

Entreprises en difficultés : l'arbitrage des tribunaux entre maintien de l'emploi et apurement du passif

Régis Blazy*, Bertrand Chopard**, Agnès Fimayer***, Jean-Daniel Guigou****

Lorsqu'une entreprise en difficultés fait défaillance, les tribunaux de commerce doivent arbitrer entre le maintien de l'activité et de l'emploi et l'apurement du passif. Cet arbitrage est inscrit dans la loi sur le traitement judiciaire des entreprises en difficultés. Peu d'études ont jusqu'ici rapproché les pratiques des tribunaux des objectifs généraux définis par le législateur.

Une telle analyse peut se ramener à formuler successivement trois questions. (1) Quels sont les déterminants du maintien de l'activité des entreprises par redressement judiciaire : celui-ci est-il lié à la manière dont les tribunaux gèrent la procédure ? (2) L'apurement du passif dépend-il des actions engagées par les tribunaux durant la procédure ? (3) Comment les tribunaux arbitrent-ils entre maintien de l'emploi et apurement du passif lorsque plusieurs offres de rachat se font concurrence ?

Cette étude s'appuyant sur les données collectées dans les tribunaux de commerce (Paris et Région parisienne) apporte quelques éléments de réponse : ces données permettent de constituer un échantillon d'entreprises défaillantes sur la période 1989-2005, dont certaines poursuivront leur activité via un redressement judiciaire (plans de continuation ou de cession) alors que l'actif des autres sera réalisé dans le cadre d'une liquidation judiciaire.

Ces données suggèrent que l'action des tribunaux durant la procédure collective augmente les chances de redressement des entreprises. Toutefois, elles ne font pas ressortir de lien significatif entre leur action et l'apurement du passif. Enfin, la sensibilité des juges au maintien de l'emploi annoncé dans les propositions de reprise est confirmée. Pour autant, notre étude invalide l'hypothèse selon laquelle les choix des tribunaux nuiraient au désintéressement des créanciers.

* Université de Strasbourg - EM Strasbourg Business School - IEP Strasbourg

** BETA UMR CNRS 7522 - Université de Nancy 2 *** Université de Strasbourg - IEP Strasbourg **** Université du Luxembourg - Luxembourg School of Finance

Les auteurs remercient les rapporteurs anonymes de la revue, ainsi que Mireille Bardos, Jérôme Combier, Anne-France Delannay, Michel Dietsch, Claire Genevey, Didier Havette, Roselyne Kerjosse, Pauline Lainé, Isabelle Laudier, Valérie Leloup-Thomas, Joël Petey, Hugues Picard, Jean-Claude Pierrel, Sylvie Regnard, Albert Reins, Perrette Rey, Michel Rouger, Henri Savajol, Christine Villanueva, Laurent Weill. Cette étude a bénéficié d'un financement d'OSEO.

La loi française du 25 janvier 1985 sur la liquidation et le redressement judiciaire des entreprises marque une rupture dans le traitement légal du défaut de paiement. À travers cette loi, le législateur a doté les tribunaux d'un outil de politique industrielle prioritairement destiné à protéger les entreprises en difficulté. Cette rupture, qui amoindrit incontestablement le caractère infamant du défaut de paiement, apparaît à la lecture de l'article premier de la loi de 1985 qui dispose qu'« une procédure de redressement judiciaire est « destinée à permettre la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité et de l'emploi et l'apurement du passif. 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. Lorsque aucune de ces solutions n'apparaît possible, il est procédé à la liquidation judiciaire » ». La loi de 1985 – dite loi Badinter – établit donc une hiérarchie entre les objectifs que doivent suivre les juges des tribunaux de commerce : le maintien de l'activité des entreprises, comme support de l'activité économique et de l'emploi, devrait l'emporter sur le désintéressement des créanciers. En outre, le sort du débiteur relève d'une décision de justice et échappe ainsi au vote des créanciers. Plus précisément, au terme d'une période d'observation durant laquelle il engage/autorise différentes mesures de restructuration, le tribunal décide soit la liquidation judiciaire de l'entreprise, soit son redressement judiciaire, à travers le rééchelonnement de ses dettes (plan de continuation) ou sa revente à un repreneur éventuel (plan de cession).

Le traitement judiciaire des difficultés des entreprises a fait l'objet de réformes successives. Le rythme soutenu auquel celles-ci se sont succédées traduit probablement la volonté du législateur français d'adapter au mieux l'environnement juridique du pays à l'évolution de l'activité économique, fût-ce au prix d'une certaine instabilité juridique. De ce point de vue, la réforme du 10 juin 1994 n'a pas modifié fondamentalement les objectifs initiaux de la loi de 1985. Elle « perfectionne » en quelques sorte la législation précédente, en en corrigeant quelques imperfections mais sans remettre en question l'esprit général. Les modifications introduites en 1994 ne sont cependant pas marginales, car elles prennent acte de changements significatifs de la pratique judiciaire. En particulier, la réforme accroît le volet préventif de la législation en renforçant le règlement amiable (1). Par ailleurs, depuis 1994, les tribunaux de commerce ont développé leur politique de prévention à

l'égard des dirigeants d'entreprises connaissant des premières difficultés (développement des « cellules de prévention », notamment à Paris et en Île de France, dont les tribunaux de commerce (2) gèrent environ 15 % des défaillances françaises (Insee, 2009)). D'autres innovations ont été introduites en 1994 : simplification de la procédure collective (3), renforcement limité du pouvoir des créanciers sécurisés (4), et mise en place de mesures visant à moraliser les plans de cession (5). Le déroulement général de la procédure collective conformément à ces deux législations prises pour référence par notre étude est détaillé dans l'encadré 1. Plus récemment enfin, la loi de sauvegarde des entreprises du 26 juillet 2005 (elle-même modifiée par l'ordonnance du 18 décembre 2008) a sensiblement modifié le traitement judiciaire des difficultés des entreprises, d'une part, en consacrant les procédures de prévention (mandat *ad hoc* et conciliation (6)), d'autre part, en perfectionnant (7) les procédures judiciaires existantes (redressement judiciaire et liquidation judiciaire), et enfin, en introduisant une nouvelle procédure, la « sauvegarde » (8), proche dans son fonctionnement du redressement judiciaire, mais réservée à des entreprises encore solvables. Malgré ces modifications importantes, les objectifs initiaux de 1985 et leur hiérarchisation caractérisent toujours l'orientation de la législation française : la sauvegarde des entreprises doit l'emporter sur le désintéressement des créanciers.

1. On citera notamment le renforcement de la procédure d'alerte et la possibilité de suspension provisoire des poursuites durant le règlement amiable si celle-ci permet de faciliter la conclusion d'un accord.

2. Tribunaux de commerce de Paris, Nanterre, Bobigny, et Créteil (source : Observatoire Consulaire des Entreprises en Difficultés, dossier statistique 2010 : www.oced.cciip.fr/pdf/Dossier-statistique-20100801.pdf).

3. La législation de 1994 rend possible la liquidation immédiate (sans période d'observation) des entreprises ne présentant pas de perspectives de redressement.

4. La loi prévoit depuis 1994 le paiement comptant des contrats en cours durant la période d'observation (article 37 modifié) et modifie quelque peu l'ordre de désintéressement, à l'avantage de certaines créances sécurisées en cas de liquidation judiciaire (article 40 modifié).

5. Si le cessionnaire n'exécute pas ses engagements (financiers et non financiers), le tribunal peut prononcer la résolution du plan. De ce point de vue, la loi de 1985 était moins sévère car elle prévoyait seulement la nomination d'un administrateur *ad hoc* en cas de défaut de paiement du prix de rachat.

6. Anciennement règlement amiable.

7. Notamment en introduisant un vote (limité) des créanciers regroupés en comités.

8. Depuis le 11 octobre 2010, l'assemblée nationale a adopté un projet de loi de régulation bancaire et financière. Ce texte a notamment introduit un chapitre relatif à une procédure de « sauvegarde financière expresse ». Cette nouvelle procédure, d'une durée maximale d'un mois, peut être considérée comme une voie intermédiaire entre la conciliation et la sauvegarde, ouverte lorsqu'une minorité de créanciers bloque la conclusion d'un accord avec le débiteur.

Cette hiérarchie des objectifs, caractéristique du Droit français des procédures collectives, a conduit plusieurs analyses (Davydenko et Franks, 2008 ; White, 1996) à décrire le cas français comme un exemple caractéristique de système pro-débiteur, peu protecteur des droits des créanciers (La Porta *et al.*, 1998). Il pourrait en résulter une détérioration des taux de recouvrement des créanciers, que l'on pourrait analyser comme la contrepartie d'une plus grande

protection économique (entreprise) et sociale (emploi).

S'interroger au sujet de l'existence d'un arbitrage entre le maintien de l'activité et de l'emploi et la protection des intérêts financiers des créanciers nécessite de préciser au préalable la notion d'« efficacité » du droit des procédures collectives, d'un point de vue social et financier.

Encadré 1

LA PROCÉDURE COLLECTIVE (LÉGISLATIONS DE 1985-1994)

Une entreprise (débiteur) entre en procédure collective lorsqu'elle se trouve en cessation des paiements, c'est-à-dire dans une situation telle que la valeur de ses actifs disponibles ne couvre plus celle de ses passifs exigibles. En d'autres termes, ses actifs les plus liquides sont insuffisants pour rembourser ses dettes à court terme. Cette situation justifie le déclenchement de la procédure par jugement d'ouverture publié au Bulletin des Annonces Civiles et Commerciales (Bodacc). La procédure s'ouvre généralement de deux manières : à l'initiative du débiteur lui-même (déclaration de cessation des paiements) ou de l'un de ses créanciers (assignation). Il existe d'autres voies d'ouverture, mais leur importance demeure marginale (auto-saisine du tribunal, procureur de la République, non respect d'engagements antérieurs...).

Une fois la procédure déclenchée, une période d'observation s'ouvre (d'une durée maximale de 20 mois), au cours de laquelle sont évaluées les chances de redressement du débiteur. Le tribunal peut néanmoins décider la liquidation immédiate de l'entreprise si ses actifs sont manifestement insuffisants pour espérer tout redressement. En dehors de ce cas, la période d'observation a pour effet de suspendre les poursuites individuelles et d'interdire le paiement des créances nées avant le jugement d'ouverture (il s'ensuit une reconstitution immédiate du niveau de la trésorerie). À ce stade de la procédure, trois acteurs sont nommés par le tribunal. Tout d'abord, un représentant des créanciers est chargé de vérifier l'étendue réelle du passif et, en cas de liquidation judiciaire, de réaliser les actifs (il devient alors le liquidateur de l'entreprise). Ensuite, un administrateur judiciaire, chargé d'aider le chef d'entreprise (voire de se substituer à lui), engage les mesures nécessaires à la restructuration et à la préservation des actifs, et établit, en fin de procédure, un bilan économique et social contenant un avis en faveur, soit de la continuation, de la cession ou de la liquidation. Enfin, un juge commissaire a pour mission d'harmoniser la procédure et de veiller à son bon déroulement. C'est lui qui autorise par ordonnance les mesures engagées par l'administrateur.

Durant la période d'observation, certains créanciers échappent à l'interdiction des paiements. C'est notamment le cas des salariés dont les deux derniers mois de salaires impayés bénéficient d'un « super-privilège », c'est-à-dire du droit à être payé dans les

15 jours suivant le jugement d'ouverture ou, à défaut, à être payé prioritairement à tous les autres créanciers, au terme de la procédure. Par ailleurs, l'entreprise doit pouvoir poursuivre son activité durant la période d'observation en contractant de nouvelles dettes : ainsi, les créances nées après le jugement d'ouverture, dites « créances article 40 » (ou *new money*) peuvent être payées à leur échéance normale, voire au comptant. En cas de non paiement, ces créances bénéficient d'un rang de priorité élevé en cas de cession ou (dans une moindre mesure) de liquidation.

Au terme de la période d'observation, et sur avis de l'administrateur judiciaire, le tribunal décide seul du sort de l'entreprise (entre 1985 et 2005, il n'y avait donc pas de vote des créanciers dont l'influence sur la décision finale demeurait très limitée). Deux issues sont possibles : la liquidation judiciaire ou le redressement judiciaire.

La liquidation judiciaire peut être décidée si aucune perspective de redressement n'a pu être dégagée durant la période d'observation. Dans ce cas, le montant de réalisation des actifs constitue l'assiette du désintéressement des créanciers. Ces derniers sont payés suivant leur rang dans l'ordre de priorités de remboursement. On distingue ainsi les créances superprivilégiées, les créances bénéficiant d'un privilège général (créances publiques par exemple), d'un privilège spécial (créances bancaires sécurisées par exemple), les créances article 40 et enfin, les créances chirographaires (sans garantie).

Alternativement, l'entreprise peut bénéficier d'un redressement judiciaire susceptible de prendre deux formes. Dans le premier cas les dettes sont rééchelonnées dans le cadre d'un plan de continuation (d'une durée maximale de 10 ans). Dans le second, l'entreprise est revendue à un repreneur éventuel, dans le cadre d'un plan de cession : les créanciers sont alors désintéressés sur la base du prix de rachat, en suivant l'ordre de priorités. Si plusieurs offres de reprise (détaillées dans le bilan économique et social) se font concurrence, le tribunal (s'il décide la cession de l'entreprise) doit désigner le repreneur autorisé à racheter l'entreprise. Quelle que soit l'issue de la procédure, celle-ci s'achève par un jugement de clôture publié au Bodacc.

