

Faut-il adopter un système pro-créanciers de défaillances ? Une revue de la littérature*

Gilles RECASENS

Université Bordeaux 1 - CREFF

Classification JEL : G330, K400

Correspondance :

IUT GACO, Campus Michel Serres, 184 avenue d'Italie, 47000 Agen

Tél : 05.53.87.96.17 Fax : 05.53.87.84.40

E-mail : recasens@gaco-agen.u-bordeaux.fr

Résumé : Les choix opérés en matière de défaillances conditionnent l'efficacité des décisions de liquidation ou de redressement ainsi que les comportements du dirigeant en place et des créanciers. D'une part, les systèmes pro-créanciers n'empêchent pas d'obtenir de nombreux règlements amiables et le maintien en activité d'une proportion importante d'entreprises. D'autre part, le rationnement du crédit est moins sévère dans ces systèmes. En assurant une meilleure protection de leurs intérêts, ils permettent enfin aux créanciers de se montrer plus cléments envers l'entreprise en détresse, ce qui augmente les chances de réussir une réorganisation formelle.

Mots clés : défaillance – loi sur les faillites - incitations – erreurs de sélection – coûts de défaillance.

Abstract : Bankruptcy choices condition, i) the efficiency of liquidation or reorganization decisions, ii) the incentives delivered to the debtor-in-place and its creditors. On the one hand, there is no incompatibility between a pro-creditors system and the possibility to reach informal agreements and a high proportion of firms emerging from bankruptcy as going concerns. On the other hand, credit rationing is less severe in such systems. Finally, offering a higher protection for creditors interests, pro-creditors systems let them the possibility to be more lenient. This effect favors the formal reorganization of distressed firms.

Key words : financial distress – bankruptcy law – incentives – filtering failures – bankruptcy costs.

* Je tiens à remercier G. Hirigoyen, D. Leclère, L. Vilanova, les arbitres anonymes de la revue FCS, les participants au colloque sur la défaillance de l'IAE de Montpellier (2002) et l'ensemble des membres du CREFF pour leurs commentaires et suggestions.

Les récentes difficultés d'entreprises telles que Air Liberté ou Moulinex ont mis en lumière un certain nombre de questions sur l'efficacité du système de défaillances en France. L'impact des difficultés de ces entreprises aux yeux de l'opinion publique a été non négligeable, notamment en raison des possibles pertes d'emplois liées à leur éventuelle disparition. Certains ont craint la liquidation de ces entreprises, d'autres ont tout tenté pour trouver d'éventuels repreneurs, beaucoup demandaient l'intervention des pouvoirs publics afin de réduire leur inquiétude. Cette actualité permet de raviver un certain nombre de questions de fond au sujet des entreprises en difficulté. On peut ainsi se demander quel système de défaillances faut-il adopter ? Est-il préférable de privilégier la défense des intérêts des créanciers de l'entreprise en difficulté ou vaut-il mieux, au contraire, favoriser la protection des intérêts du débiteur ? Faut-il plus se soucier des conséquences sociales de la disparition de l'entreprise défaillante ou vaut-il mieux s'intéresser à l'efficacité *ex ante* du système de défaillances, à ses effets incitatifs ? Pour répondre à ces questions, il est nécessaire de connaître les arguments des deux approches possibles du problème des défaillances d'entreprises.

La première approche consiste à privilégier le sauvetage de l'entreprise en difficulté afin de minimiser les conséquences sociales de la détresse financière. Cette approche est soutenue par des textes de lois qu'on qualifiera de pro-débiteur. Ils favorisent la renégociation des dettes et la réorganisation judiciaire de l'entreprise. Dans cette optique, la loi¹ ne prévoit pas l'éviction du débiteur défaillant de la direction de l'entreprise et lui donne la possibilité de proposer un plan de redressement. Au contraire, la seconde conception du problème des défaillances consiste à privilégier la défense des intérêts des créanciers et l'efficacité *ex ante* du système de défaillance. La liquidation est utilisée comme une menace envers les dirigeants afin de les inciter plus fortement à maximiser la valeur de l'entreprise et non à poursuivre des stratégies personnelles. Cette approche est soutenue par des lois exprimant plus de sévérité à l'encontre du débiteur défaillant. Dans cette vision de la loi, qu'on qualifiera de pro-créanciers, le dirigeant en place perd le contrôle de l'entreprise au profit d'un administrateur qui représente les créanciers. Sa mission consiste à optimiser les remboursements qu'ils

¹ Dans cet article, seules les procédures formelles de défaillances et leurs résultats seront analysés. L'étude des solutions informelles aux difficultés des entreprises n'est pas abordée.

peuvent obtenir. Pour ce faire, comme le souligne Homan (2000), il cherche souvent à maximiser la valeur des actifs de l'entreprise, soit en la démantelant, soit en organisant sa vente en tant qu'entité opérante. Le produit de la liquidation permet de rembourser les créanciers selon un ordre de priorité préalablement défini par la loi. Dans cette approche des défaillances, la liquidation n'est pas assimilée au démantèlement de l'entreprise. En revanche, elle implique la mise à l'écart du dirigeant en place.

Le premier apport de cet article est de proposer une revue de la littérature concernant le sort à réserver à l'entreprise en difficulté. Cette littérature soulève de nombreuses questions importantes en finance qui ont trait aux conséquences des décisions de redressement ou de liquidation pour les acteurs de l'entreprise en détresse. Ces questions concernent, i) l'efficacité *ex post* des décisions relatives au sort de l'entreprise en difficulté et les erreurs de sélection qui en découlent, ii) les incitations que les procédures formelles délivrent *ex ante* au dirigeant en place et à ses créanciers, autrement dit, l'effet disciplinant des procédures judiciaires et les décisions de sur ou de sous-investissement que peut prendre le dirigeant de l'entreprise en difficulté.

Le second apport de cet article consiste à proposer une réflexion sur le débat opposant les tenants d'un système pro-créanciers de défaillances contre ceux prônant la mise en place d'un système pro-débiteur. Cette réflexion intègre notamment une comparaison des systèmes légaux en France, aux États-Unis, au Canada, en Grande-Bretagne et en Suède. Les résultats empiriques² montrent que les approches les plus sévères donnent globalement de meilleurs résultats. Par exemple, le

² Cet article se base sur une comparaison internationale de différents travaux empiriques. Il est difficile d'effectuer des comparaisons de cet ordre en raison de la diversité des systèmes juridiques en place, du nombre relativement faible d'études sur les défaillances et de la diversité de leurs objectifs de recherche. Le double problème de la représentativité et de la comparabilité des études existantes se pose. En définitive, nous ne disposons d'études empiriques que sur les systèmes en place au Canada, aux États-Unis, en Grande-Bretagne et en Suède. Les études sur le système américain, bien que relativement plus nombreuses, reposent souvent sur des échantillons relativement réduits. En revanche, les études sur les systèmes canadien, britannique et suédois, bien que moins nombreuses, utilisent des échantillons plus larges. Pour tenter de répondre à ces problèmes de représentativité et de comparabilité des études existantes, notre travail tente, i) de mobiliser le plus grand nombre de travaux publiés sur les défaillances, ii) de rappeler, chaque fois que nécessaire, les différentes conditions d'étude afin de bien délimiter le cadre des comparaisons (le contexte juridique est aussi analysé), iii) de fonder ses conclusions sur des travaux suffisamment représentatifs des défaillances dans les pays étudiés.

système pro-créanciers suédois se caractérise par sa rapidité et son faible coût, par des taux de remboursement relativement élevés et, surtout, par la proportion importante d'entreprises qui émergent de la procédure en tant qu'entités opérantes. Par ailleurs, le rationnement du crédit est moins sévère dans les systèmes pro-créanciers. Concernant les procédures de réorganisation, le système pro-créanciers canadien donne globalement de meilleurs résultats que le dispositif pro-débiteur américain. Il semble notamment que les créanciers soient plus magnanimes au Canada qu'aux États-Unis, en raison de la meilleure protection offerte par la loi canadienne, ce qui augmente les chances de redressement de l'entreprise en difficulté.

L'article se présente de la façon suivante. La première section propose une synthèse des différentes solutions envisageables pour les entreprises en difficulté. La deuxième section présente une analyse des réorganisations formelles dans plusieurs pays industrialisés en intégrant notamment une comparaison des résultats empiriques obtenus dans un système pro-débiteur (aux États-Unis) et dans un système pro-créanciers (au Canada). La troisième section présente les résultats d'une comparaison des procédures de liquidation dans les différents pays étudiés, en incorporant des données empiriques provenant du Canada, de la Suède et de la Grande-Bretagne. Enfin, la conclusion résume les principaux enseignements tirés de cette analyse et propose quelques pistes de réflexion pour la réforme de la loi française sur les défaillances.

1. Quelles solutions pour les entreprises en difficulté

Le débat sur les entreprises en difficulté porte, i) sur le choix à opérer entre restructuration de la dette et restructuration des actifs, ii) sur le type de cadre légal à adopter et sur les conséquences de ce choix pour les différents acteurs de la crise. Les contrats financiers précisent le montant de l'engagement des créanciers, les remboursements prévus et, au travers d'avenants, les limites à apporter aux comportements du débiteur. Toutefois, si le dirigeant ne respecte pas ses engagements, le contrat est considéré comme rompu. Élément implicite de tout contrat financier, la loi sur les difficultés des entreprises s'applique alors pour apporter une solution au conflit.

1.1. Restructurer la dette ou les actifs de l'entreprise en difficulté

Les solutions envisagées pour résoudre la détresse financière³ consistent (voir tableau 1, en annexe), soit à renégocier les dettes de l'entreprise dans le cadre d'une procédure de réorganisation, soit à restructurer ses actifs ce qui implique leur liquidation partielle ou totale, soit les deux à la fois.

