



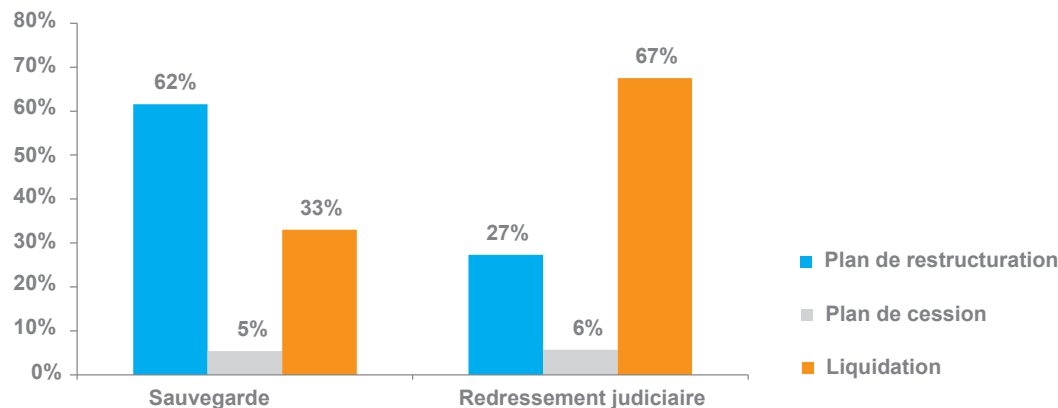
Entreprises en difficulté : quelle efficacité des procédures préventives ?

Quel bilan peut-on tirer de la procédure de sauvegarde, une quinzaine d'années après son introduction dans le droit français ? Cette procédure préventive permet à une entreprise en difficulté d'entamer des discussions avec ses créanciers dans le but de restructurer sa dette avant la cessation des paiements. Pour dresser ce bilan, on s'appuie ici sur une base de données originale, construite à partir des informations publiques sur les ouvertures et les jugements des procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire.

Le constat est clair : les entreprises qui choisissent la procédure de sauvegarde s'en sortent mieux que celles qui entrent en redressement judiciaire. Elles sont ainsi plus de 62 % à obtenir un plan de restructuration de leur dette, contre 27 % seulement pour celles en redressement judiciaire. Cet écart de 35 % peut avoir a priori plusieurs explications. Il peut refléter les différences dans les caractéristiques *observables* des entreprises, telles que le ratio d'endettement, la taille, le secteur ou la zone géographique ; ou bien les différences dans les caractéristiques *inobservables* des entreprises avant l'entrée en procédure (telles que la personnalité du chef d'entreprise). Mais il peut aussi s'expliquer par une meilleure réputation de la procédure préventive : les entreprises en sauvegarde ayant de plus grandes chances de survie, l'ouverture de cette procédure ne ferait pas fuir l'ensemble des partenaires – clients, créanciers, employés, fournisseurs –, ce qui augmente les chances de survie de l'entreprise. Cette note conclut que le troisième effet prédomine. Le premier effet serait marginal (5 points) et le deuxième indécidable¹.

Pourtant, en dépit de ce succès, peu d'entreprises ont recours à la sauvegarde : elle représente en moyenne 6 % des procédures de traitement de difficultés financières entre 2008 et 2018. On peut trouver naturel que les entreprises privilégient les procédures confidentielles comme le mandat *ad hoc* ou la conciliation, qui protègent davantage leur réputation. Il est cependant regrettable que des entreprises qui pourraient avoir recours à ce dispositif préventif ne le fassent pas et finissent en redressement judiciaire. Une meilleure information et une différenciation plus nette de la sauvegarde par rapport au redressement judiciaire pourraient contribuer à accroître le recours à cette procédure. La prochaine transposition de la directive européenne sur les procédures préventives fournit l'occasion de progresser dans cette voie.

Issue des procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire pour les entreprises entrées en procédure collective entre 2010 et 2016



Lecture : 62 % des entreprises entrant en procédure de sauvegarde obtiennent un plan de restructuration de leur dette avec leurs créanciers, 33 % sont liquidées faute de plan.

Source : Bodacc, calculs des auteures

1. Cette note s'accompagne d'un document de travail détaillé, également disponible sur le site de France Stratégie : Epaulard A. et Zapha C. (2019), « Sauvegarde et redressement judiciaire : quelles leçons pour l'amélioration des procédures préventives ? », France Stratégie, Document de travail, n° 2020-02

Anne Epaulard

Chloé Zapha

Département Économie

La Note d'analyse est publiée sous la responsabilité éditoriale du commissaire général de France Stratégie. Les opinions exprimées engagent leurs auteurs et n'ont pas vocation à refléter la position du gouvernement.

INTRODUCTION

Le droit des entreprises en difficulté tend de plus en plus à privilégier le redressement de l'entreprise – du moins le maintien de ses unités les plus saines – à la liquidation, afin de limiter les pertes financières et la baisse de valeur des actifs.

C'est dans cette tendance que s'inscrit la récente directive sur les régimes d'insolvabilité de l'Union européenne². Adoptée en juin 2019, cette directive requiert des États membres qu'ils se dotent de procédures de restructuration préventive de la dette des entreprises en difficulté. Le but est de leur « permettre de se restructurer efficacement à un stade précoce et d'éviter l'insolvabilité, limitant ainsi la liquidation d'entreprises viables »³.

Avec la procédure de sauvegarde, introduite dans le droit français en 2006, la France a été précurseur en la matière. L'ambition affichée par le législateur au moment du vote de la loi en 2005 était de donner aux entreprises la possibilité de restructurer leur dette avant qu'elles ne soient en cessation des paiements, donc avant de se trouver dans une situation financière très détériorée⁴.

Quelles leçons peut-on tirer aujourd'hui de l'expérience française ? À partir de la construction et de l'exploitation d'une base de données retraçant le devenir de l'ensemble des entreprises entrées en sauvegarde et en redressement judiciaire entre 2010 et 2016, cette note propose une mesure concrète de l'efficacité relative de la sauvegarde par rapport au redressement judiciaire⁵.

L'analyse montre que la meilleure santé financière initiale des entreprises qui entrent en sauvegarde ne suffit pas à expliquer la différence des taux de restructuration entre sauvegarde et redressement judiciaire. Une partie de l'écart pourrait bien provenir d'un effet de (mauvaise) réputation dont souffre le redressement judiciaire.

Enfin, la note tire des leçons pour la transposition dans le droit commercial français de la directive européenne sur les procédures de restructuration préventive.

À QUOI SERT LA PROCÉDURE DE SAUVEGARDE ?