En premier lieu, comment définir une solution « efficace » d'un point de vue social (au sens d'une protection des intérêts sociaux des salariés (9)) ? À l'exception de Korobkin (1991) et de Warren et Westbrook (2000), peu d'études ont analysé directement les conséquences sociales de la défaillance d'entreprise. Deux définitions peuvent être avancées – l'une large et l'autre plus restrictive. Au sens large, une procédure collective efficace du point de vue de la protection des intérêts sociaux des salariés devrait favoriser la réallocation des ressources du débiteur vers les solutions préservant le maximum d'emplois présents et futurs, quel que soit le secteur considéré. L'efficacité au sens large est cependant difficile à mettre en évidence empiriquement car il faudrait pour cela être en mesure d'identifier l'ensemble des solutions ouvertes à l'entreprise et leurs conséquences sociales respectives, présentes et futures. Aussi est-il plus réaliste d'adopter une définition plus restrictive, fondée sur un arbitrage plus simple : quelle solution (liquidation, continuation, ou cession) est à même de protéger au mieux les emplois de l'entreprise ? Dans cette perspective, la continuation ou la cession de l'entreprise sont *toujours* des solutions préférables ou équivalentes à la liquidation, car cette dernière s'accompagne par nature de la destruction de tous les emplois de l'entreprise. Tel est le point de vue adopté par le législateur français qui privilégie explicitement le maintien de l'activité. Notons cependant que cette définition restrictive néglige les perspectives de réembauche des salariés ayant perdu leur emploi à la suite de la liquidation de leur entreprise : à nouveau, l'ampleur de telles réembauches serait particulièrement difficile à estimer empiriquement. Aussi nous limitons-nous à l'impact social de la procédure, une fois menée à son terme, sans extrapoler les perspectives d'embauche futures.

En second lieu, comment définir une solution « efficace » d'un point de vue financier ? Cette question a été assez largement débattue dans la littérature (White, 1989) et peut être également envisagée dans un sens large ou restrictif. Au sens large, une procédure efficace financièrement doit promouvoir la réallocation des actifs vers les projets d'investissement maximisant la valeur de l'entreprise, cette valeur étant définie comme la valeur totale des droits financiers des investisseurs (créanciers et actionnaires). Toutefois, l'identification et la comparaison, pour la même entreprise, de l'ensemble des projets d'investissement, présents et futurs, réalisés ou potentiels, est un défi pour l'analyse empirique. Dans le cas le plus simple, une entreprise

devrait être liquidée à partir du moment où sa valeur de liquidation excède sa valeur de continuation (Blazy et Chopard, 2004 ; White, 1989). Ces deux valeurs sont toutefois difficiles à estimer, notamment la seconde qui exige des hypothèses fortes sur l'existence d'une comptabilité prévisionnelle et sur le taux d'actualisation à utiliser (Bathélémy *et al.*, 2009). Aussi, la plupart des travaux (Armour *et al.*, 2006) ; Davydenko et Franks, 2008) retiennent-ils une approche simplifiée, en utilisant, comme *proxy* de l'efficacité financière, le taux de recouvrement total observé. Ces travaux comparent les différents taux attachés à chacune des procédures (liquidation, redressement par continuation ou par cession), de sorte qu'un taux de recouvrement élevé dans une procédure indique que celle-ci préserve de la valeur pour les créanciers.

Dans cet article, nous estimons également les taux de recouvrement selon l'issue de la procédure, mais nous allons au delà de cette approche, en utilisant les données afférentes aux propositions de reprise adressées aux tribunaux de commerce. En effet, ces propositions – propres aux entreprises cédées – permettent de comparer, *pour le même débiteur*, les différents prix de rachat et les diverses caractéristiques de chaque proposition de reprise (plus ou moins favorables à l'emploi). De cette manière, il est possible de tester directement l'arbitrage entre maintien de l'emploi et apurement du passif. Cette approche, qui mériterait d'être étendue aux autres issues de la procédure (liquidation, continuation) est une innovation par rapport aux études précédentes : à notre connaissance, aucune recherche n'aborde directement un tel arbitrage dont l'analyse nécessite l'utilisation de données peu accessibles, car le plus souvent gérées directement par les tribunaux de commerce. Cet article exploite de telles données relatives à la période 1989-2005. Les données collectées proviennent, pour la plupart, des pièces communiquées aux greffes des tribunaux de commerce : jugements d'ouverture et de clôture, déclaration de cessation des paiements, extrait Kbis (10), état des créances, bilan économique et social, requêtes et ordonnances. Ces pièces contiennent de précieuses informations sur l'origine des difficultés, les valeurs d'actifs, les sommes recouvrées,

9. Nous ne faisons pas référence ici à l'efficacité sociale au sens de Pareto, telle que le bien-être social de l'économie, somme des l'ensemble des surplus individuels, soit maximum.

10. L'extrait Kbis est conservé au greffe du tribunal de commerce : outre des informations sur le(s) dirigeant(s), ce document rassemble des informations sur l'entreprise (numéro SIREN, nom de l'entreprise, raison sociale, forme juridique, capital social, adresse(s), date de création, durée de la société, code d'activité NAF).

les coûts de faillite, la durée de la procédure, les mesures engagées durant celle-ci, les caractéristiques des plans de reprise, les décisions du tribunal, etc.

L'étude de l'arbitrage entre maintien de l'emploi et apurement du passif peut se ramener à formuler successivement trois questions complémentaires. Les deux premières se rapportent de manière indirecte à l'arbitrage, tandis que la troisième teste directement son existence :

1. Quels sont les déterminants du choix des tribunaux en faveur de la solution la plus protectrice de l'activité et de l'emploi (*i.e.* le redressement judiciaire, par rapport à la liquidation judiciaire) ? Il s'agit en particulier d'identifier le rôle des tribunaux dans ce choix : sont-ils passifs ou, au contraire, profitent-ils de la période d'observation pour préparer activement le redressement des entreprises ? En d'autres termes, les chances de redressement des entreprises en difficultés sont-elles dues à leurs caractéristiques propres, au moment du déclenchement de la procédure, et/ou à la manière dont cette procédure est gérée par les organes de justice ?

2. Quels sont les déterminants des taux de recouvrement des créanciers ? Plus particulièrement, nous analysons l'impact des mesures engagées par les tribunaux durant la procédure sur les recouvrements : leur rôle est-il significatif ou, au contraire, marginal au regard du désintéressement des créanciers ? En effet, par les mesures qu'ils engagent durant la période d'observation et par les actions visant à récupérer et/ou protéger certains biens du débiteur, les organes de justice peuvent sensiblement accroître les recouvrements des créanciers. Qu'en est-il empiriquement ? Dans la même perspective, nous nous demanderons si les taux de recouvrement sont plus faibles dans le cas d'un maintien de l'activité par redressement judiciaire.

3. Lorsqu'ils sélectionnent les plans de reprise (en cas de cession), les tribunaux mettent-ils en balance l'impact social (protection de l'emploi) et financier (prix de rachat) du plan ? À ce niveau de l'analyse, nous testerons directement l'arbitrage entre maintien de l'emploi et apurement du passif. Pour ce faire, nous utilisons les caractéristiques des diverses propositions de rachat du débiteur pour identifier les facteurs accroissant les chances, pour chacune d'elles, d'être sélectionnée par le tribunal. Précisément, les engagements sociaux d'un repreneur augmentent-ils la probabilité de voir sa proposition sélectionnée par le tribunal ? Ou au contraire,

cette probabilité dépend-elle avant tout du prix de rachat qu'il propose (ce prix étant l'assiette du désintéressement des créanciers) ?

L'analyse de ces trois questions débouche sur plusieurs résultats. Premièrement, nous montrons que la probabilité qu'une entreprise soit redressée ne dépend pas seulement de ses caractéristiques propres, mais aussi de la manière dont les tribunaux gèrent la procédure. Ces derniers jouent donc un rôle actif dans le maintien de l'activité et de l'emploi (par rapport à la liquidation pure et simple du débiteur). Deuxièmement, les taux de recouvrement totaux moyens ne sont pas plus faibles en redressement judiciaire qu'en liquidation judiciaire. Ceci est particulièrement vérifié pour les plans de continuation dont les taux de recouvrement sont en moyenne plus élevés. Ce résultat est à la fois intuitif et essentiel. Intuitif d'une part, car une entreprise a d'autant plus de chances d'être redressée que sa valeur est suffisante pour rembourser les principaux bailleurs de fonds. Ce résultat est essentiel d'autre part, car il contredit la prédiction selon laquelle le redressement judiciaire serait une solution destructrice de valeur pour les créanciers. Troisièmement, les mesures engagées par les tribunaux de commerce n'ont pas d'impact significatif sur le taux de recouvrement. Ce résultat, proche de Radulovic (2008), peut être interprété différemment, selon le point de vue adopté. D'un côté, il confirme la hiérarchie établie par le Droit français : les tribunaux n'ont pas pour objectif premier d'accroître l'apurement du passif. D'un autre côté, l'absence d'impact significatif sur le recouvrement suggère que leur action ne nuit pas pour autant à l'apurement du passif. Quatrièmement, lorsque plusieurs propositions de reprise se font concurrence à l'égard d'un même débiteur, les engagements en faveur du maintien de l'emploi accroissent significativement la probabilité qu'un plan de reprise soit sélectionné par le tribunal. Toutefois, les tribunaux n'en demeurent pas moins sensibles au prix de rachat (en niveau), mais sans lien clair avec les montants dus.

Une insuffisance d'actifs plus sévère dans les cas de cession et de liquidation

Les éléments de réponse apportés à ces trois questions résultent d'une analyse statistique portant sur un échantillon de 858 entreprises défaillantes : les deux tiers relèvent de la législation du 25 janvier 1985, le tiers restant de la réforme du 10 juin 1994. Il est à ce jour trop tôt pour juger des effets de la dernière législa-

tion de 2005/2008. En effet, certains dossiers en cours ne sont pas clôturés ou trop récents pour juger de l'avenir des entreprises redressées. L'origine et les caractéristiques de ces données sont détaillées dans l'encadré 2.

La majorité (entre 86 % et 96 %) des entreprises défaillantes de l'échantillon a un statut de responsabilité limitée (SA, SARL, EURL) (cf. tableau 1). La répartition sectorielle est homogène d'une issue de la procédure à l'autre :

Encadré 2

LES DONNÉES

Notre échantillon est composé de 858 entreprises défaillantes (1) dont le dossier est clôturé au moment de l'enquête, tous secteurs confondus à l'exclusion de l'agriculture et du secteur financier. 69 % d'entre-elles relèvent de la législation de 1985 (date de clôture de la procédure comprise entre 1989 et 1994) et 31 % de la législation de 1994 (date de clôture comprise entre 1995 et 2005). Pour tenir compte de la phase transitoire entre les deux législations, notre échantillon contient moins d'observations entre 1993 et 1996, période durant laquelle l'environnement juridique peut être considéré comme moins stable. La structure temporelle de l'échantillon est présentée dans le graphique ci-dessous.

L'information contenue dans les dossiers de défaillance provient du tribunal de commerce de Paris, ainsi que, dans une moindre proportion, de plusieurs tribunaux de banlieue parisienne (Créteil, Nanterre, Bobigny). Ce choix se justifie par la qualité de l'information collectée dans les greffes concernés, la disponibilité des données, les conditions de faisabilité de la col-

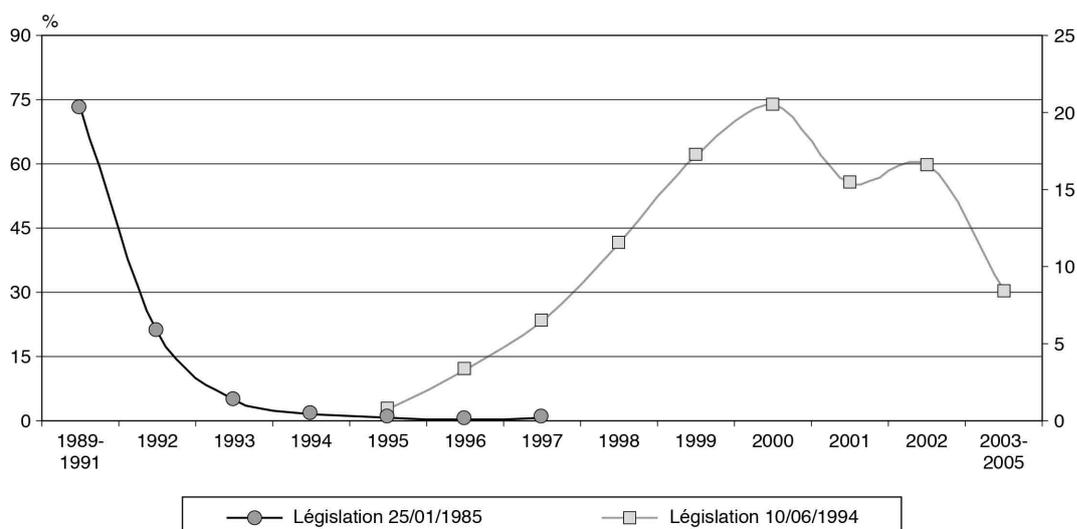
lecte manuelle et le rôle actif de ces tribunaux dans la prévention depuis 1994. L'échantillon présente donc un biais régional. Celui-ci demeure cependant limité lorsque l'on compare les répartitions nationale et parisienne des défaillances d'entreprises en 1994 et 2005 (cf. annexe 1). La répartition sectorielle (commerce, industrie, services) est proche entre Paris et la France. On note une légère surreprésentation des formes juridiques à responsabilité limitée sur Paris, ainsi qu'un taux de liquidation judiciaire un peu supérieur dans la capitale, en 2005. Au total, les tribunaux de commerce de Paris et sa banlieue traitent environ 15 % des défaillances françaises (Insee 2009).