Le choix de restructurer⁴ la dette dans le cadre d'une procédure formelle présente l'avantage, selon Gertner et Scharfstein (1991), d'impliquer la participation de tous les créanciers. Certains pourraient être tentés de ne pas prendre part aux renégociations afin de profiter de leurs résultats, dans l'éventualité d'un succès, sans prendre part à leurs coûts (*hold out problem*). En effet, dans le cadre d'une renégociation informelle, certains créanciers peuvent anticiper que la restructuration de la dette doit conduire à une augmentation de la valeur de l'entreprise, puisqu'elle émerge de la détresse financière. Par conséquent, rester en dehors des tractations permet de profiter de cet accroissement de valeur sans avoir à octroyer de concessions en contrepartie. Évidemment, ce genre de comportement, anticipé par les autres créanciers, est susceptible de conduire à l'échec des renégociations.

Une autre façon de résoudre la détresse financière consiste à vendre les actifs de l'entreprise, en tout ou partie, afin de rembourser les demandes provenant des créanciers. Mais, pour Shleifer et Vishny (1992), il existe des coûts de liquidation qui peuvent être suffisamment élevés pour qu'une restructuration de la dette soit une solution moins coûteuse. Ces coûts de liquidation sont essentiellement liés à l'existence de trois facteurs qui empêchent de vendre les actifs mis en

³ Pour John (1993), l'entreprise est caractérisée, au niveau de ses financements, d'une part, par des contrats rigides (*hard contracts*), comme la dette bancaire, qui prévoient des remboursements fixes à des dates précises, d'autre part, par des contrats souples (*soft contracts*), comme les actions ordinaires, qui donnent un droit de propriété mais dont les retours sont aléatoires. Au niveau de ses emplois, l'entreprise est caractérisée par une certaine proportion d'actifs liquides (disponibilités, stocks, créances...) et non liquides (investissements). L'entreprise est en difficulté, dès lors que les actifs liquides sont insuffisants pour assurer le remboursement des demandes concernant les contrats rigides.

⁴ Restructurer la dette de l'entreprise en difficulté consiste, pour Gilson et al. (1990), soit à réduire son montant, soit à accroître sa maturité (en procédant au rééchelonnement des remboursements), soit à échanger certaines créances contre d'autres titres comme les actions ordinaires, avec ou sans remboursement partiel en liquide.

liquidation au meilleur prix. Premièrement, le marché secondaire pour les actifs en question peut être étroit, en raison de leur spécificité. Deuxièmement, l'entreprise en détresse peut appartenir à un secteur lui-même en difficulté. L'existence de contraintes financières fortes dans le secteur risque d'entraîner des difficultés pour la revente des actifs mis en liquidation. Enfin, l'asymétrie informationnelle dont souffrent les acheteurs hors secteur, concernant l'évaluation des actifs, risque d'impliquer des ventes à prix sacrifiés.

Par ailleurs, un aspect important du problème des défaillances concerne les décisions d'investissement du dirigeant en relation avec le degré de sévérité de la loi sur les entreprises en difficulté. Le choix à opérer entre lois sévères et lois clémentes conditionne aussi l'efficacité du système légal.

1.2. Lois sévères contre lois clémentes

En cas de détresse financière, le dirigeant peut être incité à prendre des décisions d'investissement sous-optimales. En fonction des opportunités d'investissement qui se présentent, il peut être tenté de surinvestir, au sens de Jensen et Meckling (1976) ou, au contraire, de sous-investir, comme dans le modèle de Myers (1977). Surinvestir consiste à entreprendre des projets excessivement risqués, à valeur actuelle nette négative, dans l'espoir de pouvoir éviter la cessation des paiements en cas de réussite du projet⁵. Au contraire, sous-investir consiste à ne pas mettre en œuvre des projets d'investissement à valeur actuelle nette positive⁶. Une loi dure envers le dirigeant défaillant est susceptible d'aggraver le problème de sous-investissement. Au contraire, une loi clémente devrait le réduire. En ce qui concerne les incitations à surinvestir, la loi a des effets plus complexes. Une fois la détresse financière avérée, les incitations du dirigeant à opter pour des investissements excessivement risqués devrait croître dans le cadre d'une loi sévère et diminuer dans le cadre d'une loi clémente, selon

⁵ L'échec du projet n'aggrave pas la situation du dirigeant (en raison de la responsabilité limitée) dans la mesure où la défaillance était certaine sans la mise en œuvre de cet investissement. Ce sont les créanciers qui supportent le coût de cet échec. La mise en œuvre de projets excessivement risqués diminue leur espérance de remboursement.

⁶ Le dirigeant est faiblement incité à engager de bons projets dont les retours sont insuffisants pour lui permettre d'éviter une défaillance. Ce sont les créanciers qui supportent le coût de tels choix. La mise en œuvre de projets à valeur actuelle nette positive permettrait d'augmenter leur espérance de remboursement.

Eberhart et Senbet (1993). Mais, avant que l'entreprise n'entre en détresse financière, ces effets sont inversés. Un système de défaillances pro-créanciers, par son effet disciplinant envers le dirigeant, réduit ses incitations à surinvestir alors qu'un dispositif pro-débiteur les accroît, ce qui risque de conduire les créanciers à refuser de financer l'entreprise.

La complexité des effets de la loi sur les comportements des débiteurs et des créanciers a conduit certains chercheurs à s'interroger sur la conception de procédures formelles optimales pour résoudre le problème des défaillances d'entreprises. Un aspect important de ce questionnement concerne l'efficacité des décisions que la loi conduit à prendre concernant le sort à réserver à l'entreprise défaillante. En général, une entreprise est considérée comme efficace s'il n'existe pas de meilleure valeur d'usage alternative pour ses actifs. Elle est considérée comme inefficace dans le cas contraire. En cas de défaillance, la meilleure solution pour une entreprise inefficace est la liquidation, alors qu'une réorganisation est préférable pour une entreprise efficace dans la mesure où sa valeur de continuation excède sa valeur de liquidation⁷. Mais, en pratique, il est difficile de différencier ces deux types d'entreprises, notamment en raison de la difficulté qu'on peut éprouver concernant l'évaluation des perspectives d'avenir de l'entreprise défaillante et de la valeur alternative de ses actifs. Ceci peut conduire, pour White (1994), à des erreurs de sélection de Type I et II. L'erreur de Type I consiste à réorganiser une entreprise inefficace. Le coût associé à cette erreur est la perte de la valeur alternative d'usage des actifs de cette entreprise. Au contraire, l'erreur de Type II consiste à liquider une entreprise efficace. Le coût associé à cette erreur est la perte de la valeur de continuation de l'entreprise.

Certaines propositions de réforme de la loi, comme celles de Aghion et *al.* (1992), mettent l'accent sur l'effet disciplinant, pour le dirigeant, d'un système pro-créanciers qui implique souvent la liquidation de l'entreprise ou, sinon, le remplacement de son équipe dirigeante. Il s'agit, en cas de défaillance, d'attribuer les droits sur le capital de l'entreprise aux créanciers. Ainsi, ils disposent du pouvoir de décider de son sort. Ce type de procédure aurait pour avantage d'éviter les ré-

⁷ Cet argument est souvent avancé pour justifier l'existence d'une loi sur les défaillances : l'intérêt de l'existence de procédures de réorganisation réside notamment dans le fait qu'elles permettent de sauver des entreprises en détresse financière mais économiquement efficaces.

organisations inefficaces mais risquerait, en revanche, d'entraîner des liquidations inefficaces ou prématurées. D'autres propositions de réforme, comme celles de Berkovitch et *al.* (1994), suggèrent d'introduire plus de clémence dans les procédures formelles afin d'éviter les erreurs de Type II et de délivrer au dirigeant de bonnes incitations. Pour eux, la valeur de l'entreprise dépend des efforts mis en œuvre par le dirigeant dans le développement de capital humain spécifique à l'entreprise. L'acquisition de compétences spécifiques se fait au détriment du développement de compétences plus générales, ce qui a pour conséquence de réduire le salaire alternatif du dirigeant. S'il est compétent mais que les difficultés ont pour origine de mauvaises conditions économiques, alors la liquidation de l'entreprise peut être coûteuse car elle conduit à évincer un dirigeant qui a développé les compétences nécessaires à la gestion des actifs pour le remplacer par une équipe dirigeante qui n'a pas consenti un tel investissement. Par ailleurs, la sanction que le dirigeant anticipe en cas de mauvaises conditions économiques peut l'inciter à sous-investir dans le développement de compétences spécifiques afin de préserver son salaire alternatif. Mais, cette stratégie accroît la probabilité de défaillance de l'entreprise. C'est pourquoi introduire plus de clémence en cas de difficultés permet de rétablir les incitations du dirigeant à acquérir les compétences nécessaires. Enfin, pour Recasens (2001), la loi optimale agit de manière à équilibrer *ex post* les chances du dirigeant en détresse et de sa banque de bénéficier d'une décision favorable de la part du juge afin de leur délivrer *ex ante* les incitations suffisantes pour mettre en œuvre les nouveaux projets d'investissements, les efforts nécessaires à leur réussite et, si nécessaire, un règlement amiable des difficultés.

La détermination du cadre légal des défaillances se révèle être une question sensible. Analyser les choix opérés dans un certain nombre de pays et les résultats connus à leur sujet nous permettra de mieux évaluer l'efficacité des systèmes pro-créanciers et pro-débiteur.

2. Systèmes pro-créanciers vs systèmes pro-débiteur : efficacité comparée des réorganisations formelles

La comparaison des procédures de réorganisation en France, aux États-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne permet d'apprécier les différences d'approches concernant les défaillances d'entreprises. Certains systèmes se montrant plus sévères que d'autres, il est intéressant de comparer les résultats qu'ils permettent d'obtenir en matière de réorganisation. Pour ce faire, nous analyserons les résultats obtenus dans le cadre d'un système pro-créanciers (au Canada) et ceux enregistrés dans le cadre d'un système pro-débiteur (aux États-Unis)⁸.

2.1. Les procédures formelles en France, aux États-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne

Les lois sur les défaillances d'entreprises en France, aux États-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne⁹ prévoient l'existence d'une procédure de réorganisation¹⁰ (voir tableau 2, en annexe). L'analyse de ces systèmes de défaillances permet de constater l'existence de choix très différents notamment au niveau de l'attribution du pouvoir décisionnel, du contrôle de l'entreprise, de la conception et de l'adoption du plan de redressement. La France et les États-Unis ont opté pour une approche pro-débiteur des défaillances avec pour souci de limiter les conséquences sociales de ce type d'événement. Au contraire, la Grande-Bretagne

⁸ À notre connaissance, il n'existe pas de données équivalentes en France et en Grande-Bretagne. C'est pourquoi l'analyse des résultats empiriques ne porte que sur les données américaines et canadiennes, les seules disponibles. Toutefois, il reste intéressant de discuter des dispositions juridiques françaises et britanniques en raison de l'originalité des choix opérés.