Un régime français de l'insolvabilité efficace en comparaison internationale

Comparer l'efficacité des régimes d'insolvabilité d'un pays à l'autre n'est pas aisé. De nombreux facteurs liés au droit, à la coutume et aux caractéristiques des entreprises entrent en jeu. Pionnière en la matière, la Banque mondiale calcule depuis plusieurs années un indicateur d'efficacité des régimes d'insolvabilité⁶ qui est surtout centré sur les créanciers. Cet indicateur est calculé pour moitié sur le taux de recouvrement anticipé des créanciers privilégiés dans un cas fictif d'insolvabilité et pour l'autre moitié sur certaines caractéristiques du déroulement de la procédure, notamment le rôle qu'y jouent les créanciers. Selon cette méthode, le régime d'insolvabilité français n'est pas très bien noté : le taux de recouvrement des créanciers dans le cas fictif considéré est évalué à 74,8 %, alors qu'il est bien supérieur à 85 % dans d'autres pays européens comme le Danemark, la Finlande, l'Irlande, les Pays-Bas, la Norvège, la Slovénie ou le Royaume-Uni. Surtout, dans la dimension « solidité du cadre de traitement de l'insolvabilité », la note de la France est bien inférieure à celle d'autres pays européens – Allemagne, Finlande et Portugal notamment – en raison du faible rôle laissé aux créanciers dans le déroulement de la procédure.

Cette importance accordée aux créanciers dans l'évaluation des régimes d'insolvabilité se justifie au motif qu'une protection forte des créanciers faciliterait l'accès au financement des entreprises et serait *in fine* favorable à la croissance. Toutefois, le ralentissement de la croissance de la productivité du travail dans les économies avancées depuis la crise a renouvelé l'intérêt porté à la capacité des régimes d'insolvabilité à faire le tri entre les entreprises. Idéalement, les entreprises les plus faibles – dont la productivité est insuffisante – doivent être liquidées, tandis que celles susceptibles de survivre doivent pouvoir se restructurer. Dans cette optique, le critère d'un bon régime d'insolvabilité ne doit pas être uniquement le taux de recouvrement des créanciers ou le rôle de ces derniers dans les procédures de faillite, mais aussi sa capacité à

2. Directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes.

3. Voir le considérant (2) de la Directive (UE) 2019/1023.

4. En ont bénéficié notamment, parmi les cas les plus connus du grand public, la société holding de Thomson en 2010, Monceau Fleurs en 2011, Planet Sushi en 2015, la Mutuelle des étudiants en 2016 ou encore Rallye, la maison mère de Casino, en 2019.

5. Ce travail s'inscrit dans une tendance récente d'évaluation de l'efficacité et de l'efficience des cadres juridiques pour la résolution des difficultés des entreprises sur la base de données d'entreprises, une tendance qui complète l'approche qualitative qui a longtemps dominé dans ce domaine. Voir par exemple Garrido J. *et al.* (2019), « The use of data in assessing and designing insolvency systems », *FMI Working Papers*, n° 19/27, février.

6. Voir les pages [Doing Business sur le site de la Banque mondiale](#).



identifier assez tôt les entreprises fragiles et à restructurer rapidement celles dont les chances de survie sont réelles.

C'est avec ce nouveau prisme que l'OCDE a récemment proposé un indicateur visant à comparer les cadres juridiques de traitement des difficultés des entreprises⁷. Le régime d'insolvabilité de la France y est très bien classé. Cela tient notamment au fait que l'OCDE, contrairement à la Banque mondiale, prend en compte l'existence d'un cadre préventif pour le traitement des difficultés. Plus précisément, la bonne position de la France est principalement due à l'existence (i) d'une procédure préventive, (ii) d'un système d'alerte visant à identifier les entreprises fragiles⁸ et (iii) de procédures spécifiques pour les petites entreprises. L'OCDE montre par ailleurs une forte corrélation négative entre l'efficacité des cadres juridiques – telle que mesurée par cet indicateur – et le pourcentage de firmes dites « zombies »⁹ qui plombent l'économie. Le cadre juridique pour le traitement de l'insolvabilité en France serait donc efficace en comparaison internationale¹⁰.

Procédures confidentielles et publiques

Le cadre de restructuration français se compose de deux procédures de résolution confidentielles – la conciliation et le mandat *ad hoc* – et de deux procédures publiques – la sauvegarde et le redressement judiciaire. Les deux premières sont des règlements à l'amiable qui permettent la négociation confidentielle avec les créanciers de l'entreprise. Un conciliateur (ou un mandataire *ad hoc*) est choisi par le dirigeant de l'entreprise et approuvé par le tribunal

de commerce pour entamer les négociations avec les créanciers. Le mandat *ad hoc* est ouvert aux entreprises qui ne sont pas encore en cessation des paiements. Il est initié pour une durée de trois mois, renouvelable sans limite légale. La conciliation concerne les entreprises en cessation des paiements depuis moins de 45 jours. Sa durée est plus limitée : elle est ouverte pour une période de quatre mois et ne peut être prolongée que d'un mois.

En 2017, ces procédures confidentielles représentaient environ 16 % de l'ensemble des procédures de restructuration de dette (voir tableau 1). Elles offrent l'avantage que seules les parties concernées – les créanciers, au moins les plus gros d'entre eux, et les dirigeants de l'entreprise – sont informées de la procédure. La confidentialité évite que les clients ou fournisseurs, apprenant les difficultés, ne cessent leurs relations d'affaires avec l'entreprise, contribuant à détériorer sa situation. Le principal inconvénient, par rapport aux procédures publiques, est qu'un accord doit être approuvé à l'unanimité des créanciers participant à la négociation et qu'il ne peut s'appliquer aux créanciers n'ayant pas été invités à négocier.

La confidentialité de ces procédures rend difficile leur évaluation statistique. Leur taux de réussite est donc mal connu. Un article récent¹¹ mentionne qu'il avoisinerait les 70 %.

