

Octobre 1995

DEFAILLANCE D'ENTREPRISES ET TAUX DE RECOUVREMENT
DES CREANCES

Jean François MALÉCOT

Cahier de recherche n°9512

Membre du CEREG

Le choix des sources de financement des entreprises est-il lié aux coûts de défaillance? Selon certains auteurs (Scott (1976) par exemple), ils viennent justifier la présence d'une structure optimale du capital au moment où les coûts attendus d'une faillite compensent les économies d'impôts espérées. L'enrichissement de l'analyse qu'opéra la prise en compte de nouveaux éléments comme les coûts d'agence et les asymétries d'information fit alors passer au second plan la question des coûts de faillite. Quels que soient ces coûts et leur ampleur, leur rôle a été contesté par Haugen et Smbet (1978). Selon ces derniers, en cas de faillite (définie par l'impossibilité immédiate de rembourser la dette) il y a réorganisation (informelle) au cours de laquelle les créanciers deviennent propriétaires de la firme¹. Les seuls coûts liés à la faillite sont des coûts de transfert de propriété; ces coûts seront les plus faibles possibles si les marchés parfaits existent et que les agents sont rationnels². La liquidation diffère de la faillite et s'apparente à un choix d'investissement: si le projet d'investissement représenté par la totalité des actifs de la firme n'est pas rentable, on liquide la société indépendamment de son financement. Les coûts d'une faillite ne sont donc pas assimilables à des coûts de liquidation. En 1988, Haugen et Smbet reviennent sur cet aspect en affirmant que si les marchés sont imparfaits, on doit pouvoir inclure dans les titres des dispositions qui permettent d'en éviter les inconvénients.

Les règles formelles régissant le sort de l'entreprise lorsqu'elle se trouve (par déclaration ou par assignation) en situation de cessation des paiements doivent assurer une allocation efficiente des ressources³. Mais cette efficacité ex-post est en réalité reliée à une efficacité ex-ante des incitations: l'efficacité incitative doit intervenir dès les premières négociations des contrats d'endettement (Aghion, Hart et Moore, (1992)). La présence de règles formelles va modifier l'ensemble des allocations de ressources:

- Pour les entreprises en situation effective et immédiate de cessation des paiements: en évitant la fuite des créanciers, la dislocation des actifs en fonction des sûretés, en suspendant la plupart des remboursements, en stoppant momentanément le cours des intérêts et des poursuites, en organisant la poursuite éventuelle des contrats en cours, les procédures

¹ Il n'y a donc plus besoin de payer les créanciers.

² Comme les prix anticipent ces coûts, les nouveaux propriétaires peuvent espérer récupérer à leur profit la différence entre la valeur de la firme avec réorganisation informelle et la valeur de la firme avec réorganisation formelle.

³ Pour un examen de ces règles formelles aux Etats-Unis et en Europe, se reporter à White (1993).

formelles de défaillance jouent un rôle dans le choix entre liquidation et continuation de l'activité.

- Pour les entreprises en situation de difficultés financières, ces mêmes règles, conçues comme des cadres à la négociation, permettent ou empêchent la renégociation préalable à l'éventuelle aggravation des difficultés; ainsi, elles peuvent inciter les dirigeants à prendre beaucoup de risques pour éviter la défaillance sachant que les créanciers seront les principaux perdants en cas de liquidation: donc à substituer des actifs risqués à des actifs rentables à long terme ou à contracter des dettes de plus en plus risquées afin de faire face aux remboursements.

- Pour les entreprises en situation "normale", elles facilitent ou rendent plus difficile l'obtention de ressources de financement (problèmes de protection et d'information pour les créanciers), en limitant le recours à l'endettement ou le choix vers certains types d'investissements considérés comme peu surs (recherche-développement par exemple).

Bien que les coûts de défaillance peuvent théoriquement s'analyser dans ce très large contexte (White, (1993)), ce travail a pour seul objet l'évaluation des montants récupérés par les créanciers à l'issue des procédures formelles de défaillance, c'est-à-dire de redressement ou de liquidation judiciaire pour le cas français⁴. Plusieurs raisons justifient cette approche. Le risque de défaillance est dans les faits un risque de liquidation: 90 % des entreprises sont liquidées juste après le jugement d'ouverture (50 % pour le régime général). Si l'on se réfère aux données fournies par le greffe du tribunal de commerce de Paris, plus de 90% des clôtures de liquidations le sont pour insuffisance d'actif (voir annexe 2) alors que l'on observe 1 % de cas d'extinction du passif. L'observation des montants récupérés permet le calcul d'un taux de recouvrement qui représente "la proportion de la valeur faciale de la créance qui est remboursée" (Franks et Torous (1994)). A contrario de la position défendue par Haugen et Sembet, ce taux fait partie des facteurs déterminants les incitations des créanciers, en ce qu'il est un indicateur de la valeur de liquidation d'une firme, donc de la valeur des créances dans certains états de la nature⁵.