⁹ Les défaillances en France, aux États-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne sont respectivement régies par : i) les lois sur la prévention et le traitement des entreprises en difficulté des 1^{er} mars 1984, 25 janvier 1985 et 10 juin 1994, ii) l'« *U.S. Bankruptcy Code* », 1978, iii) la « Loi sur la faillite et l'insolvabilité, *SRC* », 1992, iv) l'« *United Kingdom Insolvency Act* », 1986.

¹⁰ La loi française se distingue sur plusieurs points. D'une part, elle instaure deux procédures de redressement : la continuation et la cession. D'autre part, elle prévoit, dans son volet préventif, l'existence d'un mode de réorganisation dénommé règlement amiable. Par ailleurs, la pratique a fait émerger un procédé de réorganisation (non prévu initialement dans le texte de loi) appelé mandat *ad hoc*. Dans les faits, ce procédé a été entériné par les tribunaux de commerce comme un des moyens principaux de prévenir la cessation des paiements. Pour Couret et *al.* (1995), son succès réside essentiellement dans son caractère informel, sa souplesse et sa confidentialité.

et le Canada ont opté pour un système pro-créditeurs dont l'objectif est de faire respecter les contrats financiers. La réorganisation y reste possible si elle permet aux créanciers d'obtenir des remboursements plus importants que dans le cadre d'une liquidation.

Aux États-Unis, en France et au Canada, le dirigeant en place conserve le contrôle de l'entreprise durant la réorganisation. Il est aussi responsable de la conception du plan de redressement. Toutefois, les lois française (régime général)¹¹ et canadienne prévoient qu'un administrateur l'assiste à ce niveau. En revanche, la loi britannique organise son éviction. Un administrateur prend la direction de l'entreprise et élabore un plan de sauvetage. Il est nommé par les créanciers et chargé de veiller au respect de leurs intérêts.

En France, le délai d'élaboration du plan (période d'observation) est de six mois dans le cadre du régime général contre quatre mois pour le régime simplifié, renouvelable une fois. Pour faciliter le concours de nouveaux financiers et accroître de cette façon les chances de redressement de l'entreprise, la loi accorde une priorité de remboursement améliorée aux créances accordées durant la procédure. Cette disposition existe aussi dans la loi américaine. En revanche, la durée d'élaboration du plan est plus réduite. Le dirigeant dispose de 120 jours pour faire une proposition de sauvetage qui doit être votée dans les trente jours suivants. Au contraire, les lois canadienne et britannique ne prévoient pas de priorité améliorée pour les créances de la procédure afin de ne pas contester les droits des créanciers anciens. Le délai accordé au dirigeant pour proposer une solution est de trois mois en Grande-Bretagne contre trente jours seulement au Canada¹².

Contrairement aux autres, la loi française ne prévoit pas la participation des créanciers à un vote concernant l'approbation du plan. Cette responsabilité est confiée au seul juge qui, par son indépendance et son impartialité¹³, est censé prendre la décision qui assurera le mieux la

¹¹ Un administrateur judiciaire est nommé pour les entreprises qui entrent dans le cadre du régime général de la loi. Il s'agit de celles qui emploient plus de cinquante salariés et dont le chiffre d'affaires hors taxes excède vingt millions de francs. Les entreprises plus petites entrent dans le champ d'application du régime simplifié. Elles ne bénéficient pas de la même disposition.

¹² La loi canadienne stipule que cette période est renouvelable par la cour par tranches de 45 jours, dans la limite de cinq mois.

¹³ L'idée de la loi française est de confier le pouvoir décisionnel à une personnalité n'ayant pas d'intérêts dans l'entreprise en difficulté. Pour une discussion sur l'indépendance et l'impartialité du juge français, voir le rapport Montebourg (1998) sur

survie de l'entreprise et la préservation des emplois, conformément aux objectifs de la loi¹⁴. La loi américaine accorde aux créanciers le droit de voter pour ou contre la proposition de réorganisation¹⁵. Que ce soit dans le cas français, au travers du souci de sauvegarde de l'entreprise en détresse et de l'éviction des créanciers concernant le vote du plan, ou américain, en raison de la possibilité de recourir à l'approbation forcée du plan, la loi conduit à accroître le pouvoir de négociation du dirigeant. Ce n'est pas le cas des lois canadienne et britannique. La première prévoit le vote du plan par les créanciers non sécurisés, avec des règles d'approbation similaires à celles contenues dans le texte de loi américain, ainsi que sa confirmation par la cour. La seconde exige une majorité des droits de créances pour l'acceptation du plan.

La comparaison des procédures de réorganisation française, américaine, canadienne et britannique permet de mettre à jour de nombreuses différences concernant les défaillances d'entreprises. L'approche française est fortement marquée par le contexte économique du début des années 80. En réalité, elle exprime le souci de préserver les emplois de l'entreprise en détresse en favorisant son sauvetage, ce qui conduit à octroyer d'importantes prérogatives au dirigeant en place et au juge, tiers indépendant censé agir au nom de l'intérêt collectif. En corollaire, les créanciers sont largement exclus de la procédure. En outre, le sauvetage de l'entreprise leur impose d'importants sacrifices. Au contraire, la loi britannique cherche à préserver le plus possible la liberté contractuelle du dirigeant et de ses créanciers. Son principal souci est de veiller au respect des contrats financiers ce qui conduit à exclure le dirigeant défaillant de son entreprise et à laisser aux créanciers le droit de décider du sort de celle-ci. Sa survie n'est possible, dans cette

le fonctionnement de la justice consulaire en France. Pour une analyse des conséquences des problèmes de corruption pour la gestion de l'entreprise en détresse, voir Biais et Recasens (2001).

¹⁴ Les objectifs de la loi française sont successivement : le sauvetage de l'entreprise en détresse, la préservation des emplois et l'apurement du passif. Dans cette conception des défaillances, le remboursement des créanciers est envisagé de manière résiduelle. Le sauvetage de l'entreprise et la préservation des emplois se font souvent au détriment de l'apurement du passif.

¹⁵ Il existe deux façons de l'approuver dénommées *unanimous consent procedure* et *cramdown procedure*. La première et la plus commune exige une majorité qualifiée des deux-tiers des droits de créances de chaque classe de créanciers ainsi que leur majorité en nombre. La seconde consiste en l'application forcée du plan de réorganisation par le juge, en cas de blocage au niveau de son vote. Sa mise en œuvre implique de nouvelles

perspective, que s'il s'agit du meilleur moyen de rembourser les créanciers. Les lois américaine et canadienne viennent s'insérer dans ce continuum de systèmes de défaillances, en occupant des positions intermédiaires. La position américaine se rapproche plus de la loi française en raison de l'importance des prérogatives attribuées au dirigeant en place et du rôle joué par le juge, bien qu'il dispose de moins de pouvoirs qu'en France. Au contraire, la loi canadienne se rapproche plus du système britannique. Toutefois, elle exprime plus de clémence envers le dirigeant en difficulté, en lui laissant notamment le contrôle de son entreprise durant le laps de temps nécessaire à l'élaboration du plan de sauvetage.

Il existe des études empiriques sur la réorganisation formelle des entreprises aux États-Unis et au Canada qui peuvent aider à mieux évaluer l'efficacité respective des approches pro-débiteur et pro-créanciers.

2.2. Les résultats empiriques des réorganisations formelles aux États-Unis et au Canada

Les données disponibles sur les entreprises en réorganisation aux États-Unis et au Canada (voir tableau 3, en annexe) permettent de constater la plus grande efficacité, dans l'ensemble, du système pro-créanciers canadien. Les performances réalisées dans le cadre de ces deux systèmes seront analysées selon les critères de durée des procédures, des coûts de réorganisation, des déviations de l'ordre de priorité des remboursements, des taux de récupération des créanciers, du succès des plans de redressement et des erreurs de sélection.

L'analyse des délais de procédure montre que l'adoption d'un plan de réorganisation est manifestement plus rapide au Canada qu'aux États-Unis. Les études américaines montrent qu'il s'écoule entre 20 et 25¹⁶ mois entre la date de défaillance et la date d'approbation du plan par la cour. Au Canada, le délai séparant la date de dépôt du plan et la date de ratification par la cour n'est que de 50 jours en moyenne, selon

vérifications des droits des créanciers afin qu'ils soient traités de manière équitable, ce qui conduit à allonger la procédure.

¹⁶ À ce sujet, voir Eberhart et al. (1990), Franks et Torous (1994) et Weiss (1990) pour les études portant sur l'application de la loi américaine. Voir Fisher et Martel (1999, 2000) pour celles concernant la loi canadienne.

Fisher et Martel (1999)¹⁷. Toutefois, la durée de réalisation du plan de réorganisation est sensiblement la même dans les deux pays.

En revanche, les coûts directs de défaillance sont plus élevés au Canada qu'aux États-Unis. Ils représentent 22,5 % de la valeur comptable des actifs au Canada pour Fisher et Martel (1999), contre 2,8 % aux États-Unis, selon Weiss (1990). Ce résultat pourrait surprendre dans la mesure où les coûts directs sont fortement liés à la durée de la procédure. Or, la réorganisation est moins longue au Canada. Mais ceci peut s'expliquer par l'intervention, au Canada, d'un administrateur dès le commencement de la procédure, ce qui n'est pas le cas aux États-Unis¹⁸.

Une question importante sur les défaillances concerne les coûts indirects (les pertes d'efficacité économique) qu'elles suscitent. Pour Andrade et Kaplan (1998), ces coûts se situent entre 10 et 23 % de la valeur de marché de l'entreprise. Leur étude porte sur un échantillon de 124 sociétés cotées aux États-Unis qui connaissent une situation de détresse financière (ce sont des entreprises hautement endettées) mais non économique. Les résultats soulignent la relative importance des coûts indirects. Mais, on peut se demander si ces coûts ne sont pas sous-estimés dans la mesure où l'échantillon ne comporte pas d'entreprises enregistrant de résultats économiques négatifs. Pourtant, de tels résultats peuvent notamment être le reflet de pertes d'efficacité (liées à de mauvais choix de projets ou de gestion) engendrées par l'existence de conflits d'intérêts entre dirigeant et créanciers.