Ces procédures confidentielles coexistent avec des procédures « publiques », c'est-à-dire qui font l'objet de publicité. L'ensemble des créanciers est ici amené à participer

Tableau 1 – Procédures de restructuration d'entreprises ouvertes dans les tribunaux de commerce et les chambres de commerce des tribunaux de grande instance, 2008-2018

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Procédures confidentielles	1 439	2 477	2 137	1 962	2 212	2 551	2 437	2 605	2 753	2 769	2 863
Mandats <i>ad hoc</i>	939	1 568	1 422	1 238	1 465	1 575	1 505	1 519	1 475	1 516	1 601
Conciliations	500	909	715	724	747	976	932	1 086	1 278	1 253	1 262
Procédures publiques	17 100	21 541	18 721	17 349	17 777	17 695	16 985	17 509	15 840	14 821	14 501
Sauvegardes	648	1 308	1 191	1 216	1 347	1 421	1 291	1 314	999	931	834
Redressements judiciaires	16 452	20 233	17 530	16 133	16 430	16 274	15 694	16 195	14 841	13 890	13 667

Source : ministère de la Justice/SG/SDSE – Exploitation statistique du répertoire général civil, années 2008 à 2018

7. McGowan M.A. et Andrews D. (2018), « Design of insolvency regime across countries », *OECD Economic Department Working Paper*, n° 1504.
8. Voir l'article L.611-2 I du code de commerce, qui donne un rôle actif aux présidents des tribunaux de commerce dans la détection des difficultés des entreprises, le plus en amont possible, afin de les aider à les surmonter.
9. Les firmes « zombies » sont des entreprises matures dont le revenu opérationnel est, depuis au moins trois ans, inférieur aux charges d'intérêts. Voir McGowan M.A., Andrews D. et Millot V. (2017), « *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation* », *OECD Economic Department Working Paper*, n° 1399.
10. Voir Ben Hassine H., Le Grand C. et Mathieu C. (2019), « *Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies* », France Stratégie, *La Note d'analyse*, n° 82, octobre ; et Aït-Yahia K., de Moura Fernandes B. et Weil P. (2018), « *Entreprises en France : moins de défaillances mais toujours autant de zombies* », Coface.
11. Borga N., Niogret A. et Vuillemet M. (2018), « Mandat *ad hoc* et conciliation : trouver le point d'équilibre », *Revue Lamy droit des Affaires*, n° 135, mars 2018.

Encadré 1 – Redressement judiciaire et sauvegarde

Le redressement judiciaire

À moins d'initier une procédure confidentielle de restructuration, une entreprise en état de cessation des paiements doit entrer en redressement judiciaire sous 45 jours pour entamer un processus de restructuration de sa dette avec ses créanciers. Contrairement aux procédures confidentielles, dès l'ouverture de la procédure, les charges d'intérêt et de remboursement du principal sont gelées, l'entreprise est protégée de ses créanciers. S'ouvre alors une période d'observation de six mois renouvelable deux fois, pendant laquelle la situation financière de l'entreprise est évaluée et un plan négocié avec les créanciers. Le tribunal de commerce nomme un mandataire judiciaire en charge d'établir la dette de l'entreprise et un administrateur judiciaire qui surveille les activités quotidiennes de l'entreprise, notamment toutes ses opérations financières et certaines décisions importantes de restructuration (licenciement d'employés, vente d'actifs, etc.). L'administrateur judiciaire peut également empêcher le dirigeant de l'entreprise de prendre des mesures qui réduiraient la valeur de l'actif de l'entreprise.

À tout moment pendant la période d'observation, le tribunal de commerce accepte - ou rejette - un plan de restructuration qui mêle remise de la dette et son rééchelonnement dans le temps. Si la situation se détériore pendant la période d'observation ou s'il n'y a aucun espoir de parvenir à un accord avec les créanciers, le tribunal de

à la négociation d'un plan de restructuration de la dette. La règle de l'unanimité ne s'applique pas, les plans sont approuvés avec des règles de majorité au sein des groupes de créanciers (établissements de crédit, principaux fournisseurs). Les deux procédures disponibles sont la sauvegarde et le redressement judiciaire (voir encadré 1). Elles sont très similaires, la principale différence étant que le dirigeant de l'entreprise conserve un plus grand pouvoir de décision en cas de sauvegarde.

Sur la période 2008-2018, le nombre de redressements judiciaires atteint son maximum en 2009 avec plus de 20 000 ouvertures de procédures contre moins de 14 000 en 2018. Cette année 2009 a aussi vu le nombre de sauvegardes doubler par rapport à l'année 2008. Ce nombre se stabilise ensuite au-dessus de 1 200 ouvertures par an jusqu'en 2015, pour rester sous la barre des 1 000 depuis 2016. En 2013, on comptait à peu près autant de procédures de

commerce peut décider de liquider l'entreprise ou de procéder à sa cession par un mécanisme d'enchère.

La sauvegarde

En 2006, pour permettre une restructuration plus rapide de la dette, une nouvelle procédure de faillite a été mise en place en France : la procédure de sauvegarde. Une entreprise peut demander à en bénéficier si elle n'est pas en cessation des paiements mais si elle fait face à des difficultés financières qu'elle considère insurmontables sans restructuration de sa dette. Le tribunal de commerce peut rejeter cette demande si l'entreprise semble déjà insolvable (auquel cas un redressement judiciaire est ouvert) ou s'il juge au contraire que sa situation financière ne nécessite pas de restructuration de la dette.

Une fois la procédure de sauvegarde ouverte, les étapes sont assez similaires à celles du redressement judiciaire. La procédure est publique, la période d'observation de six mois est renouvelable deux fois, et le tribunal de commerce nomme un mandataire judiciaire et peut également nommer un administrateur (obligatoire pour les plus grandes entreprises). Le rôle de l'administrateur est moins important en sauvegarde qu'en redressement judiciaire : il assiste le gestionnaire et ne peut pas prendre de décisions sans le consentement de celui-ci. Autre différence importante, en procédure de sauvegarde, l'entreprise n'a pas accès aux AGS, le régime de garantie des salaires, pour payer les arriérés de salaire.

sauvegarde que de mandats *ad hoc* ; en 2018, les premières étaient deux fois moins nombreuses que les secondes.