Ce travail se justifie également dans le contexte de la loi de 1994 qui a modifié certains articles de la loi de 1985 et qui pourrait avoir des conséquences importantes sur les taux de recouvrement de créances⁶. Un bilan dressé maintenant devrait permettre d'établir une comparaison avec la situation qui prévaudra après cinq à six années d'application des nouveaux textes.

⁴ Il ne faut pas cependant confondre taux de recouvrement et coût de faillite, c'est-à-dire coûts spécifiques liés aux procédures formelles de défaillance. Parmi ces coûts spécifiques, ce sont les coûts administratifs qui ont fait l'objet de plus d'attention. On trouvera en annexe 1 un tableau comparatif des principales études sur cette question.

⁵ Voir notamment Shleifer et Vishny (1992).

⁶ Ainsi, la loi du 10 Juin 1994 modifie les principes régissant la poursuite des contrats encours évoquée ci-dessus, en imposant notamment le paiement comptant pendant la période d'observation comme le droit commun. Nous reviendrons ci-après sur d'autres aspects.

Nous aborderons l'évaluation des taux de recouvrement des créances en examinant successivement:

- les niveaux du taux potentiel global et du taux effectif de recouvrement du passif en cas de liquidation;

- le calcul des taux de recouvrement spécifiques aux créances bancaires, ce qui se justifie compte tenu de la place du financement intermédié bancaire au sein du passif des entreprises françaises et de la nature particulière de leurs créances⁷;

- la mesure des effets spécifiques du rééchelonnement de l'endettement dans les cas de plans de continuation.

1) Le taux potentiel de recouvrement global et le taux effectif

Selon Franks et Torous (1994), les taux de recouvrement des créances sont principalement influencés par la valeur de la firme au moment de la réorganisation, l'ordre de priorité de la créance et la valeur de l'actif qui vient garantir cette créance. Il s'agit d'abord d'évaluer le rapport entre la valeur effective (ou de réalisation) de l'actif de la société qui est liquidée avec le montant nominal des créances admises, indépendamment de tous types de privilèges, coûts directs ou indirects et de délais. Ce taux représente le potentiel maximum de valeur recouvrable par tous les créanciers. Ensuite plusieurs facteurs influent sur ce taux potentiel: les coûts liés au recouvrement, dont les coûts administratifs de la faillite, les types de créanciers en fonction des garanties, la durée des procédures et le coût d'immobilisation des fonds⁸. Toutes les valeurs auxquelles nous ferons référence sont des valeurs comptables, à l'exception des valeurs de réalisation.

Une première indication est donnée par le rapport entre la valeur comptable de l'actif et la valeur faciale des créances, après vérification par les administrateurs judiciaires car il y a une sous-évaluation importante du passif au moment du jugement d'ouverture⁹. Une étude du Crédit d'Équipement des PME (1986) montre, à partir d'un échantillon de 300 entreprises, que le rapport passif sur actif passe de 2.2 à 3.4 après vérification. Indépendamment de la valeur de réalisation des actifs, le taux potentiel de recouvrement est donc déjà faible.

Nous disposons de plusieurs études qui intègrent la valeur de réalisation des actifs. Une étude sur 51 dossiers (Bertrand, (1977)) indique que les valeurs de réalisation des actifs et d'inventaire représentent 50.7% du total des créances admises; le taux de recouvrement potentiel global est donc inférieur légèrement à 50%. D'après une étude de la Chancellerie menée en 1976, le pourcentage de l'actif réalisé sur le passif était de 26.4%, soit un taux de

⁷ Gertner et Scharfstein (1991) étudient le rôle des créanciers dans la continuation d'activités en cas de défaillance.

⁸ Ces deux derniers points feront l'objet d'une analyse dans les chapitres suivants.

⁹ Sur le problème de la déclaration des créances, de leur vérification et de leur admission, on pourra se reporter au texte de la loi de 1994.

recouvrement espéré largement inférieur à celui cité ci-dessus¹⁰. Deux enquêtes détaillées (voir Gaber (1983) et Malécot (1984)), fondées sur des études de dossiers menées auprès de syndics, permettent également d'avoir une indication du taux de recouvrement global¹¹. Les deux études débouchent sur une évaluation du taux potentiel de recouvrement de l'ordre de 36% en moyenne, la médiane étant dans un cas plus faible.

Selon que la créance est assortie d'un privilège ou non, ce taux varie considérablement. Cependant il ne suffit pas de détenir un privilège pour espérer un taux de récupération effectif supérieur au taux de recouvrement ci-dessus. Tout va dépendre du type de privilège.