Les déviations de l'ordre de priorité des remboursements constituent un indice de l'existence de coûts indirects de défaillance. Pour les éviter, les créanciers peuvent être incités à accorder des concessions dans le but de limiter les comportements opportunistes du dirigeant en détresse.

Aux États-Unis, il existe des violations de l'ordre de priorité des remboursements dans 70 % à 78 % des cas pour Franks et Torous (1989) et Weiss (1990). Certes, pour ce dernier, la priorité tient dans 92 % des cas pour les créanciers sécurisés, mais elle est violée de manière quasiment systématique pour les créanciers non sécurisés. Eberhart et al. (1990) mesurent un taux moyen de déviations de 7,6 % de la

¹⁷ De plus, 60 % des plans déposés sont votés dans un délai de un mois. 90 % des plans sont votés dans un délai inférieur à trois mois.

¹⁸ Or, selon Fisher et Martel (1999), la rémunération des administrateurs représente 69 % des coûts directs au Canada.

valeur totale des droits remboursés *ex post*, les déviations pouvant représenter jusqu'à 35 % de ceux-ci¹⁹. Au Canada, comme l'explique Martel (1999), les créanciers sécurisés ont la possibilité de se soustraire à l'application du plan de réorganisation (ce qui leur donne un important pouvoir de négociation) et les créances *seniors* doivent légalement être intégralement remboursées dès l'approbation du plan par la cour. Aussi, ces deux catégories de créanciers sont peu susceptibles d'accepter des déviations de l'ordre de priorité des droits. Il n'existe pas de données sur les déviations pouvant toucher les créanciers *juniors* au Canada.

Une question importante pour juger de l'efficacité d'une procédure concerne le taux de récupération des créanciers. Franks et Torous (1994) proposent une étude qui porte sur un échantillon de 37 entreprises en réorganisation judiciaire de taille suffisamment grande pour émettre de la dette publique. Pour eux, les créanciers récupèrent 51 % (médiane) de la valeur faciale de leurs droits, toutes classes de créanciers confondues. Les taux de récupération (médiane) sont de : 80 % pour les créanciers sécurisés, 86 % pour les banques, 47 % pour les créanciers *seniors* et 29 % pour les créanciers *juniors*²⁰. Les remboursements en *cash* n'intervenant qu'à hauteur de 29 % de la valeur fa-

¹⁹ Il existe deux grands types d'explications pour justifier l'existence de telles déviations. La première raison se fonde sur les effets incitatifs de la renégociation des contrats de financement *ex post*. Pour Franks et Torous (1989), renégocier *ex post* la valeur faciale des dettes de l'entreprise en difficulté s'analyse comme un moyen de réduire le problème de sous-investissement *ex ante*. Au contraire, pour Eberhart et Senbet (1993), renégocier est un moyen de réduire les incitations du dirigeant de l'entreprise en difficulté à surinvestir *ex post*, en lui attribuant une fraction plus importante des *cash-flows*. La seconde raison repose sur le constat selon lequel la procédure de réorganisation renforce le pouvoir de négociation du dirigeant. Il peut utiliser cet avantage pour imposer des concessions aux créanciers. Selon Atiyas (1995), le dirigeant profite de trois sortes d'atouts que la loi glisse dans son jeu : i) il conserve le contrôle de l'entreprise, ii) il bénéficie de la suspension automatique des poursuites à son encontre, iii) il établit le plan de réorganisation ce qui lui confère l'avantage de faire les propositions en premier. Pour Franks et Torous (1994), il peut menacer de retarder le plus possible la réalisation du plan. Il peut aussi se servir, pour Eberhart et *al.* (1990), de l'éventualité d'une procédure d'application forcée du plan comme d'une menace pour obtenir certaines concessions.

²⁰ Ces différentes classes se fondent sur l'ordre de priorité des remboursements aux États-Unis. Rappelons que les créances sécurisées n'entrent pas dans cet ordre de priorité car leurs détenteurs doivent être remboursés avant tout autres créanciers. Les termes de créanciers *seniors* et *juniors* expriment évidemment le degré plus ou moins élevé de priorité des créances.

ciale de la dette, le reste des paiements est évidemment suspendu à la réussite du plan de réorganisation.

Fisher et Martel (2000) étudient un échantillon plus large comprenant 393 entreprises en réorganisation. Seulement dix d'entre elles émettent des actions sur le marché des capitaux. Les créanciers ordinaires sont remboursés à hauteur de 30 % (médiane) de la valeur faciale de leurs droits, selon les termes des plans de réorganisation. 90 % des paiements sont échelonnés dans le temps. Les données canadiennes ne précisent pas les taux de récupération pour les créanciers sécurisés et *seniors*, mais ces catégories de créanciers sont extrêmement bien protégées par la loi, ce qui doit leur permettre de récupérer leurs créances. En revanche, les créanciers *juniors*, comme aux États-Unis, supportent plus fortement les coûts de réorganisation dans la mesure où leurs créances perdent environ 70 % de leur valeur.

La question de la réussite du plan de réorganisation est fondamentale, d'une part, pour juger de l'efficacité de la procédure, d'autre part, en raison du fait que la majeure partie des remboursements des créanciers en dépend. Fisher et Martel (1999) trouvent que les créanciers non sécurisés acceptent 75 % des plans de réorganisation proposés. La cour confirme 93 % d'entre eux. Par conséquent, 70 % des plans proposés sont entérinés par les créanciers et la cour. Par ailleurs, 72 % des plans mis en œuvre conduisent à un remboursement des créanciers conforme aux engagements pris au préalable. La probabilité de réussir une réorganisation judiciaire, pour une entreprise canadienne en détresse, s'élève donc à 50 %. Aux États-Unis, Hotchkiss (1995) trouve que, parmi les plans mis en œuvre, 40 % des entreprises continuent à subir des pertes d'exploitation trois années plus tard. 32 % des entreprises émergeant d'une première procédure de réorganisation doivent en entamer une seconde, dans un délai moyen de 46 mois. Ce résultat est à comparer aux 28 % d'entreprises canadiennes ne respectant pas la mise en œuvre du plan de réorganisation. La procédure de réorganisation canadienne, bien que donnant moins de pouvoir au dirigeant en place, ne semble pas pour autant obtenir de moins bonnes performances.

Certes, pour Hotchkiss (1995), le fait que près du tiers des entreprises réorganisées connaisse une seconde procédure de sauvetage permet de suspecter l'existence d'un biais de sélection en faveur d'entreprises non viables. Fisher et Martel (1999) proposent une comparaison des systèmes judiciaires américain et canadien sur ce sujet. Ils trouvent que

les chances de réorganiser une entreprise non viable²¹ sont plus grandes au Canada qu'aux États-Unis. Au Canada, la probabilité de procéder à ce type d'erreur excède 44 %, alors qu'elle dépasse 10 % aux États-Unis²². Il semble donc qu'il existe plus de risque de commettre des erreurs de Type I au Canada qu'aux États-Unis. Ce résultat est surprenant dans la mesure où on pourrait *a priori* s'attendre à ce qu'un système pro-débiteur produise plus de réorganisations inefficaces qu'un système pro-créanciers. Par ailleurs, les chances de liquider une entreprise viable sont plus importantes aux États-Unis qu'au Canada. Elles se situent entre 0 % et 91 % dans le premier pays et entre 0 % à 28 % dans le second. Le risque de commettre une erreur de Type II serait donc plus faible au Canada qu'aux États-Unis. Ce résultat aussi est surprenant car on pourrait *a priori* s'attendre à ce qu'un système pro-créanciers conduise à plus de liquidations inefficaces qu'un système pro-débiteur.

Une explication de ces phénomènes pourrait être la suivante : une loi jugée trop clémentine envers l'entreprise en difficulté aurait comme conséquence une attitude plus dure *ex post* des créanciers, au moment d'accepter ou de rejeter le plan de réorganisation, de manière à compenser le manque de sévérité de la loi. En développant une réputation de sévérité *ex post*, les créanciers inciteraient le dirigeant à bien se comporter *ex ante*. Ceci expliquerait pourquoi le système pro-débiteur américain donnerait lieu à moins d'erreurs de Type I et à plus d'erreurs de Type II. Au contraire, face à une loi jugée suffisamment protectrice de leurs intérêts, les créanciers pourraient faire preuve de plus de mansuétude dans leur décision d'acceptation ou de rejet du plan de réorganisation. La loi se montrerait suffisamment sévère pour qu'ils introdui-

²¹ Rappelons que réorganiser une entreprise non viable est une erreur de Type I et que liquider une entreprise viable procède d'une erreur de Type II selon la terminologie de White (1994), Fisher et Martel (1999).

²² Fisher et Martel (1999) proposent la seule étude disponible sur la mesure des erreurs de sélection. Pour le Canada, leur étude porte sur un échantillon de 303 entreprises adressant une demande de réorganisation judiciaire. Il est possible de vérifier *ex post* le nombre de plans mis en œuvre, ceux qui réussissent, et d'en déduire par différence le nombre d'erreurs de Type I. En revanche, une difficulté majeure survient dès lors qu'il s'agit de quantifier les erreurs de Type II. Certes, on connaît le nombre de plans rejetés pour l'échantillon en question. Mais, on ne peut pas connaître le nombre de décisions de rejet qui représentent une bonne décision, le rejet entraînant la liquidation de l'entreprise. Par conséquent, on ne peut pas quantifier le nombre d'erreurs de Type II. C'est pour cette raison et les conséquences que cela implique dans le calcul des proba-

sent un peu de clémence *ex post*. Au Canada, si le plan de redressement n'est pas correctement mis en œuvre par le dirigeant en place, les créanciers peuvent compter sur la protection de la loi et sur la rapidité du système judiciaire pour faire valoir leurs intérêts. C'est pourquoi le système pro-créditeurs canadien occasionnerait plus d'erreurs de Type I et moins d'erreurs de Type II.