L'information collectée recouvre un nombre important de documents : déclaration de cessation des paiements, extrait Kbis, jugement d'ouverture, extraits

1. 1004 dossiers ont été exploités initialement, tous étant renseignés sur les mesures engagées et l'origine du défaut. Certains dossiers étant incomplets, l'analyse descriptive de notre échantillon est cependant restreinte à 858 dossiers.

Graphique I

Répartition temporelle de l'échantillon (année du jugement de clôture)



Lecture : 20,7 % des entreprises défaillantes relevant de la législation de 1985 ont vu leur jugement clôturé en 1992. 16,6 % des entreprises défaillantes relevant de la législation de 1994 ont vu leur jugement clôturé en 2002.

Champ : échantillon non pondéré : 858 entreprises défaillantes relevant des législations de 1985 (596 observations) et de 1994 (262 observations.).

Source : calcul des auteurs, à partir de données en provenance des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.



la moitié environ des entreprises appartiennent au secteur des services (11), tandis que l'autre moitié se répartit de manière équilibrée entre commerce et industrie. Les entreprises défaillantes sont essentiellement des PME : l'effectif salarié moyen est compris entre 4 et 32 salariés (échantillon relevant de la loi de 1985) et entre 7 et 37 salariés (échantillon relevant de la loi de 1994), soit une légère augmentation des effectifs salariés entre le premier et le second échantillon. Par ailleurs, et surtout, les entreprises cédées

sont en moyenne plus grandes que les autres : la taille est manifestement un facteur d'attractivité pour les repreneurs (réputation, parts de marché, étendue du réseau commercial, etc.). À l'opposé, les entreprises liquidées, notamment les liquidations immédiates, sont les entreprises les plus petites. Doit-on pour autant en déduire que

11. Soit environ 10 % de plus que la population totale d'entreprises défaillantes à Paris et en Région parisienne (sources : Insee et Observatoire Consulaire des Entreprises en Difficultés).

Encadré 2 (suite)

des jugements modificatifs et jugement définitif, bilan économique et social, requêtes auprès du juge commissaire et réponses de celui-ci sous forme d'ordonnances, états des créances, rapport des représentants des créanciers (dit « rapport L13 »). Leur exploitation nous a permis de collecter des données sur :

- les caractéristiques du débiteur (numéro SIREN, date de création, forme juridique, taille, secteur, effectif salarié) ;
- les causes du défaut, telles que reportées par l'administrateur judiciaire dans le bilan économique et social. Celles-ci ont été codifiées en 51 codes (cf. annexe 2), eux-mêmes regroupés en 6 chapeaux (accident, environnement macroéconomique, débouchés, production, finance, stratégie et gestion). Cette codification est proche de celles précédemment utilisées par le CEPME (1986) et Blazy et Combié (1997) ;
- les mesures engagées par les tribunaux durant la procédure collective (mesures de restructuration et de protection des actifs, codifiées en 32 codes (cf. annexe 2), regroupées en 4 chapeaux selon leur nature et leur finalité : débouchés, production, finance, stratégie et gestion) ;
- les valeurs d'actifs (telles que déclarées par le débiteur, puis vérifiées par l'administrateur) ;
- les valeurs de passif (telles qu'admissibles par le représentant des créanciers) ;
- les sommes recouvrées (sur la base des valeurs de liquidation, du prix de rachat, ou du contenu du plan de continuation) ;
- les coûts de faillite (reconstitués à partir de la formule définie par le décret n° 85-1390).

Plusieurs groupes sont identifiés dans l'échantillon : entreprises liquidées (immédiatement ou après une période d'observation), entreprises redressées par plan de continuation, et entreprises redressées par plan de cession. Ces deux dernières issues recouvrent le redressement judiciaire qui représente 5 % environ des issues (source : Observatoire Consulaire des Entreprises en Difficultés (2)). Reproduire un tel déséquilibre dans l'échantillon rendrait difficile l'utilisation des méthodes économétriques qualitatives habituelles, qui requièrent un nombre minimum d'observations pour chaque issue. Les méthodes explicatives de l'appartenance à un groupe (ici, l'issue judi-

ciaire) doivent en effet reposer sur des échantillons relativement équilibrés d'un groupe à l'autre (Bardos, 1998 et 2000, Fisher et Martel, 1995). Notre échantillon est composé de 40 % de redressements judiciaires et 60 % de liquidations judiciaires. Naturellement, notre échantillon est repondéré pour reconstituer la structure initiale de la population (5 %-95 %) lorsque les modèles portent sur l'ensemble des issues de la procédure.

Parmi les trois issues possibles, les plans de continuation sont les plus problématiques lorsqu'il s'agit d'estimer le taux de recouvrement des créanciers (i.e. les sommes recouvrées au terme de la procédure rapportées aux montants initialement dus). En effet, contrairement à la liquidation ou à la cession, où l'assiette du recouvrement est directement observable (il s'agit du montant de vente des actifs ou du prix de rachat), les plans de continuation font intervenir un échéancier de remboursement (plus ou moins détaillé selon le dossier) qui peut s'étaler sur plusieurs années (7 ans en moyenne). Sur cette période, certains plans peuvent échouer. Pour les repérer, nous avons utilisé le fichier « défaillances » de l'Insee (3) pour identifier les numéros SIREN des entreprises ayant fait l'objet d'un plan de continuation, puis retombées en procédure collective quelques années plus tard. Pour ces plans, nous faisons l'hypothèse (plausible) que l'échec de la continuation débouche sur une liquidation et un taux de recouvrement nul. Par ailleurs, tous ces plans ont été actualisés en fonction de leur durée. Le taux d'actualisation retenu est celui des OAT dont la durée correspond à celle de l'échéancier. Les taux de recouvrement sont alors calculables pour les différentes classes de créanciers : créances superprivilégiées (créances salariales de moins de 2 mois), créances postérieures (article 40), privilèges généraux (créances publiques, créances salariales de plus de 2 mois), privilèges spéciaux (gages, nantissements, hypothèques...), et créances chirographaires (sans garantie). Les modèles économétriques présentés dans cet article portent sur le taux de recouvrement total (i.e. sur l'ensemble des classes de créanciers).

2. <http://www.oecd.ccip.fr/>

3. http://www.webcommerce.insee.fr/FichesComm/PSMDEF/PSM_presentation.htm

l'impact social (en termes d'emplois perdus) de la liquidation demeure limité ? Probablement pas, car les effectifs salariés considérés sont ceux enregistrés à l'ouverture de la procédure.

Or on peut s'attendre à ce que les entreprises liquidées immédiatement soient également celles qui ont le plus réduit leurs effectifs salariés en amont de la défaillance. Ces différences se

Tableau 1
Caractéristiques des entreprises de l'échantillon

| | Législation du 25 janvier 1985 (596 observations) | | | | Législation du 10 juin 1994 (262 observations) | | | |
|---|---|--------------|-----------------------|-------------------------------|--|--------------|-----------------------|--------------------------------|
| | Cession | Continuation | Liquidation immédiate | Liquidation après observation | Cession | Continuation | Liquidation immédiate | Liquidation, après observation |
| Nombre d'observations | 102 | 88 | 320 | 86 | 88 | 74 | 80 | 20 |
| Statut (1) | | | | | | | | |
| 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 |
| Activité (1) | | | | | | | | |
| 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) | 37,2 | 11,0 | 7,4 | 30,0 |
| Chiffre d'affaires (en milliers d'euros) | 5 174 (5) | 1 477 (6) | 512 (62) | 1 870 (16) | 3 694 (6) | 1 219 (8) | 519 (33) | 1 063 (9) |
| Actifs moins dettes (valeurs de marché en milliers d'euros) | -3 259 (63) | -975 (65) | -295 (101) | -2 666 (38) | -2 022 (11) | -566 (5) | -354 (11) | -2 564 (7) |
| Taux de couverture (en %) | 36,1 | 70,3 | 16,3 | 24,4 | 50,1 | 55,1 | 37,3 | 46,2 |
| Durée de la procédure (en mois) | 6,9 | 13,9 (1) | 0,1 (25) | 6,5 (4) | 8,7 (2) | 15,5 | 0,0 (24) | 9,6 |
| Coûts de faillite directs / sommes recouvrées (en %) | 3,4 (44) | 19,1 (48) | 2,8 (64) | 3,6 (20) | 10,0 | 14,3 | 14,0 | 9,8 |
| Cause de la défaillance (1) | | | | | | | | |
| Débouchés | 53,9 | 48,4 | 52,7 | 65,2 | 55,7 | 47,0 | 56,1 | 68,0 |
| Stratégie et gestion | 47,8 | 38,5 | 38,0 | 48,3 | 31,8 | 21,7 | 23,2 | 36,0 |
| Production | 40,0 | 44,0 | 19,8 | 29,2 | 27,3 | 24,1 | 14,6 | 32,0 |
| Finance | 56,5 | 34,1 | 31,4 | 42,7 | 25,0 | 26,5 | 23,2 | 24,0 |
| Accident | 23,5 | 29,7 | 32,3 | 32,6 | 25,0 | 34,9 | 19,5 | 28,0 |
| Environnement | 34,8 | 33,0 | 25,1 | 32,6 | 39,8 | 44,6 | 12,2 | 48,0 |
| Nombre moyen de causes recensées par entreprise | 3,5 | 3,0 | 2,4 | 3,1 | 2,3 | 2,3 | 1,8 | 2,8 |
| Type de mesure(s) engagée(s) (1) | | | | | | | | |
| Débouchés | 10,5 | 39,0 | 0,2 | 3,2 | 6,8 | 20,5 | 0,0 | 8,0 |
| Stratégie et gestion | 16,1 | 34,0 | 0,7 | 8,4 | 5,7 | 16,9 | 0,0 | 12,0 |
| Production | 46,8 | 61,0 | 4,2 | 20,0 | 36,4 | 36,1 | 0,0 | 24,0 |
| Finance | 29,8 | 31,0 | 2,2 | 15,8 | 10,2 | 21,7 | 0,0 | 12,0 |
| Nombre moyen de mesures recensées par entreprise | 1,5 | 2,5 | 0,1 | 0,6 | 0,8 | 1,2 | 0,0 | 0,8 |

1. Fréquence en %.

Lecture : 91,9 % des entreprises cédées et relevant de la législation de 1985 bénéficient de la responsabilité limitée. Pour ces mêmes entreprises, l'effectif moyen observé est de 31,7 salariés. 53,9 % d'entre elles ont connu un problème de débouchés à l'origine de la défaillance. Les causes de défaillance peuvent se cumuler : le total des fréquences (débouchés, stratégie et gestion, production, finance, accident, environnement) excède donc 100 %. Il en va de même pour les mesures engagées par le tribunal. Au cours de la période d'observation, dans 10,5 % des cas, le tribunal a autorisé l'administrateur à engager des mesures visant à résoudre un/des problème(s) de débouchés. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux valeurs manquantes.

Champ : échantillon non pondéré : 858 entreprises défaillantes relevant des législations de 1985 (596 obs.) et de 1994 (262 obs.). Chaque échantillon est scindé en fonction de l'issue de la procédure : cession, continuation, liquidation immédiate et liquidation après une période d'observation. Pour le recensement des causes, 907 dossiers ont pu être exploités (629 pour le premier échantillon et 278 pour le second). Pour le recensement des mesures, l'échantillon s'étend à 1004 dossiers (726 pour le premier échantillon et 278 pour le second).

Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

retrouvent dans un autre indicateur lié à la taille des entreprises : le chiffre d'affaires. À nouveau, les cessions se distinguent par des montants de chiffre d'affaires plus élevés, suivies des liquidations (après période d'observation) et des continuations, puis des liquidations immédiates, dont le chiffre d'affaires moyen est proche de 500 000 euros.

Le déclenchement d'une procédure collective repose sur la cessation des paiements, c'est-à-dire le constat d'une insuffisance d'actifs. Naturellement, les entreprises diffèrent quant à l'importance de cette insuffisance. Pour rendre compte des différences de situations à l'entrée de la procédure, nous calculons, pour chaque entreprise, l'insuffisance d'actifs, *en niveau* (i.e. valeur de marché des actifs nette des passifs dus : ce solde est généralement négatif) et *en taux* : dans ce dernier cas, on parlera de « taux de couverture » (i.e. valeur des actifs divisée par les passifs dus). En niveau, l'insuffisance d'actifs moyenne varie beaucoup d'une issue de la procédure à l'autre (entre 300 000 euros et 3 millions d'euros). Les issues présentant les montants moyens d'insuffisance les plus élevés sont les cessions et les liquidations (après période d'observation). Pour les premières, le rachat constitue un moyen relativement rapide et efficace d'apurer le passif (via le prix de rachat). Il n'est donc pas surprenant de voir les reprises se concentrer sur la population présentant les situations financières les plus critiques. Pour les liquidations, l'insuffisance d'actifs est manifestement telle que toute perspective de redressement (hors cession) est impossible. À l'opposé, les entreprises redressées par plan de continuation présentent des niveaux d'insuffisance plus modérés. En effet, le rééchelonnement de la dette ne peut être raisonnablement envisagé pour des entreprises dont l'insuffisance d'actifs serait telle que le soutien futur des créanciers serait improbable. Enfin, les liquidations immédiates présentent les niveaux d'insuffisance d'actifs les plus faibles : s'agissant le plus souvent de « coquilles vides », les actifs comme les passifs ont déjà subi une forte érosion, en amont de la procédure. Lorsque l'on considère les taux de couverture moyens, les continuations présentent les pourcentages les plus élevés : à nouveau, une forte couverture des dettes par les actifs est un gage de réussite dans la perspective d'une poursuite de l'activité. De manière générale, les taux de couverture présentent des valeurs moyennes assez élevées quelle que soit l'issue : elles s'échelonnent entre 16 % et 70 % selon l'issue, pour l'échantillon relevant de la loi de

1985, et entre 37 % et 55 %, pour l'échantillon relevant de la loi de 1994. Ainsi, la situation des entreprises à l'entrée de la procédure s'est sensiblement améliorée depuis 1994. Cette amélioration traduit probablement, et partiellement, l'impact de la prévention accrue au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt dix.