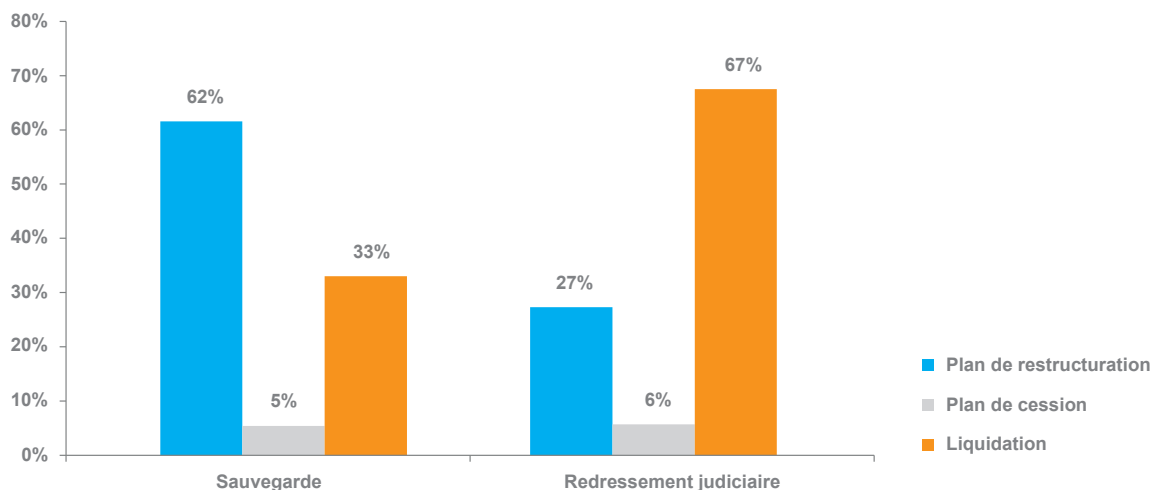
La sauvegarde constitue donc un dispositif marginal dans le traitement des difficultés des entreprises (7 % du total des procédures en 2013, 4,8 % en 2018). Cependant, le fait qu'elle soit publique permet d'établir des statistiques précises sur sa capacité à déboucher sur des restructurations et sur son efficacité dans la préservation des entreprises viables.

La sauvegarde : une probabilité de survie nettement plus élevée

En sauvegarde comme en redressement judiciaire, le but pour l'entreprise est de trouver un accord avec ses créanciers sous la forme d'un plan de restructuration de sa dette. En l'absence d'accord, l'entreprise entre en liquidation judiciaire ou est cédée. En cas de liquidation, ses



Graphique 1 – Issue des procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire pour les entreprises entrées en procédure collective entre 2010 et 2016



Lecture : 62 % des entreprises entrant en procédure de sauvegarde obtiennent un plan de restructuration de leur dette avec leurs créanciers, 33 % sont liquidées faute de plan.

Note : les cessions d'entreprises ne sont pas possibles en sauvegarde : les 5 % d'entreprises en sauvegarde qui ont été cédées sont des entreprises dont la procédure de sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire.

Source : Bodacc, calculs des auteures

actifs sont vendus sur le marché et le produit de la vente est versé aux parties prenantes de l'entreprise selon des règles de priorité (la plus élevée allant aux salaires non payés). Mais l'entreprise peut également faire l'objet d'un plan de cession en vue de maintenir au moins une partie de l'activité. Dans un cas comme dans l'autre, les taux de recouvrement des créanciers sont très faibles, trois fois moins élevés qu'en continuation (voir tableau 2, page 9).

Pour les créanciers, la restructuration de la dette est donc préférable à la liquidation judiciaire. En moyenne, la procédure de sauvegarde débouche plus souvent sur un accord de restructuration de la dette que le redressement judiciaire : 62 % des entreprises parviennent à se restructurer en sauvegarde, contre seulement 27 % en redressement judiciaire (voir graphique 1). Il y a donc en moyenne un écart important de 35 points entre les taux de restructuration de ces deux procédures.

Cet écart entre les taux de restructuration en sauvegarde et en redressement judiciaire varie-t-il selon les tribunaux de commerce ? Il apparaît substantiel sur l'ensemble du territoire, mais ne semble pas répondre à un schéma prédéterminé (voir carte page suivante). Ainsi, les grandes métropoles affichent parfois des écarts conséquents – au

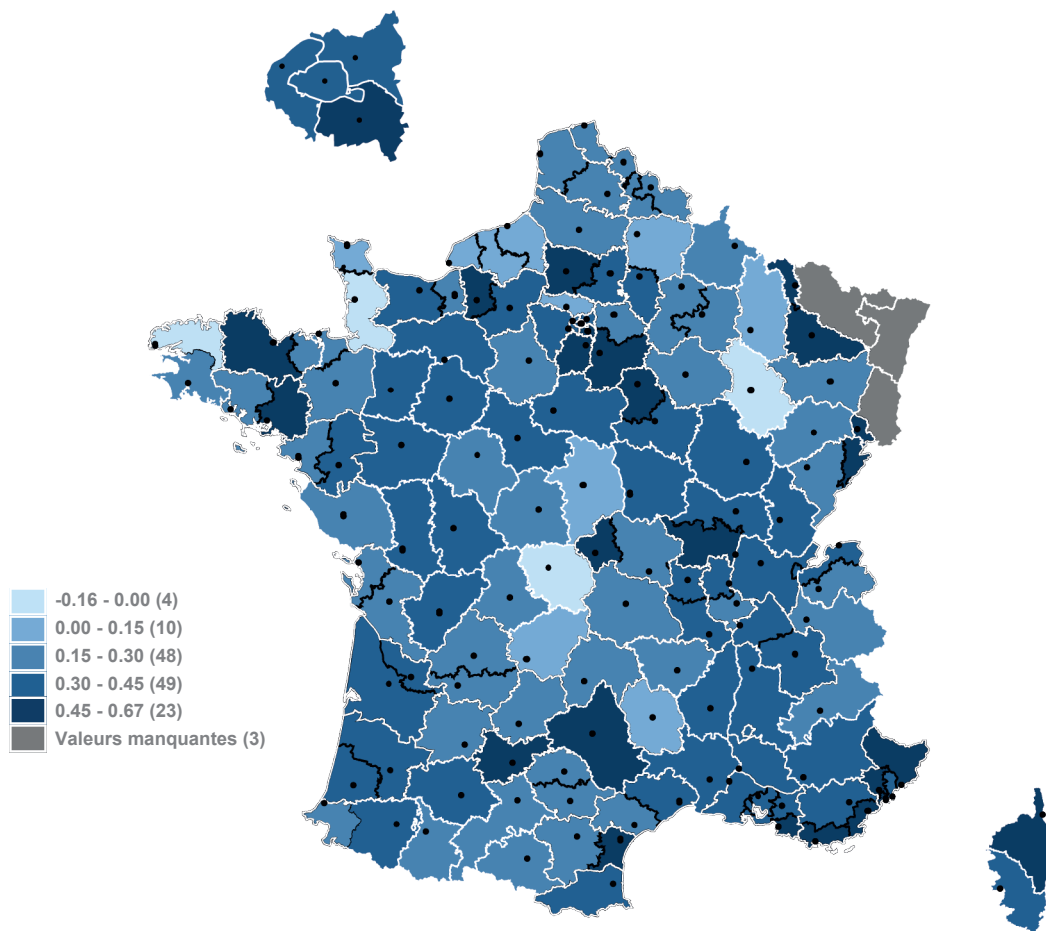
tribunal de commerce de Marseille, la procédure de sauvegarde débouche sur 69 % de plans contre 21 % en redressement judiciaire, soit 48 points de différence – mais aussi des écarts nettement plus faibles – seulement 19 points à Toulouse. Même chose pour les territoires ruraux, même voisins : le tribunal de commerce de Briey en Meurthe-et-Moselle présente un écart de 67 points... contre seulement 7 points au tribunal de Bar-le-Duc en Meuse. Seules quatre juridictions voient les entreprises en redressement judiciaire obtenir plus souvent en moyenne un plan de restructuration que les entreprises en sauvegarde.