En résumé, le système pro-créditeurs canadien donne globalement de meilleurs résultats que le dispositif pro-débiteur américain. Il existe peu d'opportunités, au Canada, pour imposer aux créanciers des déviations de l'ordre de priorité des droits. Les délais de conception du plan de sauvetage y sont plus courts. Ceci s'explique par le peu de pouvoir que le dirigeant en détresse tire de la loi. Seuls les coûts directs sont plus importants qu'aux États-Unis en raison de la présence obligatoire d'un administrateur aux côtés du dirigeant dès le début de la procédure. En revanche, les taux de récupération des différents créanciers et le taux de réorganisations réussies sont au moins aussi grands au Canada qu'aux États-Unis. Par ailleurs, la loi canadienne conduit à moins d'erreurs de Type II et à plus d'erreurs de Type I. Ce résultat suggère qu'opter pour un système pro-créditeurs de défaillances conduit les créanciers à se montrer plus magnanimes, ce qui augmente les chances de sauver l'entreprise en difficulté.

Il semble donc qu'un système pro-créditeurs des défaillances soit plus efficace, en matière de réorganisation judiciaire, qu'un système pro-débiteur. Dès lors, on peut se demander quels résultats espérer d'une approche pro-créditeurs dans l'éventualité d'une liquidation de l'entreprise en difficulté.

3. La liquidation de l'entreprise en difficulté

L'alternative à la réorganisation de l'entreprise en difficulté est évidemment la liquidation dont l'objectif est de maximiser les revenus des créanciers. Cette approche pro-créditeurs des défaillances conduit à évincer le dirigeant en place et à vendre les actifs pour apurer les dettes. Les actifs peuvent être vendus séparément (*piecemeal liquidation*) ce qui conduit au dépeçage et à la disparition de l'entreprise. Mais, ils peuvent aussi être vendus en bloc, l'entreprise restant alors une entité

bilités de commettre des erreurs de sélection, que celles-ci ne peuvent être évaluées que dans le cadre d'une fourchette.

opérante (*going concern*). Cette solution est fréquente en Suède. Dans un premier temps, nous comparerons les procédures de liquidation en France, aux États-Unis, au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne. Les critères de comparaison portent généralement sur : i) les différentes procédures possibles, ii) l'attribution du contrôle de l'entreprise, iii) l'existence ou pas d'une suspension automatique des poursuites (*automatic stay*), iv) l'ordre de priorité des remboursements (*absolute priority rule*). Dans un second temps, nous analyserons les résultats empiriques des liquidations dans trois pays disposant d'un système pro-créanciers : le Canada, la Suède et la Grande-Bretagne.

3.1. Les procédures de liquidation en France, aux États-Unis, au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne

Généralement, la liquidation de l'entreprise défaillante (voir tableau 4, en annexe) peut être demandée par le dirigeant ou par les créanciers. Toutefois, en France, le juge est seul responsable du sort de l'entreprise en cessation des paiements. La liquidation peut être prononcée de manière directe²³ ou indirecte (par conversion) dans le cas d'un échec du plan de redressement. Il existe une procédure de liquidation dans chacun des pays étudiés. Mais, la Suède et la Grande-Bretagne possèdent certaines particularités.

Le système suédois ne repose en pratique que sur un seul régime : la liquidation. Thorburn (2000) souligne bien l'existence d'une procédure suédoise de réorganisation judiciaire dénommée *composition* qui est censée permettre la renégociation des créances *juniors* sous la houlette de la cour. Mais, cette procédure ne donne aucune protection contre les créanciers *seniors* et sécurisés. Aussi, elle n'est jamais utilisée en pratique. Le seul système réellement en vigueur en Suède est la mise aux enchères de l'entreprise défaillante.

Le système britannique, quant à lui, se singularise par l'existence d'une procédure collective de liquidation et de deux procédures de droit privé qui conduisent fréquemment à la liquidation (*administrative receivership* et *receivership*). Le receveur administratif est nommé par

²³ Il s'agit d'une innovation due à la réforme de 1994 de la loi sur les entreprises en difficulté. Auparavant, une liquidation n'était envisageable qu'au terme de la période d'observation destinée à évaluer les chances de redressement de l'entreprise. Autrement dit, la liquidation n'était envisagée par le législateur que sous un angle résiduel, après échec de toute tentative de redressement.

des créanciers disposant de garanties sur un *pool* d'actifs²⁴. Son action peut conduire au démantèlement de l'entreprise défaillante, jusqu'à réalisation des créances impayées, ou à sa cession globale. Par ailleurs, les créanciers bénéficiant de sûretés sur des actifs précis peuvent, en cas d'impayés, nommer un receveur dont la mission consiste à prendre possession des actifs en question et à les liquider dans le but de rembourser ses commanditaires. Franks et Sussman (2000) trouvent, sur un échantillon de 534 entreprises britanniques en difficulté, que dans plus de 94,5 % des cas, les banques sont sécurisées à la fois sur des actifs précis et sur un *pool* d'actifs ce qui leurs laisse beaucoup de liberté sur le choix de la procédure à suivre en cas de défaillance du débiteur.

Dans chacun des pays étudiés, l'ouverture d'une procédure de liquidation entraîne systématiquement l'éviction du dirigeant en place et la nomination d'un professionnel des défaillances chargé de procéder à la mise en vente des actifs et au partage du produit obtenu. En revanche, la suspension automatique des poursuites n'est pas communément partagée. Le système britannique n'en comporte pas, ce qui signale la volonté du législateur d'entraver le moins possible les voies de recours des créanciers et la mise en œuvre des contrats financiers. Les États-Unis et le Canada n'appliquent pas non plus ce principe pour les créanciers sécurisés, ce qui dénote une préférence pour la protection des intérêts de cette catégorie de créanciers.

L'ordre de priorité des remboursements est sensiblement le même aux États-Unis, au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne. Hormis en Grande-Bretagne, il exclut les créances sécurisées, ce qui les rend prioritaires. Leur remboursement est effectué sur la base de la vente des biens mis en garantie, le produit de cette vente n'entrant pas dans le pot commun à partager entre tous les créanciers. Le choix britannique est légèrement différent dans la mesure où les frais de procédure sont en première position et aussi en raison de l'existence de deux types de créances sécurisées : *fixed charge* vs *floating charge*. Les créanciers impayés bénéficiant de garanties sur un actif précis peuvent à tout moment nommer un receveur pour en prendre possession, le liquider et se rembourser de la sorte. Les créanciers sécurisés sur un *pool* d'actifs sont *juniors* par rapport aux créanciers privilégiés. Bien qu'il existe aussi en France une distinction entre créances sécurisées ou pas, la

²⁴ Il existe deux types de garanties en Grande-Bretagne : celles portant sur un actif précis (*fixed charge*) faisant partie de l'actif immobilisé et celles concernant un *pool* d'actifs (*floating charge*) appartenant généralement à l'actif circulant.

priorité est donnée au remboursement des créances salariales les plus récentes. Les créances des titulaires d'une sûreté immobilière ou mobilière assortie d'un droit de rétention ou d'un nantissement sur le matériel et l'outillage viennent en troisième position, après les frais de justice. Les autres créances sécurisées occupent la cinquième position de l'ordre de priorité français après les créances postérieures au jugement d'ouverture de la procédure. Sur ce point, la loi française se démarque des autres par la moindre protection qu'elle offre aux créanciers sécurisés, ce qui peut avoir des conséquences en matière de rationnement du crédit.

Il est surprenant de constater l'importance résiduelle accordée aux droits des créanciers chirographaires qui sont, généralement, les fournisseurs. Pourtant, Franks et Sussman (2000) montrent leur importance pour le financement des entreprises. Leur étude porte sur les clients en difficulté des trois plus grandes banques de Grande-Bretagne. Il s'agit essentiellement d'entreprises de petite ou moyenne taille. Les principaux pourvoyeurs de fonds sont d'une part, une banque principale dont l'apport de capitaux varie entre 38 % et 49 % du total des crédits obtenus, d'autre part, les fournisseurs dont les financements se situent entre 24 % et 40 % des crédits mobilisés. Les fournisseurs occupent donc, de fait, une place essentielle dans le dispositif de financement des entreprises. Il est curieux de voir que, paradoxalement, ils n'occupent qu'une position résiduelle dans l'ordre de priorité.

3.2. Les résultats empiriques des liquidations au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne

Il existe des études empiriques sur la liquidation au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne (voir tableau 5, en annexe). Leurs résultats sont extrêmement intéressants dans l'optique de réaliser une comparaison avec ceux obtenus dans le cadre d'une réorganisation judiciaire. Les critères de comparaison s'attachent aux délais de la procédure, aux coûts directs qu'elle génère et au taux de remboursement des différents créanciers.

Fisher et Martel (2000), proposent une étude canadienne portant sur un échantillon de 810 entreprises en liquidation ou en réorganisation. La plupart d'entre elles sont de taille modeste, les entreprises en liquidation au Canada étant plus petites que celles en réorganisation. En Suède, Thorburn (2000) étudie 263 entreprises en défaillance, de petite

taille. Conformément à la loi suédoise, un administrateur prend le contrôle de ces entreprises afin de les mettre en vente. 75 % d'entre elles sont vendues en tant que *going concern*, les 25 % restant sont démantelées. Il est intéressant de remarquer qu'en Suède, où la loi est en pratique basée sur une seule procédure (la liquidation), trois entreprises sur quatre survivent en tant qu'entité opérante à une défaillance. Ce résultat est à rapprocher des 70 % d'entreprises canadiennes qui réussissent à émerger d'une procédure de réorganisation. En somme, les chances pour une entreprise en difficulté d'émerger en tant que *going concern* du processus de défaillance ne sont pas plus faibles en Suède, où il n'existe qu'un régime de liquidation, qu'au Canada, où coexistent un régime de liquidation et un régime de réorganisation.