Si l'on se reporte à la définition juridique de la sureté en Droit français, la sureté "est une prérogative superposée aux prérogatives ordinaires du créancier par le contrat, la loi ou un jugement et qui a pour finalité juridique exclusive de le protéger contre l'insolvabilité de son débiteur" (Cabrillac, Mouly (1991), p2). D'après ces derniers, deux idées sont à faire ressortir: l'objectif d'une sureté est de permettre au créancier qui la reçoit d'augmenter ses chances de remboursement jusqu'à l'échéance de l'emprunt d'une part, d'autre part, d'affecter la valeur d'un bien au paiement de la créance. On parlera de façon plus générale de privilèges quand la loi prévoit des préférences à établir entre les différents créanciers. On distingue les privilèges en fonction de leur généralité et en fonction de leur assiette. La plupart des auteurs paraissent s'accorder sur les rangs des créanciers munis de privilèges ou de suretés lors d'une procédure collective (Voir Coudert (1991), Cabrillac et Mouly (1991)). La loi de 1994 a modifié le rang des privilèges afin d'accorder un poids plus important aux créanciers titulaires de suretés. Sous la loi de 1985, nous avons la liste suivante dans le cas de la vente d'un immeuble lors d'une procédure collective (voir Coudert, (1991)):

- 1) superprivilèges des salariés;
- 2) Créances de l'article 40;
- 3) les frais de justice
- 4) privilèges ordinaires des salariés
- 5) privilèges spéciaux immobiliers;
- 6) créances hypothécaires;
- 7) créances fiscales sur le solde du prix devenu meuble
- 8) créances chirographaires.

Depuis la loi de 1994, dans le cas d'une liquidation, le classement peut être défini comme suit¹²:

- 1) fraction superprivilégiée des créances salariales ;
- 2) frais de justice;

¹⁰ L'étude de la chancellerie était réalisée auprès des syndics; les statistiques portent sur des liquidations et des concordats intervenus entre 1971 et 1975. L'échantillon comprenait 5503 firmes défailtantes (voir Sayag, Serbat, 1982).

¹¹ Le calcul concernant la première étude citée a été effectuée par nos propres soins sur la base des données publiées par son auteur. Chacune des deux études portaient sur un échantillon de 16 dossiers, la deuxième comprenant exclusivement des entreprises industrielles de taille moyenne.

¹² Echappent à cette contrainte de classement plusieurs aspects comme la clause de réserve de propriété et le crédit-bail qui peut quant à lui faire l'objet d'une action en restitution "autonome" d'après la loi de 1994.

- 3) privilèges spéciaux immobiliers (hypothèques, gage avec droit de rétention ou nantissement sur matériel ou outillage);
- 4) prêts et créances postérieures au jugements;
- 5) salaires avancés par l'A.G.S.;
- 6) autres créances nées après le jugement (article 40);
- 7) autres créances antérieures au jugement;

La créance d'une banque, antérieure au début des procédures et garantie par une hypothèque, n'arrivait qu'en sixième rang en cas de revente d'un immeuble lors d'une procédure collective. Depuis l'entrée en vigueur de la loi de 1994, il est clair que la garantie offerte peut s'avérer d'un meilleur rendement.

De plus, si l'on tient compte des coûts des procédures, le taux effectif risque d'être plus faible que le taux potentiel. De nombreuses évaluations du taux effectif global sont disponibles. Une étude détaillée par type de privilèges donne les taux de recouvrement suivant: 68.26% pour les créances superprivilégiées, 8.5% pour les créances privilégiées et 1.2% pour les créances chirographaires et un taux moyen de recouvrement de 24.26% (pour l'A.G.S., Leroux Cocheril (1978)¹³. Selon Pagés (1989), le taux effectif de recouvrement en 1986 était en moyenne de 16.08%: pour une répartition toutes entreprises confondues de ses créances avec 51% du montant total des créances assorties d'un superprivilège, 28% avec privilèges, 4% bénéficiaire de l'article 40 et le restant étant de nature chirographaire¹⁴. D'autres études relèvent un taux de récupération effectif moyen de 28% (Ravel, (1993))¹⁵, ce dernier résultat étant proche de celui obtenu dans l'étude de la Chancellerie¹⁶. Le taux effectif pour les créanciers chirographaires est de l'ordre de 5%. On notera que ce dernier résultat n'est pas propre à la France: White (1984) relève un taux de l'ordre de 3% pour les Etats-Unis¹⁷, Kaiser et Kaiser (1995), de l'ordre de 4.7% pour l'Allemagne en 1991¹⁸.