Depuis les travaux fondateurs de Modigliani et Miller (1958 et 1963), une littérature importante s'est développée autour de l'estimation empirique des coûts de faillite (Lubben, 2010 ; Weiss, 1990 ; Altman, 1984 ; Ang *et al.*, 1982). Deux types de coûts sont généralement distingués : d'une part, les coûts de faillite directs qui recouvrent les frais de justice, et d'autre part, les coûts de faillite indirects qui englobent les coûts d'opportunité liés à la procédure (perte de réputation, désengagement des partenaires, opportunités d'investissement perdues, etc.). Ce second type de coûts est généralement approché par la durée de la procédure (les coûts d'opportunité étant vraisemblablement plus élevés lorsque la procédure est longue). Notre estimation des coûts de faillite directs porte sur la rémunération des praticiens de la procédure (administrateur judiciaire et représentant des créanciers) dont la rémunération est fixée par décret (n° 85-1390). Leur part moyenne, rapportée aux sommes recouvrées, varie entre 3 % et 19 % selon l'issue, la plus coûteuse étant, sans surprise, le redressement par continuation. On note, après 1994, une répartition plus homogène de ces coûts entre les issues ainsi qu'une tendance à la hausse de leur part moyenne dans les sommes recouvrées (ce résultat est à relier à l'augmentation des taux de couverture observée après 1994 : la prévention accrue rendant les entreprises plus homogènes, les coûts induits suivent mécaniquement cette tendance). La durée moyenne des procédures (*proxy* des coûts de faillite indirects) tend d'ailleurs à s'allonger à partir de 1994, même s'il demeure des disparités entre les issues : entre 0 (liquidations immédiates) et 16 mois (continuations).

Plusieurs causes peuvent se cumuler et participer au déclin qui a conduit l'entreprise au défaut : on recense en moyenne 1,8 à 3,5 causes signalées par entreprise. L'origine des difficultés varie selon l'issue et l'échantillon. Les problèmes de débouchés sont la cause la plus fréquemment signalée. Concernant les mesures engagées/autorisées par le tribunal durant la procédure, on compte en moyenne entre 0 et 2,5 mesures par dossier, en fonction de l'issue. Le nombre maximum de mesures est de 4 pour les

liquidations immédiates (12), 6 pour les liquidations après période d'observation, 6 pour les cessions, et 8 pour les continuations. Les mesures les plus fréquentes ont pour objet de résoudre des difficultés de production de l'entreprise.

Les mesures engagées par les tribunaux tendent à accroître les chances de redressement

Contrairement à la liquidation judiciaire, le redressement par continuation ou par cession implique la survie de l'entreprise comme entité économique : l'activité demeure et certains emplois peuvent être partiellement préservés. Naturellement, certains redressements peuvent déboucher *in fine* sur la disparition de l'entreprise. Toutefois, par nature, un redressement judiciaire implique toujours la poursuite de l'activité, fût-elle partielle et limitée dans le temps. Le cas français, nous l'avons vu, présente la double particularité de privilégier les issues favorisant le maintien de l'activité et de confier au tribunal le choix entre ces issues. Dans cette perspective, nous testons les déterminants du choix des tribunaux entre redressement et liquidation. Le premier jeu d'interrogations formulé plus haut à cet effet se ramène à deux questions. Tout d'abord, la probabilité de redressement dépend-elle des seules caractéristiques du débiteur et/ou de la manière dont la procédure est gérée par les organes de justice, à travers les mesures engagées et autorisées par le tribunal durant la période d'observation ? Ensuite, le nombre d'emplois en jeu affecte-t-il l'arbitrage entre liquidation et redressement ?

L'objectif étant de distinguer les issues préservant l'activité de l'entreprise de celles impliquant sa disparition, nous regroupons celles-ci pour comparer les cas de redressement (continuation et cession) aux cas de liquidation (immédiate ou après période d'observation). La variable expliquée est donc binaire (1 pour le redressement, 0 pour la liquidation) : la probabilité du redressement judiciaire sera estimée selon un modèle Probit.

Les variables de contrôle sont le nombre et le type de causes du défaut (regroupées en 6 groupes, en log), le taux de couverture, la forme juridique (variable binaire valant 1 si la société est à responsabilité limitée et 0 sinon), les *dummies* sectorielles (commerce et services par rapport à l'industrie), l'âge de l'entreprise (en années, log) et la structure du passif par rangs de priorité (i.e. les sommes dues à chaque classe de

créanciers – superprivilège, privilèges général et spécial, dettes « articles 40 » – rapportées aux dettes totales). Les variables permettant de tester directement nos hypothèses sont l'effectif salarié (en log) et le nombre de mesures engagées et autorisées par le tribunal (en log).

Les mesures engagées et autorisées par les tribunaux durant la période d'observation sont des variables de décision susceptibles de dépendre elles-mêmes de variables exogènes non observables (dynamisme du dirigeant, état de la comptabilité prévisionnelle, implication des partenaires, etc.). Il existe alors un risque d'endogénéité, c'est-à-dire une corrélation possible entre ces mesures et le résidu du modèle. Pour tester si les mesures sont effectivement endogènes, nous construisons, pour chaque échantillon, un test dérivé de DWH (Durbin, 1954 ; Wu, 1973 ; Hausman, 1978) utilisant l'effectif salarié comme variable instrumentale des mesures. Le nombre de salariés rend compte en effet de l'enjeu social du dossier : il est fortement probable que celui-ci influence la manière dont les organes de justice gèrent la procédure. Les résultats du test sont présentés en annexe 3. La première étape du test DWH confirme que l'effectif salarié (en log) est un instrument significatif (au seuil de 1 %) du nombre de mesures engagées par le tribunal (en log). La seconde étape du test DWH confirme l'endogénéité des mesures (au seuil de 1 %). Ce résultat rend nécessaire l'usage d'un modèle Probit instrumenté, estimé en deux étapes successives. La première étape consiste en une régression, par les moindres carrés ordinaires, du nombre de mesures (en log) sur l'ensemble des variables explicatives du modèle, y compris l'instrument (i.e. le nombre de salariés, en log). La seconde étape explique, au moyen d'un modèle Probit, la probabilité de redressement judiciaire à partir des variables du modèle, mais sans l'instrument et en considérant la valeur prédite des mesures, précédemment estimée au cours de la première étape.

Quelle que soit la méthode d'estimation utilisée, les modèles sont robustes et apportent des résultats assez similaires, avec quelques différences notables en fonction de l'échantillon (législations de 1985 et 1994) (cf. tableau 2).

La première étape du modèle (colonnes 1 et 3) confirme le lien significatif entre l'enjeu social

12. Même en cas de liquidation immédiate, des mesures peuvent être engagées par les organes de justice pour préparer les conditions de la liquidation.

du dossier (reflété par le nombre de salariés) et les mesures engagées/autorisées par les tribunaux. Ce résultat est conforme à l'intuition selon laquelle l'action des tribunaux n'est pas indifférente au coût social de la défaillance. Ce lien significatif vaut quel que soit l'échantillon considéré. Le nombre de mesures engagées

dépend par ailleurs positivement de la santé financière de l'entreprise à l'ouverture de la procédure (taux de couverture).

La seconde étape du modèle (colonnes 2 et 4) renseigne sur le lien entre les mesures engagées durant la période d'observation et la probabilité

Tableau 2
Modèles explicatifs de la probabilité de redressement de l'entreprise

| | Législation du 25 janvier 1985 (557 entreprises) | | | | Législation du 10 juin 1994 (272 entreprises) | | | |
|---|--|------------|--|------------------|---|------------|--|------------------|
| | Probit instrumenté Étape 1 : MCO (4) | | Probit instrumenté Étape 2 : Probit (5) | | Probit instrumenté Étape 1 : MCO (4) | | Probit instrumenté Étape 2 : Probit (5) | |
| | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > χ^2 | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > χ^2 |
| Constante | - 0,2247** | 0,0291 | - 1,5680*** | < 0,0001 | 0,2653 | 0,1061 | - 0,8959 | 0,1430 |
| Causes du défaut (1) | | | | | | | | |
| Débouchés | 0,0735 | 0,1402 | - 0,6483*** | 0,0004 | 0,0121 | 0,8812 | - 0,1624 | 0,5424 |
| Stratégie et gestion | 0,0971* | 0,0535 | - 0,3387* | 0,0754 | 0,1621* | 0,0786 | - 0,3834 | 0,2743 |
| Production | 0,1811*** | 0,0020 | - 0,5173** | 0,0298 | 0,0467 | 0,6008 | - 0,3126 | 0,2804 |
| Finance | 0,1040** | 0,0461 | - 0,2014 | 0,2924 | 0,1295 | 0,1656 | - 0,3120 | 0,3411 |
| Accident | 0,1268** | 0,0389 | - 0,5768** | 0,0119 | 0,1230 | 0,1865 | 0,0694 | 0,8276 |
| Environnement économique | 0,1409** | 0,0147 | - 0,6453*** | 0,0033 | 0,2462*** | 0,0051 | - 0,3313 | 0,3934 |
| Forme juridique à responsabilité limitée | - 0,0174 | 0,7966 | - 0,3162 | 0,1627 | - 0,2451** | 0,0294 | 0,0178 | 0,9642 |
| Industrie | Réf. | | Réf. | | Réf. | | Réf. | |
| Commerce | - 0,0249 | 0,6772 | - 0,0787 | 0,7139 | - 0,0565 | 0,5262 | 0,0723 | 0,8082 |
| Services | 0,0055 | 0,9112 | 0,1845 | 0,2943 | - 0,0456 | 0,5297 | 0,4521* | 0,0641 |
| Ln (âge de l'entreprise) | 0,0596** | 0,0425 | 0,2810** | 0,0148 | 0,0187 | 0,5584 | 0,1577 | 0,1499 |
| Dettes superprivilégiées / dettes totales | - 0,1966 | 0,4016 | - 0,6590 | 0,4002 | - 0,4628 | 0,1023 | - 5,8436*** | < 0,0001 |
| Dettes avec privilège spécial / dettes totales | - 0,0794 | 0,3241 | - 0,1575 | 0,5926 | 0,0229 | 0,8882 | - 0,1499 | 0,7811 |
| Dettes avec privilège général / dettes totales | - 0,0185 | 0,8528 | 0,2974 | 0,3655 | - 0,2812** | 0,0382 | 0,5011 | 0,2912 |
| Dettes « article 40 » / dettes totales | 0,3879 | 0,2055 | 1,5470 | 0,1376 | - 0,9250 | 0,1204 | 7,3728*** | 0,0021 |
| Taux de couverture | 0,5635*** | < 0,0001 | - 0,0088 | 0,9806 | 0,1961** | 0,0293 | - 0,1892 | 0,5867 |
| Ln (employés) (2) | 0,1171*** | < 0,0001 | | | 0,1036*** | < 0,0001 | | |
| Ln (1 + nombre de mesures engagées par le tribunal) (3) | | | 3,9191*** | < 0,0001 | | | 3,4636*** | 0,0001 |
| R ² (R ² ajusté) | 0,32 (0,30) | | | | 0,21 (0,16) | | | |
| Statistique de Fisher | 15,55*** | | | | 4,16*** | | | |
| Log vraisemblance | | | - 204,99 | | | | - 120,29 | |
| Nombre de liquidations | | | 363 | | | | 102 | |
| Nombre de redressements | | | 194 | | | | 170 | |

1. Pour chaque catégorie de cause de la défaillance, Ln (1 + nombre de causes signalées).
2. Instrument utilisé (méthode instrumentale).
3. Valeur prédite (méthode instrumentale).
4. Variable expliquée : Ln (1 + nombre de mesures engagées par le tribunal).
5. Variable expliquée : dummy « redressement ».

Lecture : la variable expliquée est la probabilité de redressement. Les doubles colonnes 1 et 2 (respectivement 3 et 4) portent sur l'échantillon relevant de la législation de 1985 (resp. de 1994). La double colonne 1 (respectivement 2) rassemble les estimations et les probabilités critiques associées de la première (resp. seconde) étape du modèle Probit instrumenté. Dans la première étape (estimation par MCO), la variable expliquée est le nombre de mesures engagées/autorisées par le tribunal (en log). Dans la seconde étape (estimation par maximum de vraisemblance), la variable expliquée est le redressement de l'entreprise. Les variables significatives aux seuils de 1 %, 5 %, et 10 % sont respectivement indiquées par ***, **, et *.

Champ : échantillon non pondéré : 829 entreprises défailtantes relevant des législations de 1985 (557 obs.) et de 1994 (272 obs.).

Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

de redressement de l'entreprise. En pratique, ces mesures sont généralement prises à l'initiative de l'administrateur judiciaire et autorisées par le juge commissaire. Elles sont très variées et peuvent avoir pour objet de restructurer l'activité, de poursuivre certains contrats, et/ou de récupérer certains biens. Toutes n'ont donc pas pour objet d'aider au redressement. Il est en effet tout à fait possible que certaines mesures soient engagées dans la perspective d'une liquidation judiciaire. Trois résultats sont théoriquement possibles. Premièrement, une absence de significativité indiquerait, soit que les tribunaux ont une attitude relativement « passive » dans la gestion de la période d'observation, soit que les mesures qu'ils engagent sont déconnectées des perspectives de redressement. Deuxièmement, une relation significativement négative serait le signe que les mesures engagées par les tribunaux réduisent les chances de redressement de l'entreprise et favorisent (ou préparent) sa liquidation judiciaire. Troisièmement, une relation significativement positive signifierait que les mesures engagées durant la période d'observation augmentent *in fine* les chances de redressement et donc de maintien de l'activité. Nos estimations valident cette troisième hypothèse. Quel que soit l'échantillon considéré, le nombre de mesures engagées/autorisées par les tribunaux accroît significativement la probabilité de redressement (au seuil de 1 %). Ainsi, les tribunaux jouent un rôle actif dans la préparation du redressement et les mesures qu'ils engagent diminuent le risque d'un arrêt de l'activité par liquidation, et la destruction mécanique des emplois concernés. Il s'agit d'un premier indice selon lequel les tribunaux auraient effectivement intégré dans leurs pratiques « l'esprit de la loi ».

Toutefois, les mesures engagées par les tribunaux auraient un effet moindre si elles ne s'accompagnaient pas d'un soutien financier des créanciers durant la procédure. Les dettes « article 40 » jouent notamment un rôle essentiel dans la perspective d'un redressement car ces nouvelles sources de financement permettent à l'entreprise de poursuivre son activité au cours de la période d'observation. Sur le second échantillon (législation de 1994), nous trouvons une relation positive et significative entre le poids de ces dettes (sur le total des dettes) et la probabilité de redressement judiciaire (13). Le financement de la période d'observation s'avère donc être un élément essentiel du redressement, mais ceci n'est confirmé statistiquement qu'à partir de 1994. Deux mécanismes peuvent expliquer ce résultat.

D'une part, l'accent mis depuis 1994 sur la prévention, en décourageant les comportements dilatoires, augmenterait les chances de redressement, toutes choses égales par ailleurs. L'apport d'argent frais durant la période d'observation a d'autant plus de chance d'aider au redressement que les entreprises ont su préserver une partie de leurs actifs. D'autre part, la réforme du 10 juin 1994, en renversant l'ordre de priorités entre créances sécurisées et créances « article 40 » a, en quelques sorte, réduit la compétition entre les deux classes de créanciers en cas de liquidation, mais a préservé la protection des nouveaux créanciers dans la perspective d'un redressement.

Enfin, plusieurs variables de contrôle jouent un rôle significatif et peuvent, pour certaines, être reliées à l'accent mis sur la prévention depuis 1994. C'est notamment le cas des causes du défaut. Sur le premier échantillon, quelques-unes de ces causes amenuisent significativement les chances de redressement (problèmes de débouchés, de stratégie/gestion, de production, causes accidentelles ou environnementales). Ce résultat pourrait avoir deux explications. D'une part, la conjoncture (avant/après 1994) s'est modifiée. En particulier, le début des années quatre-vingt dix était caractérisé par un contexte international difficile (guerre du golfe) et par une crise immobilière sévère ayant engendré la défaillance de nombreuses sociétés civiles immobilières (SCI). D'autre part, dans un contexte de prévention accrue, l'origine même des difficultés joue un rôle moindre sur les perspectives de redressement qui dépendent avant tout de la qualité intrinsèque du projet, à condition que le déclenchement n'ait pas été trop tardif. Enfin, l'âge des entreprises joue un rôle important : étant plus expérimentées et bénéficiant parfois d'un effet de réputation, les entreprises plus âgées ont davantage de chances d'être redressées.

Ces résultats suggèrent un lien positif et significatif entre l'enjeu social du dossier, la gestion judiciaire de la procédure et les perspectives de maintien de l'activité par redressement. On peut alors s'interroger sur le coût financier d'un tel maintien, notamment en termes de recouvrement pour les créanciers.

13. Notons que le montant des dettes « article 40 » recensé en fin de procédure correspond à des dettes qui ne sont pas encore payées. Il n'intègre donc pas les paiements effectués tout au long de la procédure et échappant à l'interdiction des paiements (paiements comptant – ou à terme – des dettes nées postérieurement au jugement d'ouverture).

Le redressement judiciaire est l'issue la plus favorable au remboursement des créanciers

La législation française en matière de défaillance a souvent été qualifiée de système « pro-débitéur », car elle favoriserait systématiquement la continuation au détriment de la liquidation. Même si le biais en faveur de telle ou telle issue dépend de la structure des passifs, des sûretés prises par les différents créanciers, et des perspectives de résultats, Blazy et Chopard (2011) montrent que les créanciers sécurisés préfèrent généralement la liquidation au redressement, car ce dernier implique une prise de risque supplémentaire. Dans un tel contexte, on peut craindre qu'une législation favorisant systématiquement l'issue défavorable aux créanciers (notamment sécurisés) ait pour conséquence de diminuer leurs recouvrements.

Les tableaux 3 et 4 présentent respectivement les taux de recouvrement (14) et les structures de passifs par rangs de priorité. Concernant les taux de recouvrement (cf. tableau 3), les issues les plus favorables aux créanciers sont les cas de redressement judiciaire : toutes créances confondues, les cessions et les continuations

conduisent ainsi, en moyenne, à un recouvrement supérieur ou égal aux liquidations (entre 20 % et 24 % pour les plans de cession et 72 % pour les plans de continuation). Ce résultat est certes intuitif mais essentiel. En effet, il n'est pas étonnant d'observer un meilleur remboursement de la part d'entreprises qui présentent des perspectives de redressement. Cependant, ce résultat infirme les critiques à l'égard du système français, dont le biais en faveur du redressement est suspecté d'engendrer une perte pour les créanciers. Cela ne semble pas être le cas. Certes, au niveau national, les cas de redressements judiciaires demeurent assez rares (mais pas marginaux) au regard des liquidations judiciaires qui représentent la majorité des issues. Sur notre échantillon, en moyenne, les taux de recouvrement sont plutôt élevés quelle que soit l'issue, notamment au regard des autres pays européens (Blazy *et al.*, 2008). Par ailleurs, une hausse générale des taux de recouvrement est observée à partir de 1994 : tous sont supérieurs à

14. Il s'agit de moyennes de taux. Les fonctions de répartition des taux de recouvrement font apparaître, pour les liquidations judiciaires, un mode à 0 (cas des entreprises « coquille vide » ne générant aucun recouvrement). Pour les redressements judiciaires, s'ajoute un mode à 1 (cas des entreprises dont le redressement permet le remboursement total des dettes).

Tableau 3
Taux de recouvrement par classes de créanciers

En %

| Classe de priorité des créances | Législation du 25 janvier 1985 (726 observations) | | | | | | Législation du 10 juin 1994 (278 observations) | | | | | |
|---------------------------------|--|------------------|---------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------------------------|---|------------------|---------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------------------------|
| | Cession (1) | Continuation (1) | Liquidation immédiate (1) | Liquidation après observation (1) | Total redressé (1) | Test Anova Fisher stat. | Cession (1) | Continuation (1) | Liquidation immédiate (1) | Liquidation après observation (1) | Total redressé (1) | Test Anova Fisher stat. |
| Superprivilège | 70,9 | 96,4 | 53,0 | 71,3 | 55,1 | 16,1*** | 84,5 | 78,4 | 73,0 | 70,5 | 73,3 | 1,5 |
| Privilège spécial | 31,8 | 68,3 | 15,0 | 23,9 | 15,8 | 53,6*** | 35,0 | 72,5 | 34,1 | 46,2 | 36,2 | 10,3*** |
| Privilège général | 30,3 | 73,5 | 20,9 | 16,8 | 21,8 | 36,6*** | 30,7 | 72,4 | 14,9 | 22,5 | 17,4 | 43,7*** |
| Article 40 | 66,6 | 75,6 | 43,5 | 59,3 | 48,1 | 2,8** | 60,7 | 86,3 | 50,0 | 22,2 | 44,2 | 2,5* |
| Chirographaire | 7,4 | 70,9 | 4,7 | 5,9 | 5,3 | 318,5*** | 6,2 | 71,6 | 2,5 | 4,7 | 5,0 | 165,9*** |
| Total | 19,8 | 71,9 | 10,7 | 14,6 | 11,4 | 206,7*** | 23,9 | 71,5 | 22,9 | 20,8 | 24,2 | 59,5*** |

1. En pourcentage.

Lecture : le taux de recouvrement des créances superprivilégiées, pour les entreprises cédées relevant de la législation de 1985, est de 70,9 %. Le taux de recouvrement total, toutes créances confondues, est de 11,4 % (respectivement 24,2 %) pour l'échantillon relevant de la législation de 1985 (resp. 1994). Pour chaque classe de créanciers, un test Anova porte sur l'égalité des valeurs moyennes de recouvrement entre les issues. Les variables dont le Fisher est significatif au seuil de 1 %, 5 %, et 10 % sont indiquées par ***, **, et * respectivement.

Champ : échantillon (ligne « total » redressée) : 1 004 entreprises défailtantes relevant des législations de 1985 (726 obs.) et de 1994 (278 obs.).

Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

20 % sur le second échantillon, y compris pour les liquidations immédiates. Cette évolution traduit en partie les efforts réalisés en matière de prévention. Les taux diffèrent toutefois fortement en fonction de la classe de créanciers considérée : le taux de recouvrement des créanciers chirographaires pouvant descendre en deçà de 3 %.

Concernant les structures de dettes par rangs de priorité (cf. tableau 4), les passifs moyens sont majoritairement composés de créances chirographaires, mais pas de manière écrasante. La part moyenne des privilèges spéciaux est moindre sur le second échantillon. La part des créances superprivilégiées demeure généralement faible, sauf pour les liquidations intervenues dans le cadre de la loi de 1994. En effet, le superprivilège traduit l'incapacité de l'entreprise à payer les salaires récents, soit un état de détresse financière extrême rendant improbable le redressement. Enfin, la part des créances « article 40 » est très limitée, toutes issues confondues et sur les deux périodes (entre 0 % et 5 %). La communauté bancaire a longtemps critiqué la position très favorable accordée aux créances article 40 par rapport aux créances sécurisées (essentiellement détenues par des établissements de crédit). Nous voyons ici que l'importance de l'article 40 demeure modeste. Selon nous, le débat est peu justifié d'un point de vue empirique : la plupart des paiements s'opère au comptant durant la procédure. Ils génèrent donc peu de créances impayées entrant dans le champ de l'article 40.

L'action des tribunaux n'a pas d'effet significatif sur les recouvrements

Aussi informative soit-elle, cette analyse univariée des taux de recouvrement ne permet pas de mesurer l'impact de l'action des tribunaux sur l'apurement du passif. Pour cela, il faut se tourner vers une analyse multivariée. Dans cette perspective, nous estimons un modèle économétrique explicatif du taux de recouvrement total (défini comme l'ensemble des sommes recouvrées sur le total des dettes dues). On adjoint aux variables de contrôle retenues dans la section précédente les montants (milliers d'euros, en log) et les structures (pourcentages) d'actifs susceptibles d'affecter le recouvrement : actifs immobilisés, stocks, créances clients, valeurs mobilières et disponibilités. Les variables permettant de tester nos hypothèses sont, à nouveau, l'effectif salarié (en log) et le nombre de mesures autorisées/engagées par les tribunaux durant la procédure (en log). Cette dernière variable traduit la manière dont les tribunaux interviennent dans la gestion de l'entreprise durant la période d'observation.

Comme dans la section précédente, nous testons l'éventuelle endogénéité des mesures engagées/ autorisées par le tribunal sur le taux de recouvrement. Le test DWH correspondant est présenté en annexe 4 et utilise, à nouveau, l'effectif salariés comme instrument. Cette fois, l'hypothèse d'endogénéité est rejetée. Nous utilisons donc les moindres carrés ordinaires pour l'estimation du taux de recouvrement total.