En Grande-Bretagne, Franks et Sussman (2000) proposent une étude sur les défaillances qui porte sur les clients en difficulté des trois principales banques de ce pays. L'analyse donne des informations sur les procédures de liquidation et d'administration par un receveur mais aussi sur les sauvetages tentés au préalable. Avant d'initier la liquidation ou l'administration par un receveur, les trois banques tentent, au sein d'une unité spécialisée, de réaliser le sauvetage de l'entreprise en difficulté. Ceci est possible dans 34,4 % des cas pour la banque un, dans 40,1 % des cas pour la banque deux et dans 19,3 % des cas pour la banque trois. Ces résultats sont très intéressants dans la mesure où ils tendent à démontrer qu'il n'existe pas forcément d'incompatibilité entre un système pro-créanciers de défaillances et la possibilité de réaliser de nombreux règlements amiables. Par ailleurs, une procédure de liquidation ou d'administration par un receveur est ouverte respectivement dans 59,8 %, 39,6 % et 47,7 % des cas. Enfin, dans respectivement 5,8 %, 20,3 % et 33 % des cas, l'entreprise en difficulté rembourse sa dette et met fin à la relation bancaire en cours pour tenter de se financer auprès d'une autre banque. L'analyse de ces résultats confirme : i) l'existence de nombreuses réorganisations informelles dont on peut se demander si elles ne sont pas consécutives aux incitations délivrées par le système pro-créanciers britannique²⁵, ii) la prépondérance des pro-

²⁵ Dans son modèle, Recasens (2001) suggère que plus la loi sur les défaillances est sévère envers le débiteur défaillant, plus les chances de conduire une réorganisation amiable sont élevées. Cette analyse est confirmée par l'étude de Kiefer (2000) sur le système allemand de défaillances (le choix allemand étant pro-créanciers). Cette étude mentionne que 50 % des augmentations de capital concernant des entreprises en détresse sont accompagnées d'une restructuration informelle des dettes, ce qui confirme

cédures de liquidation et d'administration par un receveur dont les résultats nous intéressent directement.

Au Canada, les coûts directs de liquidation représentent 44,3 % de la valeur comptable des actifs. Ce résultat est à rapprocher de la durée moyenne de la procédure qui se situe aux alentours de 27 mois. Au contraire, en Suède, les coûts directs de la procédure sont faibles puisqu'ils représentent 6,4 % de la valeur comptable des actifs. La procédure dure deux mois en moyenne, ce qui est étonnamment rapide. En Grande-Bretagne, la seule phase de sauvetage dure en moyenne 7,5 mois. Les coûts directs s'élèvent respectivement à 42,4 % du total du montant des recouvrements pour la banque un, 24,3 % pour la banque deux et 38,7 % pour la banque trois. Ces montants sont plus élevés que ceux constatés en Suède où ils ne représentent que 19,1 % des valeurs recouvrées. Le recours au receveur administratif et la durée des procédures peuvent expliquer cette différence.

Au Canada, les créanciers ordinaires récupèrent en moyenne 2,5 % de la valeur de leurs droits contre 23,2 % pour les créanciers privilégiés²⁶. En Suède, dans le cadre d'une liquidation par morceaux, le taux de recouvrement des créances est de 35,2 % en moyenne toutes classes de créanciers confondus, 69 % pour les créanciers sécurisés, 27,1 % pour les *seniors* et 2,2 % pour les *juniors*. Pour ces deux catégories de créanciers, ces résultats sont proches de ceux enregistrés au Canada. Les résultats obtenus dans le cadre d'une liquidation impliquant la revente de l'entreprise en tant qu'entité opérante sont légèrement meilleurs. Le taux de recouvrement est de 40,4 % en moyenne pour l'ensemble des créanciers, 80 % pour les créanciers sécurisés, 34 % pour les *seniors* et 5,6 % pour les *juniors*²⁷. Ces résultats laissent penser que l'ordre de priorité des remboursements est largement respecté

qu'il n'existe pas d'incompatibilité entre une approche pro-créanciers des défaillances et la possibilité de conduire de nombreux règlements amiables.

²⁶ Dans 77 % des cas, les créanciers ordinaires ne peuvent bénéficier d'aucun remboursement. Les créanciers privilégiés subissent le même sort dans 53 % des cas.

²⁷ Rappelons que Franks et Torous (1994), dans le cadre de réorganisations formelles aux États-Unis, trouvent des taux de récupération (médiane) de 51 % pour l'ensemble des créanciers, 80 % pour les créanciers sécurisés, 47 % pour les créanciers *seniors* et 29 % pour les créanciers *juniors*. En Suède, on obtient respectivement (médiane) : 39,6 %, 85,2 %, 23,9 % et 0 %. À première vue, les résultats américains semblent meilleurs. Mais, pour réaliser une bonne comparaison, il ne faut pas oublier que les résultats suédois sont obtenus à partir de remboursements en *cash* (certains). Au contraire, les résultats obtenus aux États-Unis font largement référence à des remboursements en titres (incertains), par nature conditionnels à la réussite du plan de réorganisation.

en Suède. Un autre avantage majeur de la procédure suédoise réside dans le fait que les remboursements sont réalisés en *cash*, même dans l'éventualité de la cession en totalité de l'entreprise défaillante. Enfin, en Grande-Bretagne, le taux de recouvrement moyen est de plus de 73 % pour les trois banques en question. En revanche, les créanciers privilégiés ne perçoivent que 5 % en moyenne de la valeur de leurs droits. Si les taux de recouvrement britannique et suédois concernant les créanciers sécurisés sont proches, les créanciers privilégiés bénéficient de meilleurs remboursements au Canada et en Suède. Mais, il est possible que les résultats obtenus en Grande-Bretagne soient sous-estimés. En effet, ils tiennent compte de cas résolus au travers de règlements amiables, ce qui implique certaines renonciations pour les créanciers moins bien classés.

L'ensemble de ces résultats appelle plusieurs commentaires. Premièrement, l'exemple suédois montre l'intérêt d'une procédure unique organisée de manière à procéder très rapidement à la mise aux enchères de l'entreprise défaillante. Cette approche rapide et peu coûteuse entraîne en réalité un important taux de survie des entreprises. Le modèle suédois montre qu'il n'existe pas d'incompatibilité entre un système pro-créanciers des défaillances et un niveau élevé d'entreprises émergeant de la détresse financière en tant qu'entité opérante. Deuxièmement, si les taux de récupération réalisés en Suède semblent inférieurs à ceux obtenus aux États-Unis (dans le cadre d'une procédure de réorganisation), il faut noter que les remboursements des créanciers sont effectués en *cash*. L'étude sur les réorganisations aux États-Unis de Franks et Torous (1994) montre que seulement 29 % des remboursements sont réalisés en *cash*. On peut donc penser que les taux réels de récupération des créanciers sont inférieurs à ceux annoncés dans les études américaines sur les réorganisations dans la mesure où, d'une part, ils reposent essentiellement sur des promesses de remboursement, d'autre part, un tiers des entreprises réorganisées connaissent une seconde cessation des paiements dans les trois années suivant la résolution de la première défaillance, selon Hotchkiss (1995). Troisièmement, l'étude de Franks et Sussman (2000) montre qu'il n'existe pas d'incompatibilité entre un système pro-créanciers et la possibilité de réaliser de nombreux règlements amiables. Enfin, les études de Jappelli et Pagano (1999), La Porta et al. (1997) et La Porta et al. (1998), qui portent sur la comparaison des financements bancaires dans plus d'une quarantaine de pays, montrent que le ratio dette bancaire/produit inté-

rieur brut est positivement corrélé avec le niveau de protection des créanciers que la loi offre. Ce résultat confirme, en relation avec les prédictions du modèle de Recasens (2001)²⁸, que le problème de rationnement du crédit est plus sévère dans les systèmes pro-débiteur.

Toutefois, ces différents résultats plaident-ils définitivement en faveur de la création d'une procédure unique de liquidation ? On peut penser que non en raison des incitations à sous-investir qu'une telle approche des défaillances pourrait faire naître. L'étude de Kiefer (2000) sur le système pro-créanciers allemand répond à cette question. Cette étude porte sur 98 entreprises en détresse dont 54 procèdent à une augmentation de capital pour tenter d'éviter la liquidation. Les résultats montrent que : i) plus l'endettement est important, moins le montant de l'augmentation de capital est grand car, dans ce cas, le *debt overhang problem* est plus sévère, ii) plus les réductions de dettes accordées par les banques dans le cadre de renégociations informelles sont élevées, plus le montant de l'augmentation de capital est important. Ces résultats apportent donc une preuve de l'existence d'un problème de sous-investissement qui peut être atténué par la mise en œuvre d'une restructuration de la dette en cas de détresse financière. L'inconvénient majeur des renégociations informelles réside dans l'existence d'un *hold out problem* susceptible de conduire à leur échec. C'est pourquoi les lois sur les défaillances prévoient généralement, au côté d'une procédure de liquidation, l'existence d'une procédure de réorganisation judiciaire forçant tous les créanciers à entrer dans la renégociation des dettes.

Conclusion

En matière de défaillances d'entreprises, deux conceptions s'opposent concernant les procédures formelles de sortie de crise. La première consiste à privilégier la renégociation des dettes de l'entreprise afin d'assurer sa survie et de limiter *ex post* les conséquences sociales de la détresse financière. Cette approche est soutenue par des lois relativement plus clémentes sur les défaillances comme en France ou aux États-Unis. Dans cette optique, la loi accroît le pouvoir

²⁸ Dans son modèle, Recasens (2001) suggère que plus la loi sur les défaillances d'entreprises se montre clémente, plus les établissements bancaires sont réticents à accorder des financements pour les nouveaux projets d'investissement.

de négociation du dirigeant en détresse au détriment de celui des créanciers. Elle confie aussi d'importants pouvoirs au juge. Au contraire, la seconde approche possible du problème des défaillances consiste à favoriser la liquidation de l'entreprise. Le produit de la liquidation doit permettre de rembourser les créanciers. Cette approche se soucie principalement, i) du respect des contrats de financement, ii) de l'efficacité *ex ante* du système de défaillance. La défaillance est analysée comme un signe de mauvaise gestion, ce qui conduit à évincer le dirigeant en place et à confier le pouvoir de contrôle de l'entreprise aux créanciers.