Quelles leçons après quinze années ?

De meilleures performances au-delà de l'effet de sélection

Les entreprises qui entrent en sauvegarde sont en meilleure santé financière que celles qui entrent en redressement judiciaire. Par construction, elles ne sont pas – encore – en état de cessation des paiements. Le graphique 2 compare les caractéristiques des deux populations : en sauvegarde, les entreprises sont plus grandes, plus anciennes, ont des ratios d'endettement plus faibles, les immobilisations représentent une partie plus importante

Carte – Écart entre les taux de restructuration pour les procédures de sauvegarde et les redressements judiciaires, 2010-2018



Lecture : plus l'écart entre les taux d'obtention d'un plan de restructuration en sauvegarde et en redressement judiciaire est grand, plus la juridiction du tribunal de commerce est foncée. Par exemple, à Paris, il y a 34 points de différence entre le taux d'obtention de plan en sauvegarde (73 %) et le taux d'obtention en redressement judiciaire (39 %).

Note : les départements sont délimités par les lignes blanches ; les tribunaux de commerce sont représentés par des points noirs. Certains départements disposent de deux tribunaux de commerce ou plus : leurs juridictions au sein des départements sont délimitées par les lignes noires. Les départements du Haut-Rhin, Bas-Rhin et de la Moselle ont été exclus de l'analyse du fait de leur fonctionnement. Il en va de même pour les départements d'outre-mer.

Source : Bodacc, calculs des auteures

de leur actif et elles ont davantage d'immobilisations financières. Cette meilleure santé à l'orée de la procédure¹² est susceptible d'accroître les chances de l'entreprise de parvenir à un plan de restructuration de sa dette avec ses créanciers.

Pour mesurer l'effet de cette meilleure santé financière sur l'issue de la procédure, on peut comparer les chances de restructuration des deux procédures sur des échantillons d'entreprises proches. À l'aide de la méthode d'appariement par score de propension, nous construisons un

échantillon d'entreprises entrées en redressement judiciaire dont les caractéristiques financières sont proches des entreprises entrées en sauvegarde. Après appariement, l'échantillon des entreprises en redressement ne se distingue guère de celui des entreprises en sauvegarde (voir graphique 2).

Pour ces entreprises aux caractéristiques proches, il devient alors possible de comparer leurs chances de parvenir à un accord de restructuration de leur dette en fonction de la procédure retenue initialement. On constate

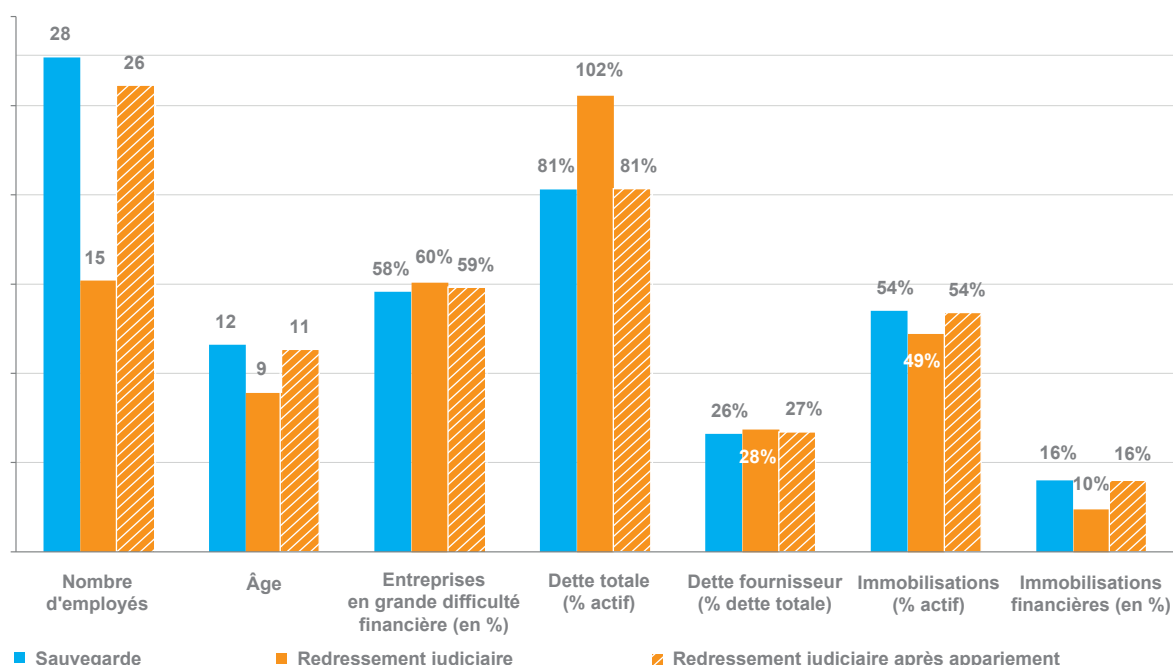
12. Voir Despierre D., Epaulard A., Zapha C. (2018), « Les procédures collectives de traitement des difficultés financières des entreprises en France », France Stratégie, Document de travail, n° 2008-04, avril.

qu'à caractéristiques observables comparables, l'entreprise entrée en sauvegarde a 30 points en plus de chances (64 % contre 34 %) de parvenir à un accord avec ses créanciers que l'entreprise entrée en redressement judiciaire (voir graphique 3). Sans prise en compte des différences observables, l'entreprise en sauvegarde avait 35 points de plus de chances (62 % contre 27 %) de parvenir à un accord de restructuration. Il apparaît ainsi qu'une fois prise en compte la meilleure situation initiale des entreprises entrant un sauvegarde, l'écart de chances de restructuration entre les deux procédures diminue de 5 points mais demeure significatif. Autrement dit, les meilleurs résultats de la sauvegarde s'expliquent seulement marginalement – pour un septième – par la meilleure santé financière des entreprises qui optent pour cette procédure.