Ces derniers résultats montrent que la détention d'un privilège, fut-il une hypothèque de premier rang, ne garantit pas systématiquement au créancier un paiement conséquent étant donné que des créances de rang antérieur ne permettent pas non plus un recouvrement à 100% en moyenne. Nous concluerons sur cette question en soulignant que la violation des règles de priorité, notamment par rapport à la situation de priorité absolue, est souvent observée dans la littérature nord-américaine à propos de l'alternative réorganisation/liquidation dans le cadre des procédures de faillite: des actionnaires peuvent être partiellement remboursés sans que pour autant tous les créanciers ne le soient complètement (Weiss, (1990)).

¹³ Aucune de ces évaluations générales ne tient compte des délais de récupération; pour cette étude, ils étaient estimés à cinq ans.

¹⁴ Résultats pour l'Assurance Générale sur les Salaires dans la région de la Loire (Pagés, 1989).

¹⁵ En principe, ce chiffre ne prend en compte aucun facteur d'actualisation sur la durée de récupération. Il en est de même avec l'évaluation donnée sur la base de l'étude de la Chancellerie.

¹⁶ Si l'on se reporte à la répartition du passif, on constate que le pourcentage du passif chirographaire est en moyenne de 60%. Ainsi, un taux de recouvrement moyen de 26% débouche sur une évaluation d'un taux de recouvrement théorique pour le seul passif privilégié d'environ 50%, dans la mesure où ce sont ces créances qui sont d'abord remboursées en principe.

¹⁷ Alors qu'il atteint 32% pour les firmes qui ne sont pas liquidées.

¹⁸ Les taux sont de 25.5% pour les créances avec sûretés. On soulignera que ces taux sont en baisse constante depuis 30 ans en Allemagne (ils étaient de l'ordre de 50% en 1960).

2. Le taux de recouvrement des créances bancaires

Dans le cas des créances bancaires de financement des investissements, l'usage pour le moyen et le long-terme est le recours à la garantie, hypothèque, cautionnement, nantissement selon les cas, Il y a donc privilège dans presque la totalité des cas. Deux évaluations sont présentées successivement:

- la première fondée sur les reprises de provisions telles qu'on peut les observer dans les comptes et les rapports annuels du Crédit National;

- la deuxième est basée sur la mesure effective des flux de recouvrement à partir d'un échantillon de dossiers de prêts;

a) Une évaluation par les reprises de provisions

Il s'agit de rapporter tous les flux récupérés par la banque au montant initial de la créance, en faisant abstraction de leur profil temporel. C'est une simplification nécessaire, chaque prêt étant en fait un cas particulier. Le Crédit National bénéficie d'un régime de traitement comptable des provisions pour risques sur les prêts qui permet aisément pour un observateur extérieur d'indiquer un taux moyen de récupération. En effet, le Crédit National est autorisé à constituer, en franchise d'impôt, une provision (forfaitaire) afin de couvrir les risques sur les encours de ses prêts à moyen et long terme. La dotation annuelle peut atteindre 0.5% de ces encours, sans que le montant total ainsi provisionné au fur et à mesure ne dépasse les 3% de ces mêmes encours. Plus précisément, dès lors qu'un emprunteur fait l'objet d'une procédure judiciaire (ou que le jugement d'ouverture est imminent) et qu'il n'a pas réglé ses échéances (principal ou intérêt) depuis 6 mois, le capital du prêt est amorti en totalité à l'aide d'une provision pour risques de prêts. Par contre, les intérêts courus et non payés sont annulés; s'ils viennent à être réglés, ils constituent des produits. Enfin, les sommes recouvrées, sur le seul capital, viennent en déduction du montant de la provision existant en début d'exercice.

Le tableau ci-dessous reprend ces données (en millions de Francs) pour les six dernières années¹⁹.

Tableau I: Ventilation des provisions et récupérations
(Source rapports annuels 1987-1993)

	Provision au 1-01	Prises en charge	Récupérations	Dotations	Provision au 31-12
1987	2036	(316)	165	180	2065
1988	2065	(207)	180	76	2114
1989	2114	(215)	186	171	2256
1990	2256	(488)	240	410	2424
1991	2424	(508)	274	457	2065
1992	2647	(908)	293	482	2514
1993	2514	(1304)	343	477	2030

Sachant que la prise en charge d'un dossier en contentieux s'étale sur 5 ans en moyenne, en totalisant les récupérations et les prises en charge, en rapportant ces deux montants récupérés, on obtient un taux moyen de recouvrement. Sur la période disponible ici, nous pouvons estimer trois taux en moyenne mobile (1987-1991, 1988-1992, 1989-1993), soit respectivement 60%, 50.4% et 39%. Les deux dernières années 1992 et 1993 pesant fortement sur le calcul (les prises en charges se sont fortement accrues alors que les récupérations n'interviendront que plus tard), le premier taux paraît beaucoup plus réaliste²⁰. Ce taux de 60% ne concerne que le capital du prêt. Si l'on se réfère à un taux d'obtention des ressources de 8%, en actualisant les sommes récupérées à ce taux (un dossier restant en contentieux cinq années en moyenne), on obtient un taux de recouvrement actualisé d'environ 47%, toujours sans tenir compte des intérêts.