L'analyse des systèmes de défaillances en place dans plusieurs pays industrialisés permet de conclure que les systèmes pro-créanciers donnent de suffisamment bons résultats pour remettre en cause l'intérêt d'approches plus clémentes. Le système suédois basé sur la mise aux enchères rapide de l'entreprise défaillante conduit à un taux élevé d'entreprises émergeant de cette procédure sous forme d'entité opérante (trois sur quatre). Ce système, peu coûteux, permet d'assurer des remboursements en *cash* d'un niveau relativement convenable au regard de ceux constatés dans le cadre de systèmes plus cléments. Mais le principal avantage d'une approche pro-créanciers réside dans son effet disciplinant pour le dirigeant d'entreprise. Pour reprendre l'argument de White (1994), une loi relativement sévère peut être suspectée d'occasionner de nombreuses erreurs de sélection de type II. Certes, ces erreurs risquent d'être coûteuses. Mais, elles ne concernent qu'une relativement petite proportion d'entreprises : celles qui sont défaillantes et sur lesquelles on commet une erreur de sélection. En revanche, l'effet disciplinant d'un système pro-créanciers concerne toutes les entreprises, ce qui est susceptible, d'une part, de générer d'importants gains d'efficacité, d'autre part, de réduire l'étendue du rationnement du crédit.

L'exemple canadien montre qu'il est possible de mettre en œuvre de nombreuses réorganisations judiciaires dans un système de défaillances pro-créanciers. La comparaison des réorganisations au Canada et aux États-Unis, où la loi est relativement plus clémente, souligne l'intérêt de l'approche canadienne. En dehors des coûts directs, qui sont plus élevés en raison de la présence d'un administrateur aux côtés du dirigeant en place, les réorganisations au Canada donnent globalement de meilleurs résultats que celles observées aux États-Unis. On peut supposer que ces résultats sont liés à l'approche plus sévère choisie par le législateur canadien et aux bonnes incitations que cette option délivre au

dirigeant en place et à ses créanciers. Il est en effet curieux de noter qu'il existe plus d'erreurs de Type I et moins d'erreurs de Type II au Canada, où la loi est relativement sévère, qu'aux États-Unis. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que les créanciers sont incités à plus de clémence au Canada qu'aux États-Unis en raison de la meilleure protection offerte par la loi, ce qui conduit à accroître les chances de sauver l'entreprise en détresse.

Sur la base de cette analyse, la réforme de la loi sur les défaillances en France devrait comporter des mesures de nature à rééquilibrer le pouvoir de négociation des créanciers. On peut se demander pourquoi le législateur français leur accorde si peu de place dans le déroulement des procédures judiciaires alors qu'au Canada, par exemple, leur présence ne semble pas nuire au redressement des entreprises. Par exemple, pourquoi ne pas permettre aux créanciers de voter pour ou contre le plan de redressement ? On peut aussi se demander pourquoi le législateur français n'opte pas pour une approche plus sévère du problème des défaillances. Cette critique se fonde sur les trois raisons suivantes. D'une part, l'exemple britannique montre qu'il n'existe pas d'incompatibilité entre une approche pro-créanciers des défaillances et la possibilité de conduire de nombreux règlements amiables. D'autre part, plus de sévérité conduirait à diminuer les incitations du dirigeant en place à poursuivre des stratégies personnelles. Enfin, une loi offrant une meilleure protection des intérêts des créanciers est évidemment plus susceptible de les rassurer quant au comportement du dirigeant en place et à l'évolution de leurs droits en cas de défaillance, ce qui est de nature à réduire l'étendue du rationnement du crédit.

Bibliographie

- Aghion P., Hart O. et Moore J. (1992), « The Economics of Bankruptcy Reform », *The Journal of Law, Economics and Organization*, July, p. 523-546.
- Andrade G. et Kaplan S.N. (1998), « How Costly is Financial (Not Economic) Distress ? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed », *The Journal of Finance*, vol. 53, n° 5, p. 1443-1494.
- Atiyas I. (1995), « Bankruptcy Policies: a Comparative Perspective », Working paper, Private Sector Development Department, The World Bank.
- Berkovitch E., Israel R. et Zender J.F. (1994), « The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations », Working paper, University of Michigan.
- Biais B. et Recasens G. (2001), « Corrupt Judges, Upwardly Mobile Entrepreneurs and Social Costs of Liquidation : The Political Economy of Bankruptcy Laws », Working paper, Université de Toulouse I, Université Bordeaux 1.
- Couret A., Morvilliers N. et de Sentenac G.A. (1995), *Le traitement amiable des difficultés des entreprises*, Économica.
- Dailly E., (1994), Avis du Sénat n° 303, séance du 27/01/1994.
- Eberhart A.C., Moore W.T. et Roenfelt R.C. (1990), « Security Pricing and Deviations from Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings », *The Journal of Finance*, vol. 45, n° 5, p. 1457-1469.
- Eberhart A.C. et Senbet L.W. (1993), « Absolute Priority Rule Violations and Risk Incentives for Financially Distressed Firms », *Financial Management*, vol. 22, n° 3, p. 101-116.
- Fisher T.C.G. et Martel J. (1995), « The Creditors' Financial Reorganization Decision: New Evidence from Canadian Data », *Journal of Law, Economics and Organizations*, n° 11, p. 112-126.
- Fisher T.C.G. et Martel J. (1999), « Should We Abolish Chapter 11 ? Evidence from Canada », *Journal of Legal Studies*, n° 28, p. 233-257.
- Fisher T.C.G. et Martel J. (1999), « Empirical Estimates of Filtering Failure in Court-Supervised Reorganization », document non-publié, THEMA, Université de Cergy-Pontoise.
- Fisher T.C.G. et Martel J. (2000), « The Bankruptcy Decision : Empirical Evidence from Canada », document non-publié, THEMA, Université de Cergy-Pontoise et Université Wilfrid Laurier.

- Franks J.R. et Torous W.N. (1989), « An Empirical Investigation of US Firms in Reorganization », *The Journal of Finance*, vol. 44, n° 3, p. 747-767.
- Franks J.R. et Torous W.N. (1994), « A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations », *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n° 3, p. 349-370.
- Franks J.R. et Sussman O. (2000), « An Empirical Study of Financial Distress of Small Bank-Financed UK Companies : A Reassessment of English Insolvency Law », Working paper, London Business School.
- Gertner R. et Scharfstein D. (1991), « A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, p. 1189-1222.
- Gilson S.C., John K. et Lang L. (1990), « Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, p. 315-353.
- Homan M. (2000), « What Makes Insolvency Procedures Work ? A Practitioner's View », European Summer Symposium in Financial Markets in Gerzensee, July 2000.
- Hotchkiss E.S. (1995), « Postbankruptcy Performances and Management Turnover », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, p. 3-22.
- Jappelli T. et Pagano M. (1999), « Information Sharing, Lending and Defaults : Cross-Country Evidence », Workshop on the Industrial Organization of Banking and Financial Markets in Europe, Barcelone, 26/27 November.
- Jensen M.C. et Meckling H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- John K. (1993), « Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and a Research Agenda », *Financial Management*, n° 22, p. 60-77.
- Kiefer R. (2000), « Distressed Equity Issues, Underinvestment and the German Financial System », Working paper, European University Institute.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.

- Martel J. (1994), « Commercial Bankruptcy and Financial Reorganization in Canada », Cahiers du Centre Interuniversitaire de Recherche en Analyse des Organisations, Université de Montréal.
- Martel J. (1998), « The Information Content of Financial Reorganization Contracts : Theory and Evidence from Canada », document non publié, THEMA, Université de Cergy-Pontoise.
- Martel J. (1999), « Faillite et réorganisation financière : comparaison internationale et évidence empirique », Working paper, Université de Cergy-Pontoise.
- Montebourg A. (1998), Les tribunaux de commerce : Une justice en faillite, Rapport de la Commission d'Enquête Parlementaire de l'Assemblée Nationale n° 1038.
- Myers S.C. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, p. 147-175.
- Recasens G. (2001), « Aléa moral, financement par dette bancaire et clémence de la loi sur les défaillances d'entreprises », *Finance*, vol. 22, n° 1.
- Robert J.J. (1994), Avis du Sénat n° 299, séance du 27/01/1994.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1992), « Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1343-1366.
- Thorburn K.S. (2000), « Bankruptcy Auctions : Costs, Debt Recovery and Firm Survival », *Journal of Financial Economics*.
- Weiss L.A. (1990), « Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violations of Priority of Claims », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 285-314.
- White M.J. (1994), « Corporate Bankruptcy as a Filtering Device : Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings », *Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 10, p. 268-295.
- White M.J. (1994), « The Costs of Corporate Bankruptcy : A U.S.-European Comparison », in J. Bhandari (Ed.), « Bankruptcy : Economic and Legal Perspectives », Cambridge University Press, p. 1-37.

Annexe

Tableau 1 – Travaux théoriques en relation avec les défaillances d'entreprises²⁹

Auteurs	Thèmes	Hypothèses	Résultats
Jensen et Meckling (1976)	Sur-investissement	L'existence de divergences d'intérêts entre dirigeant, actionnaires et créanciers influence la valeur de l'entreprise.	En raison de conflits d'intérêts avec les créanciers, le dirigeant-proprétaire peut être incité à mettre en œuvre des stratégies de surinvestissement.
Myers (1977)	Sous-investissement	La stratégie d'investissement du dirigeant dépend du niveau d'endettement de l'entreprise.	Le dirigeant d'une entreprise endettée risque d'être incité à ne pas mettre en œuvre certains projets à VAN positive.
Gertner et Scharfstein (1991)	Restructuration de la dette (<i>hold out problem</i>)	Les comportements opportunistes des créanciers risquent de faire échouer le sauvetage de l'entreprise en détresse.	Les réorganisations formelles présentent l'intérêt d'éviter que certains créanciers ne profitent de la restructuration de la dette de l'entreprise en détresse sans prendre part à son coût.
Aghion et al. (1992)	Procédures optimales de défaillance	Le rôle des procédures formelles est de sanctionner le non-respect des contrats financiers.	Une procédure formelle optimale doit permettre de maximiser <i>ex-post</i> la valeur de l'entreprise (en évitant notamment les réorganisations inefficaces) et d'inciter <i>ex-ante</i> le dirigeant à ne pas se comporter de façon opportuniste (effet disciplinant de la loi).
Shleifer et Vishny (1992)	Liquidation de l'entreprise en détresse	Il existe des coûts de liquidation liés à la spécificité des actifs et à l'asymétrie informationnelle.	Il est parfois difficile de vendre l'entreprise au meilleur prix dans le cadre d'une procédure de liquidation, de sorte que la réorganisation peut être une solution moins onéreuse.
Eberhart et Senbet (1993)	Effets incitatifs de la loi sur les défaillances	En période de détresse financière, le dirigeant adapte sa stratégie d'investissement en fonction des possibilités offertes par la loi.	Les déviations de l'ordre absolu de priorité des remboursements sont nécessaires afin de ne pas inciter le dirigeant de l'entreprise en détresse financière avérée à sur-investir.