Si l'on regarde plus généralement la probabilité de continuation, soit la probabilité d'avoir un plan de restructuration de la dette ou un plan de cession, l'écart entre sauvegarde et redressement judiciaire reste conséquent : 21 points après appariement, contre 35 points sans contrôle des caractéristiques observables des entreprises.

Finalement, lorsqu'un accord de restructuration de la dette a été conclu avec les créanciers, il faut encore que l'entreprise parvienne à maintenir son activité pour honorer ses nouveaux engagements. La survie après restructuration est donc un élément déterminant du succès de la procédure, mais elle est, là aussi, influencée par la meilleure santé initiale de l'entreprise. Le même raisonnement est donc reproduit pour tenter d'expliquer la survie des entreprises après la conclusion d'un plan de restructuration de la dette. Les résultats¹³ indiquent une meilleure survie lorsque l'entreprise entre en sauvegarde par rapport au redressement judiciaire, même après contrôle des caractéristiques observables : 80 % des entreprises entrées en sauvegarde et ayant obtenu un plan sont encore en activité après deux ans, contre 70 % pour celles initialement entrées en redressement judiciaire. La meilleure situation financière observée à l'entrée de la procédure n'explique pas ces chances accrues de survie des entreprises en sauvegarde après l'obtention d'un plan de restructuration.

Graphique 2 – Caractéristiques moyennes des entreprises entrées en sauvegarde et en redressement judiciaire entre 2010 et 2016, avant et après appariement



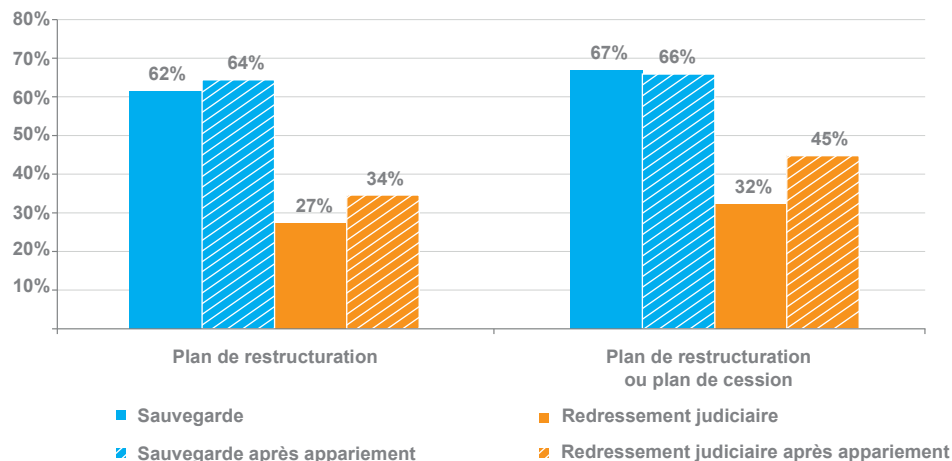
Lecture : la taille moyenne des entreprises en redressement judiciaire passe de 15 à 26 employés après appariement, ce qui se rapproche de la taille moyenne des entreprises en sauvegarde.

Note : ce graphique montre les caractéristiques moyennes de 6 334 entreprises entrées en sauvegarde entre 2010 et 2016, et des 66 927 entreprises entrées en redressement judiciaire sur la même période. Par la méthode d'appariement, on forme un échantillon de 6 334 entreprises en redressement judiciaire dont les caractéristiques, en hachuré, sont similaires aux 6 334 entreprises en sauvegarde.

Source : Bodacc et Insee, calculs des auteurs

13. Les résultats sont détaillés dans le [document de travail associé](#).

Graphique 3 – Résultats de l'appariement par score de propension entre sauvegarde et redressement judiciaire



Lecture : après appariement, les entreprises en redressement judiciaire passent de 27 % à 34 % de chances d'obtenir un plan de restructuration de leur dette, contre 64 % pour les entreprises en sauvegarde.

Note : ce graphique montre, à gauche, la probabilité d'obtention d'un plan de restructuration de la dette et, à droite, la probabilité de continuation (obtention d'un plan de restructuration ou d'un plan de cession). 95 029 entreprises en redressement judiciaire ont été appariées à 8 080 entreprises en sauvegarde. Nous perdons 1 747 entreprises en sauvegarde pour lesquelles manque l'information financière complète. Il en résulte des échantillons de 6 334 entreprises en sauvegarde et de 6 334 en redressement judiciaire, dont les probabilités respectives sont représentées en hachuré.

Source : Bodacc et Insee, calculs des auteurs

Une réussite liée à une meilleure image ?

La meilleure situation financière des entreprises n'explique donc que marginalement le taux de restructuration élevé obtenu par la procédure de sauvegarde. Ce succès reflète aussi probablement la qualité du management : les dirigeants qui font le choix de la sauvegarde seraient plus proactifs, prêts à anticiper les difficultés plutôt que de risquer la cessation des paiements. Mais ce meilleur taux pourrait aussi résulter du fait que les créanciers, fournisseurs et clients de l'entreprise voient la procédure de sauvegarde d'une manière plus positive que le redressement judiciaire.

En effet, une entreprise qui cherche à se restructurer doit convaincre ses clients, créanciers, employés et fournisseurs de continuer à faire affaire avec elle. Échouer sur ce point, c'est accroître sa vulnérabilité financière et réduire les chances de renégocier sa dette. Or le redressement judiciaire est connu pour ses taux de liquidation élevés. Par un effet auto-réalisateur, les parties prenantes d'une entreprise en redressement judiciaire auront tendance à l'identifier comme risquée et à moins faire affaire avec elle, diminuant significativement ses chances de continuation.

Pour mesurer cet effet auto-réalisateur (sans être pollué par les caractéristiques non observables des entreprises

gouvernant l'entrée en sauvegarde, notamment celles liées à la qualité des dirigeants), l'analyse se concentre sur les entreprises entrées en sauvegarde. Il s'agit de comparer celles qui restent en sauvegarde et celles qui voient leur procédure convertie en redressement judiciaire par leur tribunal de commerce¹⁴.

Les entreprises dont la procédure est convertie ont 47 points en moins de chances de parvenir à un accord de restructuration de la dette (70 % contre 23 %). Cet écart pourrait être dû au fait que les entreprises dont la procédure est convertie sont en moins bonne situation que celles qui ne le sont pas. En particulier, la conversion en redressement judiciaire pourrait être causée par une dégradation de la situation financière de l'entreprise postérieure à l'entrée en procédure de sauvegarde.