¹⁹ L'année 1994 ne figure pas dans le tableau parce que la présentation des comptes n'isole plus ces provisions depuis 1994.

²⁰ Le rapport annuel 1994 fait d'ailleurs état d'une remontée significative des récupérations.

b) Une étude des flux sur un échantillon

L'étude portait sur un échantillon de 1000 entreprises environ, soit 1200 prêts entrés en contentieux entre 1980 et 1990, la majeure part des dossiers relevant de la période 1985-1990²¹. Le taux de recouvrement est évalué par rapport au seul capital restant dû à l'entrée en contentieux. Trois situations sont distinguées selon que l'emprunteur fait l'objet d'une liquidation, d'un plan de continuation ou seulement d'une assignation (il n'y a pas de procédures collectives dans ce dernier cas). La répartition des procédures collectives dans les dossiers à l'entrée en contentieux est de 64%; à la sortie du contentieux, ce pourcentage atteint 77%. On observe moins de 20% de liquidation à l'entrée et à la sortie, elles font 58% des dossiers.

La durée moyenne de traitement d'un dossier est 3.9 années; elle est de 4.5 ans pour les liquidations, de 4 ans pour les plans et de 3 ans pour les assignations. Les taux moyen de recouvrement selon les 3 cas figurent dans le tableau ci-dessous.

Tableau II : Taux de recouvrement de prêts

Liquidations	Plans	Assignations	Moyenne
.546	.69	.86	.643

Comme on pouvait s'y attendre, le taux est supérieur pour les assignations par rapport à la situation de liquidation ou de continuation. La part des intérêts a été estimée; en effet, il a été relevé que les intérêts accumulés en retard atteignaient 10% du capital restant dû à l'entrée en contentieux. Les intérêts en retard, toutes situations confondues, atteignent 45% de ce même capital à la sortie en contentieux. Le taux de recouvrement sur les seuls intérêts est globalement de 30%. Ce taux beaucoup plus faible que pour le principal du prêt s'explique par le fait que les garanties associées aux intérêts non versés sont en général limitées à deux années d'intérêts.

²¹ Afin de respecter nos engagements, nous sommes contraint ici à un relatif anonymat sur l'origine des informations, les caractéristiques des prêts et leurs montants. En fait, il s'agit de prêts bancaires, destinés au financement d'investissements pour des entreprises de taille plutôt moyennes appartenant à tous les secteurs de l'activité économique.

Il n'y a pas de corrélation entre le montant du prêt et le taux de recouvrement. Enfin, les taux sont très différents d'un prêt à l'autre; on observe:

- que le taux de recouvrement est de 100% dans 50% des dossiers étudiés (représentant 40% du capital total des dossiers en contentieux); la presque totalité des pertes est donc due à la moitié des dossiers.

- qu'un taux de 0% de recouvrement est observé dans 18% des cas (pour 15% du capital engagé en contentieux).

Par conséquent, le taux de recouvrement espéré sur le capital et les intérêts est de 48.86%, soit un taux actualisé de 38.71%, avec des hypothèses de 4 années pour la durée des procédures contentieuses et de 8% pour le taux d'obtention des ressources pour la banque.

Une estimation pour ces dossiers du coût des procédures judiciaires donne une moyenne de 1.2% du montant du capital à recouvrer: le taux de recouvrement net actualisé est donc de 37.51%. Ce dernier taux intègre la totalité des aspects du contentieux, à savoir le capital restant dû, les intérêts à recouvrer, la durée de recouvrement, le coût d'obtention des ressources qui sont immobilisées et les coûts des procédures.

Si l'on compare les résultats des deux études présentées, il importe de souligner les différences de mesures: dans le cas du Crédit National, les opérations sont en général assorties de garanties, la taille des entreprises impliquées est nettement plus grande (le nombre de plans de continuation est de ce fait plus élevé lui-aussi), et le taux calculé ne prend en compte que le capital. Par contre, dans la deuxième étude, outre que la période n'est pas strictement comparable, le calcul tient compte de la quasi totalité des coûts: donc, un taux de recouvrement d'environ 38% paraît l'estimation la plus crédible pour le créancier bancaire. L'estimation ci-dessus variera selon les types de crédit (investissement matériel ou immatériel, actifs avec risque élevé de dévalorisation, de trésorerie...), de la taille des entreprises impliquées, s'il s'agit d'entreprises industrielles ou de services, de la présence de garanties et de la possibilité ou non de faire jouer des cautions (personnes morales ou physiques).