²⁹ La plupart des travaux théoriques retenus dans ce tableau s'inscrivent dans le cadre de la théorie de l'agence et de la théorie des jeux.

Berkowitch et al. (1994)	Procédures optimales de défaillance	La valeur de l'entreprise dépend du niveau d'investissement en capital humain spécifique consenti par le dirigeant.	La loi doit être relativement clémente afin, i) d'éviter des liquidations inefficaces (notamment parce que les difficultés ne sont pas nécessairement du fait du dirigeant), ii) d'éviter que le dirigeant n'investisse pas suffisamment dans le développement de capital humain spécifique à la gestion de son entreprise.
White (1994)	Erreurs de sélection	Parmi les entreprises en détresse, certaines sont économiquement efficaces (pas de meilleure alternative d'usage pour les actifs de l'entreprise) et d'autres non. En raison de l'imperfection informationnelle, on ne sait pas toujours différencier les unes des autres.	Il existe deux types d'erreurs de sélection concernant le sort de l'entreprise en détresse : i) l'erreur de Type I consiste à réorganiser une entreprise économiquement inefficace, ii) l'erreur de type II consiste à liquider une entreprise économiquement efficace.
Recasens (2001)	Procédures optimales de défaillance	Les conflits d'intérêts entre dirigeant-proprétaire et créanciers sont exacerbés en période de détresse financière. Le degré de clémence de la loi conditionne l'issue de la crise ainsi que le comportement du dirigeant et des créanciers.	La loi optimale est un processus de rééquilibrage <i>ex-post</i> des chances du dirigeant et de ses créanciers d'obtenir une décision favorable du juge. Ce mécanisme permet de préserver les incitations <i>ex-ante</i> à mettre en œuvre le projet, à fournir les efforts nécessaires à sa réussite et éventuellement à réaliser un règlement amiable des difficultés.

Tableau 2 – *La réorganisation judiciaire en France, aux États-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne*

	France	États-Unis	Canada	Grande-Bretagne
Procédures de réorganisation	Continuation et cession pour le volet curatif de la loi, règlement amiable pour son volet préventif	Chapitre Onze	Réorganisation financière	Administration
Suspension automatique des poursuites	Oui	Oui	Oui	Oui
Contrôle de l'entreprise	Administrateur judiciaire ou dirigeant (suivant la taille de l'entreprise)	Dirigeant	Dirigeant	Administrateur (nommé par les créanciers, représentant de leurs intérêts)
Élaboration du plan	Administrateur ou dirigeant ou repreneur	Dirigeant	Dirigeant assisté par un administrateur	Administrateur (représente les créanciers)
Délai d'élaboration du plan	Période d'observation de six mois, renouvelable une fois (régime général)	De 120 à 180 jours	De 30 jours à cinq mois maximum	Trois mois
Nouveaux financements	Priorité de remboursement améliorée	Priorité de remboursement améliorée	Pas d'amélioration de l'ordre de priorité	Pas d'amélioration de l'ordre de priorité
Vote du plan par les créanciers	Non	Oui	Oui	Oui
Règle d'approbation du plan	Décision du juge	Majorité qualifiée et en nombre des créanciers ou approbation forcée par le juge	Majorité qualifiée et en nombre des créanciers non garantis et approbation du juge	Majorité des droits de créances

Tableau 3 – Résultats empiriques sur les réorganisations formelles

	États-Unis	Canada Fisher et Martel (1999, 2000)
Délais de réorganisation	En moyenne, ce délai est de 25 mois pour Eberhart et al. (1990), de 29 mois pour Franks et Torous (1994) et de 30 mois pour Weiss (1990). Dans ces études, la durée de réalisation du plan peut prendre respectivement : six, treize et huit ans.	50 jours en moyenne entre le dépôt du plan et le vote des créanciers (auxquels il faut rajouter un mois environ pour la ratification du plan par la cour). 14 mois en moyenne pour le remboursement des créanciers (selon les termes du plan), l'exécution du plan pouvant prendre dix ans.
Coûts de défaillance	Coûts directs : 2,8 % de la valeur comptable des actifs au moment de la défaillance pour Weiss (1990). Coûts indirects : entre 10 et 23 % de la valeur de marché de l'entreprise selon Andrade et Kaplan (1998).	22,5 % de la valeur comptable des actifs.
Violations de l'ordre de priorité des remboursements (APR)	Il existe de fréquentes violations de l'APR : de 70 % des cas pour Franks et Torous (1989) à 78 % des cas pour Weiss (1990). Eberhart et al. (1990) trouvent que la valeur moyenne des déviations en faveur des actionnaires représente 7,6 % des paiements effectués <i>ex-post</i> .	
Taux de récupération des créanciers	Les créanciers récupèrent 51 % de la valeur faciale de leurs droits, selon Franks et Torous (1994).	Les créanciers ordinaires bénéficient en moyenne d'un remboursement à hauteur de 38 % de la valeur de leurs droits.
Taux de réussite	Pour Hotchkiss (1995), 40 % des entreprises émergeant d'une réorganisation formelle continuent à subir des pertes d'exploitation trois ans plus tard. 32 % entament une seconde procédure de réorganisation.	70 % des plans de réorganisation sont adoptés. 72 % d'entre eux sont réalisés en totalité, ce qui implique qu'un plan sur deux est une réussite.
Erreurs de sélection (réorganiser des entreprises non viables)	Selon Fisher et Martel (1999), les chances de réorganiser une entreprise non viable se situent dans une fourchette allant de 10 % à 100 %.	Les chances de réorganiser une entreprise non viable se situent dans une fourchette allant de 44 % à 100 %.
Erreurs de sélection (liquider des entreprises viables)	Selon Fisher et Martel (1999), les chances d'éliminer une entreprise viable se situent dans une fourchette allant de 0 % à 91 %.	Les chances d'éliminer une entreprise viable se situent dans une fourchette allant de 0 % à 28 %.

Tableau 4 – Les procédures de liquidation en France, aux États-Unis, au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne

	France	États-Unis	Canada	Suède	Grande-Bretagne
Ouverture de la liquidation	Par le juge, ouverture directe ou indirecte	Par l'entreprise ou par ses créanciers	Par l'entreprise ou par ses créanciers	Par l'entreprise ou par ses créanciers	Par l'entreprise ou par ses créanciers
Procédures possibles	Liquidation	Chapitre Sept	Liquidation (<i>bankruptcy</i>)	Liquidation (mises aux enchères de l'entreprise par parties ou en tant qu'entité)	Liquidation, administration par un receveur
Contrôle de l'entreprise	Mandataire judiciaire	<i>Trustee</i>	<i>Trustee</i>	<i>Trustee</i>	Liquidateur, receveur, receveur administratif
Suspension automatique de poursuites	Oui	Oui, excepté pour les créanciers sécurisés si la valeur de leur droits excède la valeur des actifs mis en garantie	Oui, mais pour les seuls créanciers non sécurisés	Oui	Non, les détenteurs de garanties peuvent à tout moment nommer un receveur pour en prendre possession
Ordre de priorité des remboursements (<i>Absolute Priority Rule</i>)	1 Créances salariales super-privilégiées 2 Frais de justice 3 Certaines créances sécurisées 4 Créances de la procédure 5 Autres créances sécurisées 6 Créances chirographaires	Créances sécurisées (hors <i>APR</i>) 1 Frais et créances de la procédure 2 Taxes et salaires impayés 3 Créances non garanties et créances sécurisées impayées 4 Actionnaires	Créances sécurisées (hors <i>APR</i>) 1 Frais de procédure 2 Créances salariales privilégiées 3 Taxes et autres créances privilégiées 4 Créances ordinaires	Créances sécurisées (hors <i>APR</i>) 1 Frais de procédure 2 Créances sécurisées restant impayées 3 Créances <i>seniors</i> (taxes, salaires) 4 Créances <i>juniors</i>	1 Frais de procédure 2 Créances sécurisées sur des actifs précis 3 Créances privilégiées (taxes, certaines créances salariales) 4 Créances sécurisées sur un <i>pool</i> d'actifs 5 Créances ordinaires

Tableau 5 – Résultats empiriques sur la liquidation au Canada, en Suède et en Grande-Bretagne

	Canada Fisher et Martel (2000)	Suède Thorburn (2000)	Grande-Bretagne Franks et Sussman (2000)
Échantillon	810 entreprises en difficulté au Canada (417 en liquidation, 393 en réorganisation) sur la période 1977-1988	263 entreprises en difficulté en Suède sur la période allant du 1/1/1988 au 31/12/1991	534 entreprises en difficulté entre 1997 et 1998 (ces entreprises sont clientes des trois principales banques commerciales britanniques)
Longueur de la procédure	27 mois en moyenne	2 mois en moyenne	7,5 mois en moyenne pour le seul processus de sauvetage
Coûts directs	44,3 % de la valeur comptable des actifs	6,4 % de la valeur comptable des actifs	42,4 % du montant des recouvrements pour la banque un, 24,3 % pour la banque deux, 38,7 % pour la banque trois
Taux de remboursement	23,2 % en moyenne pour les créanciers privilégiés (<i>seniors</i>) contre 2,5 % pour les créanciers ordinaires (<i>juniors</i>)	35,2 % en moyenne toutes classes de créanciers confondus, 69 % pour les créanciers sécurisés, 27,1 % pour les <i>seniors</i> et 2,2 % pour les <i>juniors</i> (<i>piecemeal liquidation</i>)	Plus de 73 % en moyenne pour les trois banques, 5 % pour les créanciers privilégiés