Pour tester cette hypothèse, il est possible de tirer parti d'un événement extérieur à l'entreprise, indépendant de ses caractéristiques propres : certains tribunaux convertissent davantage que d'autres et leurs taux de conversion diffèrent d'une année sur l'autre. Ces différences – entre tribunaux et dans le temps pour un même tribunal – restent significatives même après prise en compte de la conjoncture économique locale ou des caractéristiques des entreprises qui entrent en procédure.

14. Un tribunal de commerce peut convertir une procédure de sauvegarde en redressement judiciaire s'il juge que l'entreprise est tombée en cessation des paiements, proche de l'être, ou l'était à l'ouverture de la sauvegarde. Il peut aussi la convertir si l'issue envisagée de la procédure est une cession. En moyenne, chaque année, 13 % des procédures sont converties.



Comme les entreprises n'ont ni le choix de leur tribunal de commerce – leur assignation dépend de l'emplacement de leur siège social – ni celui du timing de leur entrée en sauvegarde (une entreprise qui attend trop longtemps pour demander l'ouverture d'une sauvegarde pourrait entrer en cessation des paiements et n'avoir finalement accès qu'au redressement judiciaire), l'assignation d'une entreprise en sauvegarde à un tribunal, une année donnée, s'apparente à une assignation aléatoire¹⁵.

Nous pouvons ainsi utiliser les taux de conversion annuels du tribunal comme variable instrumentale, autrement dit comme source de variation exogène de la probabilité

qu'une procédure donnée soit convertie en redressement judiciaire¹⁶. Si, pour une entreprise donnée, la probabilité d'obtention d'un plan de restructuration dépend du taux de conversion annuel du tribunal où a lieu le jugement, alors nous pouvons conclure qu'il y a un effet causal fort de la procédure.

Pour les entreprises dont la probabilité de conversion dépend des caractéristiques propres du tribunal, il ressort que la conversion de leur procédure de sauvegarde en redressement judiciaire diminuerait fortement la probabilité d'obtenir un plan de restructuration. Selon la spécification retenue, la conversion réduirait de 55 à 76 points

Encadré 2 – Calcul du coût indirect

Lorsqu'une entreprise entre en procédure de restructuration, elle fait face à des coûts directs de restructuration (par exemple les honoraires des professionnels de justice), mais également à des coûts indirects qui sont la conséquence de l'entrée en procédure.

En l'occurrence, pour l'entreprise entrée en sauvegarde, la conversion en redressement judiciaire diminue entre 47 et 76 points ses chances de continuer. Cette probabilité moindre de continuation peut s'interpréter en termes de coût indirect payé par les créanciers et les propriétaires de l'entreprise.

Pour estimer ce coût, nous utilisons l'information sur la structure de l'actif des entreprises de notre échantillon :

l'entreprise moyenne qui entame une procédure de sauvegarde a un ratio d'endettement de 80 % (60 % de dette privilégiée et 20 % de dette chirographaire)¹⁷. Les 20 % restants de l'actif de l'entreprise sont détenus par les actionnaires. Nous utilisons les taux de recouvrement en continuation et en liquidation estimés par Blazy et al. (2018)¹⁸ et présentés dans le tableau 2. Nous supposons que les actionnaires recouvrent, en continuation, la valeur investie au niveau du taux de recouvrement des créanciers chirographaires, et, en liquidation, perdent tout.

Au total, une réduction de 55 points¹⁹ de chances d'obtenir un plan de restructuration correspond à une perte de 29 % (=0,55(0,75 - 0,22)) de la valeur comptable de l'entreprise.*

Tableau 2 – Qui recouvre combien ? Taux de recouvrement moyens lors de procédures collectives

Séniorité des créanciers et actionnaires	Part estimée dans l'actif de l'entreprise (1)	Taux de recouvrement		
		en continuation (2)	en liquidation (3)	
1 Dette des créanciers privilégiés (banques, État, employés)	60 %	76 %	35 %	
2 Dette des créanciers chirographaires (fournisseurs)	20 %	73 %	5 %	Note : les taux de recouvrement en cession sont supposés identiques à ceux de la liquidation ²⁰ .
3 Fonds propres des actionnaires	20 %	73 %	0 %	Source : Blazy et al. (2018), KPMG (2019), calculs des auteures
Total	100 %	75 %	22 %	

15. Le [document de travail associé](#) montre aussi que le comportement du tribunal en matière de conversion de sauvegarde les années précédentes est sans effet sur la propension des entreprises à se diriger vers cette procédure.

16. Voir le [document de travail](#), où il est montré que la condition d'exclusion est vérifiée. Cette condition requiert que le taux de conversion des tribunaux n'impacte pas directement la probabilité d'obtenir un plan de restructuration de la dette.

17. Voir graphique 3. On fait l'hypothèse que les fournisseurs sont des créanciers chirographaires.

18. Blazy R., Petey J. et Weill L. (2018), « Serving the creditors after insolvency filings: From value creation to value distribution », *European Journal of Law and Economics*, vol. 45(2), avril, p. 331-375.

19. Estimation basse obtenue par la méthode des variables instrumentales, voir le document de travail.

20. Voir KPMG (2019), *Les reprises à la barre du tribunal. Analyse statistique des pratiques en plan de cession 2017-2018*, étude, juin.

les chances de parvenir à un plan de restructuration de leur dette. Cet effet négatif de la conversion en redressement judiciaire peut s'interpréter comme résultant de comportements auto-réalisateurs dont souffrent les entreprises qui entrent en redressement judiciaire. En effet, les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire étant quasiment identiques, les taux élevés de réussite de la sauvegarde ne peuvent pas être liés à un processus qui lui serait propre et plus avantageux. En revanche, la manière dont les procédures sont perçues par les parties prenantes de l'entreprise pourrait être déterminante de leur réussite.

Il est possible de convertir cette réduction des chances d'obtenir un plan de restructuration de dette en un coût pour les actionnaires et les créanciers de l'entreprise. Le coût du redressement judiciaire serait de l'ordre de 20 % à 30 % de la valeur comptable de l'entreprise (voir encadré 2). Ce résultat se situe dans la fourchette haute des mesures de coûts indirects des faillites trouvées dans la littérature²¹.