3. Valeur actuelle nette des créances et plan de continuation

On trouvera dans Pagès (1989) et Saint-Alary Houin (1989) des exemples de plan d'apurement des créances dans le cadre d'un plan de continuation. Selon Pagès, les tribunaux accordent très fréquemment une franchise de 17 à 24 mois avant tout remboursement. Pour 77 plans de continuation analysés, où un remboursement à 100% des créances est prévu, les échéanciers sont très variables selon les cas; ainsi, il est observé:

- dans un cas, un plan d'apurement au comptant;
- dans 9 cas, entre 2 et 4 ans de délais;
- dans 11 cas, entre 5 et 6 ans de délais;
- dans 15 cas, entre 7 et 8 ans;
- dans 30 cas, entre 9 et 10 ans;

et dans 11 cas, c'est un délai supérieur à 11 ans qui a été accordé. Le délai moyen est en fait d'environ 7 années. Dans 62% des plans, la fréquence de remboursement est annuelle, dans 27% des cas, trimestrielle et dans 10% des cas, mensuelle.

Egalement fréquemment observée, c'est la possibilité offerte par le tribunal d'un choix (15 cas observés sur 92 plans) entre un remboursement à 100% entre 8 et 10 ans et un remboursement moindre sur une durée plus courte; les alternatives offertes sont les suivantes:

- soit 60 % remboursable sur 5 ou 6 ans;
- ou 50 % remboursable sur 3 ou 5 ans;
- ou 40 % remboursable sur 2 ou 4 ans;
- ou 25 % ou 20 % remboursable en une fois;

Ces taux fixent d'évidence une limite aux possibilités de recouvrement global du passif, indépendamment du privilège puisqu'en principe, d'après la loi de 1985, tous les créanciers sont placés en ce domaine à égalité; en effet, selon l'article 74, tous les créanciers "sont soumis à des délais uniformes de paiements". avec des dérogations (voir l'article 76) pour les créances super-privilégiées, les créances salariales non avancées par l'AGS et les créances de très faibles montants (dans la limite de 5% du passif). Compte tenu des délais de réalisation des plans, il est encore trop tôt pour avoir une indication précise des chances de succès. On sait cependant d'après Pagés (1989) qu'il y a résolution du plan dans 10% des cas dès les deux premières années; certaines indications qualitatives débouchent sur un taux d'échec des plans de l'ordre de 2/3 des cas; il s'ensuit alors soit un nouveau plan avec de nouveaux délais, soit une cession, soit une liquidation. Le taux de recouvrement global probable est minoré d'autant. En revanche, l'expérience avec les concordats montre des taux d'échecs de 40% en moyenne²². Pour un plan avec un délai uniforme de 7 ans, une franchise d'un an, soit 8 années au total, la valeur actuelle de ce flux futur (à 8%) est de 72% de la créance initiale. En tenant compte de la probabilité d'échec(40% ici), on arrive à un taux de recouvrement espéré en moyenne de 43%²³. Pour un taux de 10%, on obtient 40%. Avec des taux de succès de 60%, on obtiendrait respectivement 29% et 24%.

Le choix de l'option, si l'on suppose le tribunal rationnel et parfaitement informé des conditions moyennes de réalisation d'un plan, nous permet de donner une indication du taux potentiel de recouvrement: par un simple calcul d'actualisation (avec un taux de 8%), si on compare le plan uniforme à 100% sur 8 ans avec l'option de remboursement sans franchise de 25% en une fois, on détermine un rapport d'équivalence entre les deux situations, soit 2.88. Si le tribunal propose ce remboursement, c'est en raison d'une probabilité de succès du plan inférieure à l'inverse de ce rapport d'équivalence. D'après notre calcul, la probabilité est de .34. Le taux de recouvrement espéré moyen deviendrait avec une telle probabilité de l'ordre de 24%. Ce taux est comparable aux taux moyens de recouvrement figurant dans notre première partie.

²² Voir Sayag et Serbat (1982).

²³ A condition de supposer que s'il y a échec, la valeur résiduelle de la créance est alors quasi nulle. Cette hypothèse repose sur le fait que si le redressement est transformé en liquidation, il y aura de nouveaux délais, de nouveaux frais, de nouveaux créanciers et une nouvelle perte de valeur.