Tableau 4
Structure de passif par classes de créanciers

| Classes de créanciers | Législation 25 janvier 1985 (629 observations) | | | | | Législation 10 juin 1994 (278 observations) | | | | |
|-----------------------|--|------------------|---------------------------|-----------------------------------|-------------------------|---|------------------|---------------------------|-----------------------------------|-------------------------|
| | Cession (1) | Continuation (1) | Liquidation immédiate (1) | Liquidation après observation (1) | Test Anova Fisher stat. | Cession (1) | Continuation (1) | Liquidation immédiate (1) | Liquidation après observation (1) | Test Anova Fisher stat. |
| Superprivilège | 2,1 | 4,3 | 3,2 | 1,6 | 1,9 | 4,0 | 4,0 | 15,6 | 12,5 | 25,9*** |
| Privilège spécial | 29,1 | 21,0 | 37,4 | 34,5 | 7,9*** | 12,2 | 17,8 | 7,9 | 7,5 | 3,2** |
| Privilège général | 14,7 | 19,4 | 9,8 | 9,1 | 5,0*** | 29,5 | 33,7 | 42,1 | 44,4 | 4,8*** |
| Article 40 | 5,2 | 1,8 | 0,7 | 2,1 | 13,4*** | 4,1 | 0,3 | 0,0 | 2,6 | 14,6*** |
| Chirographaire | 48,8 | 53,4 | 48,8 | 52,7 | 0,9 | 50,3 | 44,2 | 34,3 | 33,0 | 6,1*** |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |

1. En pourcentage.

Lecture : le passif des entreprises cédées relevant de la législation de 1985 est composé à hauteur de 2,1 % de créances superprivilégiées. Pour chaque classe de créanciers, un test Anova porte sur l'égalité des structures moyennes de passif entre les issues. Les variables dont le Fisher est significatif au seuil de 1 %, 5 %, et 10 % sont indiquées par ***, **, et * respectivement. Champ : échantillon (ligne « total » redressée) : 907 entreprises défaillantes relevant des législations de 1985 (629 obs.) et de 1994 (278 obs.). Source : calculs des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

Le tableau 5 présente les résultats de nos estimations. Les première et seconde colonnes contiennent respectivement les estimations pour les échantillons relevant de la loi de 1985 (544 observations) et de 1994 (255 observations). Ici, comme nous le faisons dans chaque modèle toutes les issues de la procédure, les estimations sont pondérées en fonction des pourcentages réels de chaque issue dans la population française (15). Les modèles sont tous significatifs globalement et présentent un R² ajusté compris entre 34 % et 55 %. En contrôlant l'origine du

défaut, la structure et le montant des actifs, la structure des passifs, le taux de couverture en début de procédure, la forme juridique, le secteur et l'âge, nos modèles révèlent une absence de significativité des mesures engagées/autorisées par les tribunaux sur le taux de recouvrement total. Ce résultat, observé quel que soit l'échantillon et la méthode d'estimation, conforte l'hy-

15. Soit 5 % pour le redressement judiciaire et 95 % pour la liquidation judiciaire (ce pourcentage reste stable sur la période, source Observatoire Consulaire des Entreprises en Difficultés).

Tableau 5
Modèles explicatifs du taux de recouvrement total

| | Législation du 25 janvier 1985 (544 entreprises) | | Législation du 10 juin 1994 (255 entreprises) | |
|---|---|------------|--|------------|
| | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > t |
| Constante | 0,0776** | 0,0212 | 0,3149*** | 0,0037 |
| Causes du défaut (1) | | | | |
| Débouchés | - 0,0116 | 0,4947 | - 0,0304 | 0,4367 |
| Stratégie et gestion | - 0,0250 | 0,1497 | 0,0975** | 0,0354 |
| Production | 0,0131 | 0,5285 | - 0,1265*** | 0,0069 |
| Finance | - 0,0300* | 0,0943 | 0,0028 | 0,9512 |
| Accident | 0,0112 | 0,5757 | 0,1431*** | 0,0072 |
| Environnement économique | - 0,0206 | 0,3026 | 0,0544 | 0,2488 |
| Forme juridique à responsabilité limitée | - 0,0496** | 0,0227 | - 0,1558** | 0,0357 |
| Industrie | Ref. | | Ref. | |
| Commerce | - 0,0200 | 0,3043 | - 0,0796* | 0,0943 |
| Services | - 0,0011 | 0,9463 | - 0,0897** | 0,0180 |
| Ln (âge de l'entreprise) | 0,0136 | 0,1916 | 0,0163 | 0,3102 |
| Ln (1 + actifs immobilisés) | - 0,0012 | 0,8075 | - 0,0048 | 0,7713 |
| Ln (1 + stocks) | - 0,0185* | 0,0651 | - 0,0226 | 0,2500 |
| Ln (1 + clients) | - 0,0330*** | < 0,0001 | - 0,0461*** | 0,0029 |
| Ln (1 + disponibilités et valeurs mobilières) | 0,0268*** | 0,0002 | 0,0379*** | 0,0052 |
| Actifs immobilisés / actifs totaux | - 0,0028 | 0,5073 | - 0,0263 | 0,7630 |
| Stocks / actifs totaux | - 0,0853 | 0,1814 | 0,1621 | 0,3239 |
| Clients / actifs totaux | 0,0193 | 0,6275 | 0,1536* | 0,0712 |
| Dettes superprivilégiées / dettes totales | 0,0007 | 0,9934 | 0,1077 | 0,4159 |
| Dettes avec privilège spécial / dettes totales | - 0,0047 | 0,8552 | 0,2608** | 0,0168 |
| Dettes avec privilège général / dettes totales | 0,0328 | 0,3258 | - 0,0555 | 0,4637 |
| Dettes « article 40 » / dettes totales | 0,0142 | 0,9551 | 1,0699** | 0,0311 |
| Taux de couverture | 0,6574*** | < 0,0001 | 0,3404*** | < 0,0001 |
| Ln (employés) | 0,0054 | 0,4666 | - 0,0024 | 0,9164 |
| Ln (1 + nb. mesures engagées par le tribunal) | 0,0103 | 0,6123 | 0,0455 | 0,2794 |
| R ² (R ² ajusté) | 0,57 (0,55) | | 0,41 (0,34) | |
| Statistique de Fisher | 28,47*** | | 6,53*** | |
| 1. Pour chaque catégorie de cause de la défaillance, Ln (1 + nombre de causes signalées). | | | | |

Lecture : la double colonne 1 (respectivement 2) porte sur l'échantillon relevant de la législation de 1985 (resp. 1994). Chacune rassemble les estimations et les probabilités critiques associées des modèles (estimés par MCO pondérés). La variable expliquée est le taux de recouvrement total. Les variables significatives aux seuils de 1 %, 5 %, et 10 % sont indiquées par ***, **, et * respectivement. Les estimations sont pondérées selon la répartition réelle de chaque issue dans la population française.

Champ : échantillon redressé selon l'issue : 799 entreprises défaillantes relevant des législations de 1985 (544 obs.) et de 1994 (255 obs.).

Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

pothèse d'une hiérarchie entre objectifs sociaux et financiers : l'action des tribunaux serait sans effet significatif sur l'apurement du passif. Il est possible d'interpréter ce résultat « en creux » : le lien n'étant pas significativement négatif, l'action des tribunaux (dont on a vu qu'elle augmentait les chances de redressement) *ne nuit pas aux créanciers*. Elle est seulement sans effet.

Aucun lien significatif entre les effectifs salariés et le taux de recouvrement n'est confirmé au seuil de 10 %. L'enjeu social du dossier ne semble donc pas plus contrarier que favoriser le désintéressement des créanciers. On peut également interpréter le nombre de salariés comme un indicateur de la taille économique de l'entreprise : nos estimations montrent que le taux de recouvrement total ne dépend pas directement de cette taille.

L'analyse des variables de contrôle apporte plusieurs résultats intéressants. Conformément à l'intuition, le taux de couverture (*proxy* de la santé de l'entreprise en début de procédure) accroît significativement le taux de recouvrement total. Par ailleurs, ce dernier est positivement influencé par les montants de disponibilités, tandis que les créances clients, moins liquides, jouent un rôle inverse. Enfin, la présence de formes juridiques à responsabilité limitée (SA, SARL, EURL) diminue significativement le taux de recouvrement total. On peut éventuellement y voir les conséquences d'une prise de risque excessive alimentée par la responsabilité limitée dont jouissent les actionnaires, et dont les effets peuvent nuire *in fine* à l'apurement du passif.

Jusqu'à présent, notre analyse a permis de dégager deux résultats principaux : (1) les mesures engagées par les tribunaux durant la procédure ont un impact positif sur le maintien de l'activité mais (2) sont sans effet notable sur l'apurement du passif. Toutefois, à ce niveau de l'analyse, il nous est impossible de conclure sur un possible arbitrage entre maintien de l'activité et de l'emploi et apurement du passif. Pour cela, il faut en effet disposer de valeurs alternatives pour le même débiteur. En utilisant l'information tirée des propositions de reprises, nous pouvons analyser directement cet arbitrage.

Lors de la sélection des propositions de reprise, le prix de rachat est secondaire par rapport au maintien de l'emploi

Les tribunaux de commerce collectent une information essentielle pour étudier direc-

tement l'arbitrage entre maintien de l'emploi et apurement du passif. Précisément, en cas d'offre(s) de reprise d'une entreprise défaillante, les administrateurs judiciaires doivent remettre au tribunal un descriptif détaillé de chaque proposition de reprise : prix de rachat proposé, forces et faiblesses de la proposition et motifs de la reprise. Sur cette base, et s'il décide la cession de l'entreprise, le tribunal sélectionne l'offre qui lui semble la meilleure. Naturellement, il s'agit d'une analyse prospective : un repreneur annonçant le maintien de l'emploi peut ne pas respecter son engagement une fois la procédure clôturée (il s'expose toutefois à des sanctions, renforcées depuis la réforme de 1994). Ce risque n'affecte pas notre analyse pour deux raisons. Tout d'abord, l'administrateur a pour mission d'évaluer le caractère sérieux de l'offre. Une proposition manifestement peu crédible ferait l'objet d'un commentaire écrit dans le bilan économique et social au moment de sa transmission au tribunal. Ensuite, notre objectif n'est pas de vérifier le respect futur des engagements présents, mais bien d'expliquer le choix du tribunal, *sur la base de l'information dont il dispose au moment de ladite décision*. En d'autres termes, nous étudions l'arbitrage judiciaire sachant l'information disponible à l'instant du jugement de clôture, sans préjuger des événements futurs.

Nous retenons ici les entreprises cédées pour lesquelles au moins deux offres concurrentes de reprise ont été formulées : soit 292 offres au total, dont 98 ont été finalement sélectionnées par le tribunal.

Les variables collectées sont les caractéristiques de la proposition (et non celles de l'entreprise qui, elle, présente les mêmes caractéristiques quelle que soit l'offre). Ces caractéristiques sont identifiées par l'administrateur judiciaire. Il est possible que sa vision ne reflète pas fidèlement la réalité du plan. Il s'agit cependant de l'unique source d'information disponible et celle-ci a l'avantage de refléter exactement l'information telle que transmise au tribunal. Nous considérons ainsi le prix de rachat proposé (en log et en pourcentage du total des dettes), les qualités de l'offre (*dummies* : maintien de l'emploi, solidité financière, expérience et réputation du repreneur, existence de synergies) et les motivations de l'offre (*dummies* : recherche de synergies et de réputation, absorption d'un concurrent, diversification, première affaire). Notre collecte de données n'a pas identifié d'autres modalités.

Le prix de rachat moyen des propositions acceptées oscille entre 315 000 et 750 000 euros (cf. tableau 6) (16). Il s'avère plus faible sur le second échantillon que sur le premier, mais le ratio entre ce prix et les dettes totales demeure similaire d'un échantillon à l'autre : le prix proposé représente environ un quart des dettes (17). Les offres acceptées présentent logiquement davantage de qualités aux yeux des administrateurs. Les décisions des tribunaux semblent valider leur analyse. Les propositions acceptées apparaissent, en moyenne, plus protectrices de l'emploi : le maintien de l'emploi est la première qualité identifiée sur ces propositions, suivi par l'expérience du repreneur, puis par sa solidité financière. Les principales motivations de rachat (pour les plans acceptés) sont la recherche de synergies et l'absorption d'un concurrent (notamment sur le second échantillon).

L'analyse des propositions de reprise présente un avantage décisif pour l'analyse : contrairement aux études précédentes qui se limitent à la comparaison des issues indépendamment de l'entreprise rachetée, notre approche permet de comparer différentes offres *pour le même*

débiteur. Ainsi est-il possible d'identifier les caractéristiques augmentant/diminuant significativement (ou non) les chances de sélection par le tribunal. Pour ce faire, nous adoptons la démarche suggérée par McFadden (1974). La méthode d'estimation repose sur un Logit conditionnel. La probabilité expliquée vaut 1 si le plan est sélectionné et 0 sinon.

Un fait saillant émerge : quelle que soit la période considérée, le maintien annoncé de l'emploi accroît toujours la probabilité de sélection par le tribunal (cf. tableau 7). Peu d'autres variables sont significatives (en dehors de la diversification d'activité et la reprise sous forme d'une première affaire). Le prix de rachat n'apparaît significativement positif (au seuil de 10 %) que sur le second échantillon (la réforme de 1994 a en effet (modérément) renforcé les droits des créanciers par rapport à la législation

16. À ce niveau, les statistiques ne comportent pas de recouplement des offres de rachat avec l'identité du débiteur sur lequel elles portent.

17. On retrouve logiquement un pourcentage similaire au taux de recouvrement total observé sur les cessions (cf. supra). En effet, le prix de rachat est l'assiette du désintéressement des créanciers.

