE DEFAILLANCE DANS LA LITTERATURE	237
SECTION 2. LE PUZZLE DES CODES DE FAILLITE NATIONAUX	244
<i>I. Description des variables</i>	<i>244</i>

<i>II. Cartographie des modes de gouvernance</i>	248
A. Le modèle pro-débiteur social	251
B. Le modèle pro-débiteur entrepreneurial	253
C. Le modèle répressif	254
D. Le modèle pro-créancier de gouvernance de l'entreprise défaillante	256
E. Le modèle mixte de gouvernance de l'entreprise défaillante	258
SECTION 3. L'ENVIRONNEMENT DES PROCÉDURES COLLECTIVES	260
<i>I. L'environnement institutionnel des modèles de gouvernance de la détresse financière</i>	261
A. Croissance et environnement légal	262
B. La structure et le développement financiers	267
C. Les règles régissant le marché du travail et la création d'entreprises	269
<i>II. Une modélisation des procédures collectives : les déterminants environnementaux des règles de la défaillance</i>	272
A. Les déterminants du gel des poursuites	273
B. Les déterminants du respect des règles de priorité	275
C. Les déterminants de l'éviction du dirigeant	277
D. Les déterminants de la subordination du plan de redressement à un vote des créanciers	278
E. Les déterminants du taux de faillite.....	280
CONCLUSION	282
CONCLUSION GENERALE	285
BIBLIOGRAPHIE	297
ANNEXES	319

La détresse financière des entreprises : trajectoire du déclin et traitement judiciaire du défaut

Résumé

L'objet de cette thèse est d'apprécier l'efficacité des procédures collectives d'un point de vue à la fois *ex ante* et *ex post* au regard de trois critères : leur efficacité financière, leur efficacité sociale et leur cohérence macroéconomique. Il s'agit d'une part d'analyser la trajectoire économique et financière du défaut et son traitement judiciaire afin de déterminer les coûts potentiels induits par les objectifs sociaux (la préservation de l'emploi) du droit français de la défaillance en termes de recouvrements pour les créanciers. Nous obtenons que, le traitement judiciaire du défaut est en France mis en œuvre dans l'esprit des objectifs définis et hiérarchisés par la loi et que le tribunal entreprend des mesures afin de défendre non seulement les intérêts sociaux, mais également, une fois ceux-ci protégés, les intérêts financiers ; ce résultat infirme notre hypothèse selon laquelle ces deux objectifs sont inconciliables. D'autre part, nous adoptons une approche *Law and Finance* afin de lier les codes de défaillance aux environnements nationaux. Nous proposons une appréciation du degré de cohérence macroéconomique du défaut, lequel constitue selon nous un élément de son efficacité.

Corporate Financial Distress: Path of Decline and Legal Treatment of Default

Abstract

This thesis aims to evaluate the efficiency of bankruptcy laws on an *ex ante* and *ex post* point of view according to three criteria: their financial efficiency, their social efficiency and their macroeconomic coherence. First, we analyze the economic and financial path of default and its legal treatment in order to determine the potential costs induced by the social objectives (employment preservation) of French bankruptcy law in terms of recoveries for creditors. We find that the legal treatment of default is in France implemented in the spirit of the objectives defined and hierarchized by the law, and that the court undertakes measures in order to also protect financial interests; this result invalidates our hypothesis that these two objectives are incompatible. Subsequently, we adopt a Law and Finance approach in order to bind bankruptcy codes to national environments. We offer an appreciation of the macroeconomic degree of coherence of default, which is in our opinion an element of its efficiency.

Key words: Bankruptcy, Employment, Governance, Law and Finance, Liquidation, Recovery Rate, Reorganization.