Conclusion

Le taux potentiel de recouvrement global en cas de liquidation, tous types de créanciers confondus, est de l'ordre de 36%. Le taux de recouvrement des créances bancaires est d'environ 60% pour le seul capital; en actualisant les flux sur la base d'une estimation moyenne de la durée du contentieux avec un taux d'obtention des ressources de 8%, on obtient 47%. Avec les frais de procédures et en prenant en considération les intérêts sur les prêts, le taux de recouvrement net actualisé d'une créance bancaire est d'environ 38%. La valeur actuelle nette d'une créance dans le cadre d'un plan de continuation est en moyenne de l'ordre de 24% si l'on prend une estimation du taux de succès d'un plan fondée sur le rapport d'indifférence entre différentes options du plan d'apurement: elle est de l'ordre de 40% sinon avec un taux d'actualisation à 10% et une espérance de succès de 60%. En revanche, le taux de recouvrement pour les créances de type bancaire dans le cas d'une simple assignation est nettement supérieur aux taux obtenus pour les redressements et les liquidations judiciaires (de l'ordre de 90% : voir tableau 2).

Les créanciers perdent donc une fraction importante de leurs créances lors de la défaillance de leur client. Il ne faut pas pour autant assimiler cette perte aux montants des coûts spécifiques à la faillite dans la mesure où la perte enregistrée à ce moment peut être due à une erreur d'anticipation comme l'indiquent Haugen et Sembet (1978). Ces résultats empiriques permettent d'attirer l'attention sur deux points essentiels:

- si la perte enregistrée par les faibles montants recouverts n'est pas expliquée par la seule défaillance, elle montre alors l'influence d'états de la nature contingents dont les probabilités d'occurrence ne sont pas suffisamment influencées par les actions des agents économiques et qui affectent les détenteurs d'un droit sur le passif. Est-on en situation de concevoir des contrats de prêts qui réduirait l'influence de ces risques contingents pour les détenteurs de créances?

- les taux de recouvrement constatés suggèrent également l'idée que les marchés de revente d'actifs d'entreprises sont largement imparfaits. Comme le relèvent Aghion, Hart et Moore (1992), ce sont des marchés peu concurrentiels pour des raisons de structure. Le montant parfois élevé requis pour reprendre une entreprise, les coûts unitaires de transaction, la durée des négociations, la spécialisation des actifs, les asymétries d'information, les risques de conflits d'intérêts diminuent d'autant la position de négociation du vendeur (qu'il s'agisse d'une cession ou d'une liquidation) et la valeur de marché de l'actif. De plus, comme l'ont souligné Shleifer et Vishny (1992), la valeur de liquidation d'une firme est diminuée en raison des coûts d'illiquidité, le nombre d'acheteurs potentiel pour des actifs spécialisés étant d'autant plus faible que les entreprises les mieux placées (c'est-à-dire celles appartenant au même secteur) pour racheter ces actifs éprouvent aussi des difficultés.

Une autre explication peut être évoquée. On sait que la sélection adverse est aggravée pour les marchés avec incertitude sur la qualité du bien et transaction unique (Tirole, 1990). Comme 80% des entreprises défaillantes, si l'on prend la situation la plus favorable,

seront liquidées²⁴ et que plus de 90% des liquidations se soldent par insuffisance d'actif, la valeur de liquidation de l'entreprise défailante sera assimilée a priori aux mauvais cas en raison de la très forte asymétrie d'information d'un acheteur potentiel. Le vendeur ne pouvant se retirer du marché²⁵, il est contraint d'accepter une offre avec une très forte décote et la valeur de réalisation sera réduite d'autant, ce qui explique les faibles taux de recouvrement constatés ici.

L'ensemble de nos résultats et de cette argumentation nous paraît renforcer l'hypothèse que les perspectives de recouvrement des créances en cas de défaillance influent sur le sort des entreprises, pour le choix entre liquidation et continuation, dans les négociations lors de procédures informelles et dans la détermination de la capacité d'endettement d'une firme encore en activité.

²⁴ Cas du régime général avec 50% de plan continuation et probabilité d'échec de 60%.

²⁵ Sur un marché de biens d'occasion "classique", le vendeur de biens de bonne qualité aura tendance à se retirer, d'où la sélection adverse.

Bibliographie

AGHION P., O. HART, J. MOORE (1992) "The Economics of Bankruptcy Reform" *Journal of Law, Economics and Organization*, volume 8, numéro 3 - pp 523-546.

ANG J.S., J.H. CHUA, J.J. MCCONNELL (1982) "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: a Note" *Journal of Finance - Mars* (vol 37) - pp 219-226.

BERTRAND E. (1977) *La défaillance des entreprises* La Documentation Française Paris

CABRILLAC M., C. MOULY (1989) *Droit des sûretés* - Litec - Paris.