Tableau 6
Profil des propositions de reprise acceptées et refusées

| | Législation du 25 janvier 1985 | | Législation du 10 juin 1994 | |
|--|--------------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| | Offres acceptées (N = 44) | Offres refusées (N = 125) | Offres acceptées (N = 54) | Offres refusées (N = 69) |
| Caractéristiques générales (moyennes) | | | | |
| Prix de rachat proposé (en milliers d'euros) | 747,2 | 608,4 | 315,6 | 335,8 |
| Prix de rachat proposé / dettes totales (en %) | 25,5 | 29,6 | 27,4 | 24,9 |
| Nombre d'employés | 35,9 | 26,9 | 49,3 | 54,2 |
| Âge (en années) | 13,4 | 15,5 | 21,1 | 23,5 |
| Qualités de l'offre (fréquences) (en %) | | | | |
| Qualité de l'offre : maintien de l'emploi | 65,9 | 32,0 | 81,5 | 56,5 |
| Qualité de l'offre : repreneur expérimenté | 61,4 | 40,0 | 74,1 | 52,2 |
| Qualité de l'offre : repreneur solide financièrement | 45,5 | 25,6 | 70,4 | 49,3 |
| Qualité de l'offre : existence de synergies | 40,9 | 27,2 | 61,1 | 40,6 |
| Qualité de l'offre : repreneur réputé | 34,1 | 17,6 | 14,8 | 13,0 |
| Motivations de l'offre (fréquences) (en %) | | | | |
| Motifs du rachat : recherche de synergies | 45,5 | 36,8 | 61,1 | 44,9 |
| Motifs du rachat : absorption d'un concurrent | 20,5 | 16,8 | 51,9 | 42,0 |
| Motifs du rachat : diversification de l'activité | 27,3 | 19,2 | 13,0 | 18,8 |
| Motifs du rachat : première affaire | 9,1 | 4,8 | 16,7 | 17,4 |
| Motifs du rachat : accroissement de réputation | 25,0 | 16,0 | 1,9 | 1,4 |

Lecture : ce tableau décrit les propositions de reprise, quelle que soit l'entreprise à laquelle elles se rattachent (pour une approche, entreprise par entreprise, se référer au modèle Logit conditionnel présenté plus loin). Pour les entreprises relevant de la législation de 1985, les offres de reprise acceptées par le tribunal proposent un prix moyen de 747 200 euros. Dans 65,9 % des cas, l'administrateur judiciaire estime dans son bilan économique et social (bilan destiné au tribunal) que ces offres présentent l'avantage de maintenir l'emploi (partiellement ou non). Dans 45,5 % des cas, le motif du rachat est la recherche de synergies.

Champ : échantillon non pondéré : 292 plans de reprise, dont 98 acceptés et 194 rejetés.

Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

Tableau 7

Modèles explicatifs de la probabilité d'acceptation d'un plan de reprise

| | Législation du 25 janvier 1985 (169 propositions) | | Législation du 10 juin 1994 (123 propositions) | |
|---|--|------------------|---|------------------|
| | Estimation | Prob. > χ^2 | Estimation | Prob. > χ^2 |
| Ln (1 + prix de rachat proposé) | 1,1042 | 0,1709 | 1,4045* | 0,0890 |
| Prix de rachat proposé / Total des dettes | 1,5266 | 0,7270 | 0,0408 | 0,9773 |
| Qualité de l'offre | | | | |
| Maintien de l'emploi | 4,1182*** | 0,0013 | 1,4199** | 0,0409 |
| Repreneur solide financièrement | 1,0010 | 0,2012 | 0,6781 | 0,2978 |
| Repreneur expérimenté | 0,5787 | 0,4396 | 0,3669 | 0,6044 |
| Repreneur réputé | 0,9868 | 0,3645 | - 0,2777 | 0,7233 |
| Existence de synergies | - 1,2789 | 0,1586 | 0,5678 | 0,6275 |
| Motif du rachat | | | | |
| Recherche de synergies | - 0,5855 | 0,4438 | 0,1032 | 0,9219 |
| Absorption d'un concurrent | 0,4156 | 0,6518 | 1,1847 | 0,3308 |
| Diversification de l'activité | 1,8497* | 0,0680 | 1,0632 | 0,3354 |
| Première affaire | 2,4846** | 0,0345 | 1,6834 | 0,1459 |
| Accroissement de réputation | 0,5308 | 0,6776 | - 15,1938 | 0,9939 |
| Test | | | | |
| Chi deux | 45,412 | | 29,014 | |
| Prob. > χ^2 | | < 0,0001 | | 0,0039 |

Lecture : la double colonne 1 (respectivement 2) porte sur l'échantillon relevant de la législation de 1985 (resp. 1994). Chacune rassemble les estimations et les probabilités critiques associées des modèles (estimés par maximum de vraisemblance). La variable expliquée est la probabilité de sélection de chaque plan de reprise (Logit conditionnel). Les variables significatives aux seuils de 1 %, 5 %, et 10 % sont indiquées par ***, **, et * respectivement.

Champ : échantillon non pondéré : 292 propositions de reprise, dont 98 acceptés et 194 rejetés.

Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

précédente). Il est intéressant de noter cependant que le *rapport* du prix au total des dettes n'est jamais significatif. Ainsi, si le niveau absolu du prix importe, sa comparaison avec les montants dus ne modifie pas les chances de sélection. La perspective du remboursement des dettes resterait un problème secondaire par rapport au maintien de l'emploi.

* *
*

La France offre un environnement original du traitement judiciaire des difficultés des entreprises. Cet environnement souvent qualifié de « pro-débiteur » a, comme d'autres pays, fait l'objet de différents systèmes de classement et de notation, notamment à l'initiative de la Banque mondiale à travers les enquêtes annuelles Doing Business. Toutefois, peu d'études fondées sur des statistiques individuelles ont été menées jusqu'à présent. À cet égard, l'utilisation par la présente étude des données collectées dans les greffes des tribunaux de commerce constitue une voie de recherche prometteuse.

Cette première investigation pourrait avoir comme prolongement plusieurs approfondissements. D'une part, la nouvelle législation de 2005/2008, en modifiant l'environnement juridique de la défaillance, justifierait une actualisation de l'enquête qui s'arrête en 2005 (quelques années supplémentaires sont cependant nécessaires pour disposer d'un stock suffisant de dossiers clôturés). D'autre part, en se limitant aux cas de défaillance, notre approche exclut les simples défauts renégociés de manière privée avec les créanciers. Cette problématique a été détaillée par Brunner et Krahen (2008) et par Davydenko et Franks (2008). Une telle analyse nécessiterait l'accès à des données bancaires, notamment celles rassemblées dans les services de recouvrement. Outre leur confidentialité, ces données ont malheureusement le désavantage d'exclure les autres créanciers, en dehors de la banque considérée. Enfin, une comparaison internationale permettrait de savoir si la France se distingue ou non des autres systèmes juridiques organisant le traitement judiciaire et collectif du défaut des entreprises. □

BIBLIOGRAPHIE

- Altman E. (1984)**, « A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Costs Question », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 4, pp. 1067-1089.
- Ang J.S., Chua J.H. et McConnel J.J. (1982)**, « The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy : A Note », *Journal of Finance*, vol. 37, n° 1, pp. 219-226.
- Bardos M. (1998)**, « Detecting the Risk of Company Failure », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 1405-1419.
- Bardos M. (2001)**, *Analyse discriminante Application au risque et scoring financier*, Dunod, collection EcoSup, 232 pages.
- Barthélémy F., Fisher T. et Martel J. (2009)**, « What Discount Rate Should Bankruptcy Judges Use ? Estimates from Canadian Reorganization Data », *International Review of Law and Economics*, vol. 29, n° 1, pp. 67-72.
- Blazy R. et Chopard B. (2004)**, « Ex-Post Efficiency of Bankruptcy Procedures : a General Normative Framework », *International Review of Law and Economics*, vol. 24, n° 4, pp. 447-471.
- Blazy R. et Chopard B. (2011)**, « (Un)secured Debt and the Likelihood of Court-supervised Reorganization », *European Journal of Law and Economics*, DOI 10.1007/s10657-010-9160-4.
- Blazy R. et Combier J. (1997)**, *La défaillance d'entreprise : causes économiques, traitement judiciaire et impact financier*, Economica, collection « Insee Méthodes », n° 72-73.
- Blazy R., Delannay A-F., Petey J. et Weill L. (2008)**, *Une analyse comparative des procédures de faillite : France, Allemagne, Royaume-Uni*, La Documentation Française, collection « Regards sur les PME » (OSEO), n° 16, 144 pages.
- Brunner A. et Krahn J.P. (2008)**, « Multiple lenders and corporate distress : evidence on debt restructuring », *Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 415-442.
- Combier J. et Blazy R. (1998)**, *Les défaillances d'entreprises*, Presses Universitaires de France, collection « Que-sais-je ? », n° 3311.
- Crédit d'Équipement des PME (CEPME) (1986)**, *Les causes de défaillance des entreprises industrielles*, Rapport de Synthèse, juin.
- Davydenko S.A. et Franks J.R. (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.
- 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.
- Durbin J. (1954)**, « Errors in Variables », *Review of the International Statistical Institute*, vol. 22, pp. 23-32.
- Hausman J.A. (1978)**, « Specification Tests in Econometrics », *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251-1272.
- Insee (2009)**, *Insee Conjoncture*, Informations rapides, n° 146, 28 mai.
- Korobkin D.R. (1991)**, « Rehabilitating Values : a Jurisprudence of Bankruptcy », *Columbia Law Review*, vol. 91, n° 4, pp. 717-789.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998)**, « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- McFadden D. (1974)**, « The Measurement of Urban Travel Demand », *Journal of Public Economics*, vol. 3, pp. 303-328.
- Lubben S. (2010)**, « What We 'Know' about Chapter 11 Cost is Wrong », *Seton Hall Public Law Research Paper*, n° 1718047.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1958)**, « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, n° 3, pp. 261-297.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1963)**, « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction », *American Economic Review*, vol. 53, n° 3, pp. 433-443.
- Radulovic B. (2008)**, « The Effect of Section 363 Sales on Recovery Rates : Allowing for Self-Selection Bias », *working paper*, 15 septembre,

téléchargeable sur SSRN (<http://ssrn.com/abstract=1360383>).

Warren E. et Westbrook J.L. (2000), « Financial Characteristics of Businesses in Bankruptcy », *American Bankruptcy Law Journal*, January.

Weiss L.A. (1990), « Bankruptcy Resolution : Direct Costs and Violation of Priority of Claims », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 285–314.

White M.J. (1989), « The Corporate Bankruptcy Decision », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n °2, pp. 129-151.

White M.J. (1996), « The Costs of Corporate Bankruptcy : A U.S.-European Comparison », in *Corporate Bankruptcy : Economic and Legal Perspectives*, in *J. Bhandari and L. Weiss (ed.)*, London : Cambridge University Press.

Wu D.M. (1973), « Alternative Tests of Independence Between Stochastic Regressors and Disturbances », *Econometrica*, vol. 41, pp. 733-750.

LES DÉFAILLANCES AU NIVEAU NATIONAL ET DANS LA CAPITALE
Comparaison des populations d'entreprises défailtantes (France / Paris)

En %

| | Paris | | France | |
|--|-------|------|--------|------|
| | 1994 | 2005 | 1994 | 2005 |
| Formes juridiques à 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 | 31,9 | 34,0 | 33,7 | 35,2 |
| Services | 40,9 | 40,4 | 37,4 | 37,8 |
| Redressements judiciaires | 7,1 | 5,6 | 7,0 | 11,0 |
| Liquidations judiciaires | 92,9 | 94,5 | 93,0 | 89,0 |

Lecture : en 1994, 78,2 % des entreprises défailtantes parisiennes sont à responsabilité limitée. A Paris, 7,1 % des entreprises défailtantes ont bénéficié d'un redressement judiciaire (les autres ont été liquidées).

Champ : ensemble des entreprises défailtantes en 1994 et 2005 (France, y compris DOM, et ville de Paris). Hors agriculture et secteur financier.

Source : France : Insee ; Paris : tribunal de commerce de Paris. Pour l'année 1994, voir Domens (2007).

CODIFICATION DES CAUSES DU DÉFAUT ET DES MESURES ENGAGÉES ET AUTORISÉES PAR LES TRIBUNAUX DURANT LA PÉRIODE D'OBSERVATION

Causes du défaut

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 adressée à l'entreprise)

Stratégie et gestion

- Jeunesse de l'entreprise (inexpérience)
- Dissolution volontaire de l'activité
- Échec de projets importants (partenariats, investissements, restructurations)
- Acceptation consciente de marchés peu rentables (dumping)
- Système comptable / système d'information déficients
- Problèmes de compétence (incompétence)
- Mésentente de l'équipe dirigeante
- Prélèvements excessifs
- Provisionnement 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

- Spéculation de l'entreprise, problèmes de change
- Déficit de ressources propres
- Refus de prêt (à l'entreprise)
- Arrêt de subventions (à l'entreprise)
- Taux d'intérêt trop élevés
- Allongement des délais clients
- Raccourcissement des délais de fournisseurs
- Contagion / remontée des pertes de la filiale
- Arrêt du soutien par la maison mère

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

- Évolution 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 premières, Smic, etc.)

Mesures engagées et autorisées par le tribunal

Débouchés

- Amélioration des produits (par exemple : 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 (par exemple : actions de formation)
- Appel à des experts extérieurs
- Changement substantiel de l'équipe dirigeante
- Changement des règles de comptabilité et/ou de 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
- Hausse des fonds propres
- Diminution du risque financier (retrait de spéculation, couverture)
- Désintéressement (partiel ou total) des anciens créanciers
- Recours à de nouveaux créanciers (hors emprunts)
- Emprunts nouveaux
- Rééchelonnement, remise de dette négociée, accord amiable
- Cession d'actifs
- Liquidation des stocks
- Recouvrement des créances clients

TEST D'ENDOGENÉITÉ DES MESURES ENGAGÉES PAR LES TRIBUNAUX (MODÈLE EXPLICATIF DE L'ISSUE DE LA PROCÉDURE)

Nous utilisons une adaptation du test 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. Tout d'abord, pour chaque échantillon (législations de 1985 et 1994), nous régressons la variable éventuellement endogène sur les variables exogènes et l'instrument. Ce dernier présente un $|t|$ de Student significatif au seuil de 1 % quel que soit l'échantillon considéré. Ensuite, nous régressons la variable à expliquer (*dummy* valant 1 en cas de redres-

Test d'endogénéité (modèle explicatif de la probabilité de redressement)

| Variables : | Législation du 25 janvier 1985 (557 entreprises) | | | | Législation du 10 juin 1994 (272 entreprises) | | | |
|--|--|------------|--|------------------|---|------------|--|------------------|
| | Test d'endogénéité Étape 1 : MCO (4) | | Test d'endogénéité Étape 2 : Probit (5) | | Test d'endogénéité Étape 1 : MCO (4) | | Test d'endogénéité Étape 2 : Probit (5) | |
| | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > χ^2 | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > χ^2 |
| Constante | - 0, 2247** | 0,0291 | - 1, 5479*** | 0,0002 | 0,2653 | 0,1061 | - 1,0078 | 0,1185 |
| Causes du défaut (1) | | | | | | | | |
| Débouchés | 0,0735 | 0,1402 | - 0, 7249*** | 0,0003 | 0,0121 | 0,8812 | - 0,1870 | 0,5102 |
| Stratégie et gestion | 0, 0971* | 0,0535 | - 0, 3869* | 0,0658 | 0, 1621* | 0,0786 | - 0,4779 | 0,2012 |
| Production | 0, 1811*** | 0,0020 | - 0, 5811** | 0,0282 | 0,0467 | 0,6008 | - 0,4331 | 0,1641 |
| Finance | 0, 1040** | 0,0461 | - 0,2064 | 0,3178 | 0,1295 | 0,1656 | - 0,2780 | 0,4302 |
| Accident | 0, 1268** | 0,0389 | - 0, 5665** | 0,0224 | 0,1230 | 0,1865 | 0,1433 | 0,6746 |
| Environnement économique | 0, 1409** | 0,0147 | - 0, 7291*** | 0,0026 | 0, 2462*** | 0,0051 | - 0,2447 | 0,5530 |
| Forme juridique à responsabilité limitée | - 0,0174 | 0,7966 | - 0,3906 | 0,1099 | - 0, 2451** | 0,0294 | 0,0924 | 0,8263 |
| <i>Industrie</i> | <i>Réf.</i> | | <i>Réf.</i> | | <i>Réf.</i> | | <i>Réf.</i> | |
| Secteur : commerce (ref. industrie) | - 0,0249 | 0,6772 | - 0,0820 | 0,7257 | - 0,0565 | 0,5262 | 0,1047 | 0,7430 |
| Secteur : services (ref. industrie) | 0,0055 | 0,9112 | 0,1667 | 0,3818 | - 0,0456 | 0,5297 | 0, 4640* | 0,0710 |
| Ln (age de l'entreprise) | 0, 0596** | 0,0425 | 0, 2702** | 0,0289 | 0,0187 | 0,5584 | 0, 2017* | 0,0909 |
| Dettes superprivilégiées / dettes totales | - 0,1966 | 0,4016 | - 0,7546 | 0,4297 | - 0,4628 | 0,1023 | - 6, 9146*** | < 0, 0001 |
| Dettes avec privilège spécial / dettes totales | - 0,0794 | 0,3241 | - 0,1552 | 0,6317 | 0,0229 | 0,8882 | - 0,1279 | 0,8197 |
| Dettes avec privilège général / dettes totales | - 0,0185 | 0,8528 | 0,3753 | 0,2890 | - 0, 2812** | 0,0382 | 0,4710 | 0,3452 |
| Dettes « article 40 » / dettes totales | 0,3879 | 0,2055 | 1,3948 | 0,1729 | - 0,9250 | 0,1204 | 6, 6417*** | 0,0025 |
| Taux de couverture | 0, 5635*** | < 0, 0001 | 0,0331 | 0,9340 | 0, 1961** | 0,0293 | - 0,2795 | 0,4556 |
| ln (employés) (2) | 0, 1171*** | < 0, 0001 | | | 0, 1036*** | < 0, 0001 | | |
| ln (1+ nb. mesures engagées par le tribunal) (3) | | | 4, 2422*** | < 0, 0001 | | | 3, 8832*** | < 0, 0001 |
| Résidu de l'étape n° 1 | | | - 3, 0637*** | < 0, 0001 | | | - 2, 7044*** | 0,0050 |
| R ² (R ² ajusté) | 0,32 (0,30) | | | | 0,21 (0,16) | | | |
| Test de Fisher | 15,55*** | | | | 4,16*** | | | |
| Log vraisemblance | | | - 169,88 | | | | - 106,77 | |
| Nombre de liquidations | | | 363 | | | | 102 | |
| Nombre de redressements | | | 194 | | | | 170 | |

1. Pour chaque catégorie de cause de la défaillance, Ln (1 + nombre de causes signalées).
2. Instrument utilisé pour le test d'endogénéité.
3. Variable éventuellement endogène.
4. Variable expliquée : Ln (1 + nombre de mesures engagées par le tribunal).
5. Variable expliquée : *dummy* « redressement ».

Lecture : les doubles colonnes 1 et 2 (respectivement 3 et 4) portent sur l'échantillon relevant de la législation de 1985 (resp. 1994). La double colonne 1 (respectivement 2) rassemble les estimations et les probabilités critiques associées de la première (resp. seconde) étape du test. Dans la première étape (estimation par MCO), la variable expliquée est le nombre de mesures engagées/autorisées par le tribunal (en log). Dans la seconde étape (estimation par maximum de vraisemblance), la variable expliquée est le redressement de l'entreprise. Les variables significatives aux seuils de 1 %, 5 %, et 10 % sont indiquées par ***, **, et * respectivement.
Champ : échantillon non pondéré : 829 entreprises défaillantes relevant des législations de 1985 (557 obs.) et de 1994 (272 obs.).
Source : calculs des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

sement judiciaire et 0 sinon) sur les variables explicatives (i.e. variables exogènes et variable éventuellement 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 Probit (une estimation par MCO a également été menée mais elle n'est pas présentée ici). Les résultats de la seconde étape sont synthétisés dans le tableau suivant.

TEST D'ENDOGENÉITÉ DES MESURES ENGAGÉES PAR LES TRIBUNAUX (MODÈLE EXPLICATIF DU TAUX DE RECOUVREMENT TOTAL)

Nous testons dans cette annexe l'endogénéité des mesures engagées par les tribunaux durant la période d'observation. Le modèle considéré ici explique le taux de recouvrement total (et non la probabilité de redressement comme dans l'annexe 3). Cette dernière variable étant quantitative, nous pouvons directement utiliser le

test DWH. Dans la première étape, ce test confirme la corrélation de l'instrument avec la variable éventuellement endogène. En revanche, la seconde étape rejette l'hypothèse d'endogénéité puisque le résidu tiré de la première étape n'est pas significatif. Les résultats du test sont rassemblés dans le tableau suivant.

Test d'endogénéité (modèle explicatif du taux de recouvrement total)

| | Législation du 25 janvier 1985 (544 entreprises) | | | | Législation du 10 juin 1994 (255 entreprises) | | | |
|--|--|------------|---|------------|---|------------|---|------------|
| | Test d'endogénéité Étape 1 : MCO (4) | | Test d'endogénéité Étape 2 : MCO (5) | | Test d'endogénéité Étape 1 : MCO (4) | | Test d'endogénéité Étape 2 : MCO (5) | |
| | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > t | Estimation | Prob. > t |
| Constante | - 0,1105 | 0,1263 | 0, 0874** | 0,0151 | -0,1652 | 0,3267 | 0, 3096*** | 0,0076 |
| Causes du défaut (1) | | | | | | | | |
| Débouchés | 0,1084*** | 0,0029 | - 0,0212 | 0,3385 | -0,0120 | 0,8448 | -0,0308 | 0,4417 |
| Stratégie et gestion | 0,0327 | 0,3821 | - 0,0279 | 0,1205 | 0,0414 | 0,5676 | 0,0988** | 0,0380 |
| Production | 0,0121 | 0,7872 | 0,0121 | 0,5660 | 0,0252 | 0,7295 | -0,1257*** | 0,0075 |
| Finance | 0,0705* | 0,0676 | - 0,0363* | 0,0793 | -0,0049 | 0,9446 | 0,0026 | 0,9541 |
| Accident | 0,1172*** | 0,0062 | 0,0008 | 0,9748 | -0,0310 | 0,7082 | 0,1421*** | 0,0086 |
| Environnement économique | 0,1628*** | 0,0001 | - 0,0351 | 0,2027 | 0,0084 | 0,9092 | 0,0547 | 0,2476 |
| Forme juridique à responsabilité limitée | 0,0016 | 0,9727 | - 0,0497** | 0,0225 | -0,1369 | 0,2367 | -0,1602** | 0,0458 |
| <i>Industrie</i> | <i>Réf.</i> | | <i>Réf.</i> | | <i>Réf.</i> | | <i>Réf.</i> | |
| Commerce | - 0,0507 | 0,2273 | - 0,0155 | 0,4573 | -0,0817 | 0,2718 | -0,0822 | 0,1266 |
| Services | - 0,0371 | 0,2939 | 0,0022 | 0,9006 | 0,0136 | 0,8183 | -0,0892** | 0,0193 |
| Ln (âge de l'entreprise) | 0,0287 | 0,1996 | 0,0110 | 0,3332 | -0,0159 | 0,5258 | 0,0158 | 0,3734 |
| Ln (1+ actifs immobilisés) | - 0,0102 | 0,3368 | - 0,0003 | 0,9516 | -0,0219 | 0,3994 | -0,0055 | 0,7138 |
| Ln (1+ stocks) | 0,0588*** | 0,0064 | - 0,0238* | 0,0534 | 0,0279 | 0,3637 | -0,0217 | 0,3450 |
| Ln (1+ clients) | 0,0007 | 0,9683 | - 0,0330*** | < 0,0001 | 0,0080 | 0,7397 | -0,0458*** | 0,0047 |
| Ln (1+ disponibilités et valeurs mobilières) | 0,0054 | 0,7245 | 0,0263*** | 0,0003 | 0,0002 | 0,9934 | 0,0379*** | 0,0052 |
| Actifs immobilisés / actifs totaux | - 0,0004 | 0,9609 | - 0,0028 | 0,5137 | 0,1946 | 0,1548 | -0,0201 | 0,8379 |
| Stocks / actifs totaux | - 0,3446** | 0,0119 | - 0,0547 | 0,4607 | 0,0748 | 0,7714 | 0,1645 | 0,3168 |
| Clients / actifs totaux | - 0,0991 | 0,2470 | 0,0281 | 0,4926 | 0,1831 | 0,1682 | 0,1595 | 0,1034 |
| Dettes superprivilégiées / dettes totales | - 0,2367 | 0,2123 | 0,0217 | 0,8004 | -0,2692 | 0,1939 | 0,0990 | 0,4057 |
| Dettes avec privilège spécial / dettes totales | - 0,0335 | 0,5421 | - 0,0017 | 0,9482 | 0,1038 | 0,5419 | 0,2641** | 0,0213 |
| Dettes avec privilège général / dettes totales | 0,0886 | 0,2176 | 0,0249 | 0,4742 | 0,1617 | 0,1728 | -0,0503 | 0,6286 |
| Dettes « article 40 » / dettes totales | 3,2027*** | < 0,0001 | - 0,2698 | 0,5862 | 3,5028*** | < 0,0001 | 1,1828 | 0,3303 |
| Taux de couverture | 0,1563** | 0,0143 | 0,6435*** | < 0,0001 | 0,3222*** | 0,0009 | 0,3508*** | 0,0005 |
| Ln (employés) (2) | 0,0605*** | 0,0001 | | | 0,0752** | 0,0373 | | |
| Ln (1+ nombre de mesures engagées par le tribunal) (3) | | | 0,0990 | 0,4098 | | | 0,0132 | 0,9654 |
| Résidu de l'étape n° 1 | | | - 0,0887 | 0,4666 | | | 0,0323 | 0,9164 |
| R ² (R ² ajusté) | 0,23 (0,20) | | 0,57 (0,55) | | 0,26 (0,18) | | 0,41 (0,34) | |
| Test de Fisher | 6,80*** | | 28,47*** | | 3,47*** | | 6,53*** | |

1. Pour chaque catégorie de cause de la défaillance, Ln (1 + nombre de causes signalées).
2. Instrument utilisé pour le test d'endogénéité.
3. Variable éventuellement endogène.
4. Variable expliquée : Ln (1+ nombre de mesures engagées par le tribunal).
5. Variable expliquée : taux de recouvrement total.

Lecture : les doubles colonnes 1 et 2 (respectivement 3 et 4) portent sur l'échantillon relevant de la législation de 1985 (resp. 1994). La double colonne 1 (respectivement 2) rassemble les estimations et les probabilités critiques associées de la première (resp. seconde) étape du test. Dans la première étape (estimation par MCO), la variable expliquée est le nombre de mesures engagées/autorisées par le tribunal (en log). Dans la seconde étape (estimation par MCO), la variable expliquée est le taux de recouvrement total. Les variables significatives aux seuils de 1 %, 5 %, et 10 % sont indiquées par ***, **, et * respectivement.

Champ : échantillon redressé selon l'issue : 799 entreprises défaillantes relevant des législations de 1985 (544 obs.) et de 1994 (255 obs.).
Source : calcul des auteurs, à partir de données issues des greffes des tribunaux de commerce de Paris et de la Région parisienne.