COUDERT J.L. (1981) "Privilèges" - *Juris-classeurs Commercial - Droit des entreprises* - Fascicule 460 et Annexe - Editions techniques - Paris

FRANKS J.R., TOROUS W.N. (1994) "A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganization" *Journal of Financial Economics* (35) - pp 349-370.

GABER J. (1983) *Défaillance d'entreprise et coût du capital* - Thèse de troisième cycle - Université de Rennes I - 312p.

GERTNER R., SHARFSTEIN D. (1991) "A Theory of Work-out and the Effect of Reorganization Law" *Journal of Finance* (46) - pp 1189-1222.

HAUGEN R.A., SEMBET L.W. (1978) "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure" *Journal of Finance* (Mai) - pp 383-393.

HAUGEN R.A., SEMBET L.W. (1988) "Bankruptcy and Agency Costs: their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure - *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Mars) - pp 27-38.

KAISER K.M.J., KAISER K.L. (1995) "European Bankruptcy Laws: Implications for Corporations Facing Financial Distress" - *Insead* - 38 pages.

LE ROUX-COCHERIL R. (1977) "La faillite et l'article L122-12 du code du travail" *Le droit social* (Février) pp 93-110.

MALECOT JF (1984) "La mesure empirique des coûts de faillite: une note" - *Finance* - n°2 (vol 5) - pp 209-219.

PAGES J. (1989) "L'application de la loi du 25/01/1985 dans la Loire et à Lyon-Saint-Etienne - La réforme des procédures collectives" - Université Jean Monnet - Saint-Etienne - CERCRID - Mai - 287 p.

RAVANEL J. (1993) "Faillites: une réforme nécessaire" - *Bulletin Economique de la SFAC* - Octobre - pp 3-19

SAINT-ALARY HOUIN C. (1989) "L'application de la loi du 25 Janvier 1985 dans la région Midi-Pyrénées" - Université des Sciences Sociales de Toulouse - CREDIF - Juin- 153p + Annexes.

SAYAG A., O. SERBAT (1982) *L'application du droit pour la faillite - éléments pour un bilan* - LITEC Paris.

SCOTT J.H. (1976) "A Theory of Optimal Capital Structure " Bell Journal of Economics and Management Science (Printemps) - pp 33-54.

SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1992) "Liquidation Values and Debt Capacity: a Market Equilibrium Approach" - Journal of Finance (Septembre) pp 1343-1383.

TIROLE J. (1990) *Theory of Industrial Organization* - MIT Press.

WEISS L. (1990) "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims" Journal of Financial Economics (27) pp 285-314.

WHITE M.J. (1980) "Bankruptcy Costs and the new Bankruptcy Code" - Journal of Finance (Mai) - pp 477-488.

WHITE M.J. (1984) "Bankruptcy, Liquidation and Reorganization" in: Logue D. (ed) *Handbook of Modern Finance* - Boston - pp1-49.

WHITE M.J. (1993) "The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S. European Comparison" - Document de travail - Université de Michigan - 40 pages.

ANNEXE 1

Evaluation des coûts directs (administratifs) des procédures collectives
(estimations par rapport à la valeur de réalisation)

	échantillon	évaluation
<i>Etats-Unis</i>		
Ang, Chua, McConnell (1982)	55 firmes industrielles liquidées entre 1963 et 1978	7.5% de la valeur de liquidation
White (1984)	15 firmes réorganisées et 5 firmes liquidées entre 1980 et 1984	de 3.4% à 10% de la valeur de réalisation pour les créanciers
Weiss (1990)	37 firmes industrielles	2.8% de la valeur de l'actif au bilan
<i>France</i>		
Chancellerie (1976) (Sayag et Serbat (1982))	- 96 firmes liquidées ou en concordat entre 1971 et 1975 dont le passif est supérieur à 3 millions de F -685 firmes liquidées ou en concordat entre 1971 et 1975 dont le passif est inférieur à 3 millions de F et supérieur à 0.5 millions de F	7.4% de la valeur de réalisation 12.7 % de la valeur de réalisation
Gaber (1983)	21 entreprises liquidées	12.8% de la valeur de réalisation
Malécot (1984)	23 entreprises industrielles liquidées	7.84% de la valeur de réalisation

ANNEXE 2

Pourcentages de clôtures pour insuffisance d'actif
(liquidations du tribunal de commerce de Paris)

1970	86.2	1983	90.3
1971	88.9	1984	90.6
1972	87.9	1985	90.3
1973	88.6	1986	92.4
1974	88.9	1987	90.2
1975	84.3	1988	93.8
1976	87.8	1989	95
1977	88	1990	92.7
1978	88.3	1991	91.94
1979	87.9	1992	93.67
1980	87	1993	94
1981	87	1994	96.9
1982	87.2		

source: Greffe du tribunal de commerce de Paris