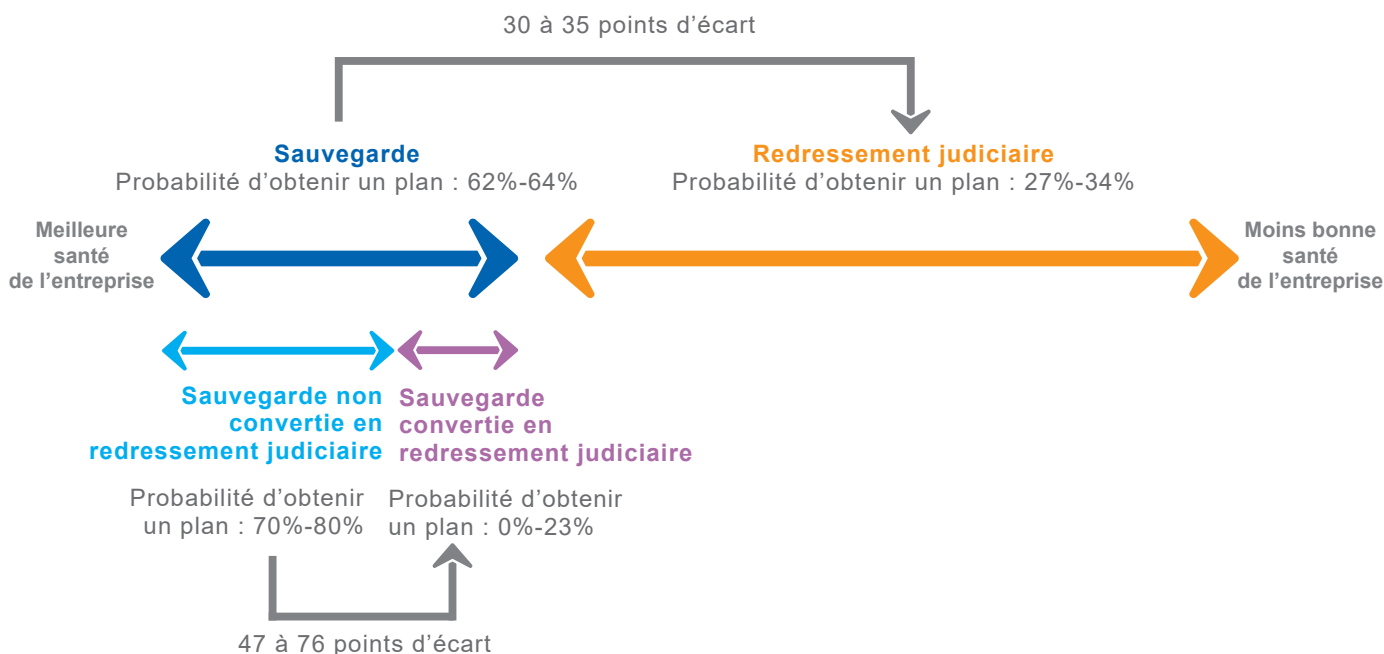
Nos résultats peuvent se résumer ainsi. Premièrement, les entreprises qui entrent en sauvegarde et qui ne sont

pas converties en redressement judiciaire ont 70 % de chances d'obtenir un plan. Deuxièmement, pour les entreprises à la limite de la conversion qui sont *in fine* converties, les chances d'obtenir un plan sont significativement réduites : dans le meilleur des cas ces chances passent à 23 %, elles sont nulles dans le pire des cas. L'effet mesuré ici est très important, il peut être au moins en partie attribué à un effet auto-réalisateur du redressement judiciaire.

Quelles leçons pour la transposition de la directive européenne ?

L'étude statistique ne permet pas de tirer des leçons pour la transposition des 34 articles que compte la directive européenne sur les procédures préventives. Notamment, elle ne permet pas d'éclairer les choix à faire sur l'implication des créanciers et des salariés dans le déclenchement de la procédure préventive ou le traitement des créanciers dans la discussion du plan de restructuration²². Dans d'autres dimensions de la directive, en revanche, les leçons suivantes peuvent être tirées.

Résumé schématique des principaux résultats



Lecture : selon la spécification retenue, une entreprise dont la sauvegarde n'est pas convertie en redressement judiciaire a entre 70 % et 80 % de chances d'obtenir un plan de restructuration de sa dette. Si la procédure de sauvegarde est convertie en redressement judiciaire, cette probabilité chute entre 0 % et 23 %.

Sources : calculs des auteurs

21. Les coûts indirects associés à la faillite sont souvent évalués, sur données américaines, dans une fourchette allant de 10 % à 20 % de la valeur de marché de l'entreprise au moment de l'entrée en procédure. Voir par exemple Hotchkiss E.S. *et al.* (2008), « Bankruptcy and the resolution of financial distress », *SSRN Electronic Journal*, janvier ; Bris A. *et al.* (2006), « The costs of bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization », *The Journal of Finance*, vol. 61(3), juin.
22. Sur ce point, voir Plantin G., Thesmar D. et Tirole J. (2013), « Les enjeux économiques du droit des faillites », *La Note du Conseil d'analyse économique*, n°7, juin.



Les vertus de procédures bien distinctes

En 2005, lorsqu'il a été décidé d'accorder l'accès à une procédure collective préventive aux entreprises en difficulté mais pas encore en cessation des paiements, le choix a été fait de créer une procédure spécifique – la sauvegarde – plutôt que d'étendre le redressement judiciaire à ces entreprises. Les résultats empiriques montrent que ce choix était judicieux. En effet, une partie des échecs en redressement judiciaire semble liée à la mauvaise réputation de cette procédure qui, le plus souvent, mène à la liquidation de l'entreprise. Ce n'est pas le cas en sauvegarde. De ce point de vue, le choix de la directive européenne qui vise à instaurer des procédures préventives – publiques ou confidentielles – distinctes des procédures d'insolvabilité semble judicieux.

Comment rendre les procédures préventives plus attractives ?

Compte tenu des excellents résultats de la sauvegarde en termes de restructurations réussies ou de cessions, on peut se demander pourquoi les entreprises françaises n'y ont pas davantage recours. Une raison pourrait être qu'elles préfèrent – probablement à juste titre – entrer dans des procédures confidentielles qui, encore plus que la sauvegarde, évitent les comportements auto-réalisateurs. Cependant, même si le recours à la conciliation a légèrement augmenté dans le temps (voir tableau 1), le recours aux procédures préventives (mandat *ad hoc*, conciliation et sauvegarde) reste faible en France, avec 21 % des procédures de restructuration.

Des procédures plus rapides

La mise en place de certaines dispositions de la directive européenne serait de nature à rendre la sauvegarde plus attrayante pour les entreprises en difficulté et pour leurs créanciers. La directive prévoit notamment une période d'observation d'une durée initiale de quatre mois, renou-

velable deux fois, soit une durée maximale de 12 mois – contre 18 mois actuellement pour les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire. Des délais raccourcis, techniquement envisageables avec l'adoption systématique des outils électroniques pour l'ensemble des formalités, réduisent la perte de valeur des actifs de l'entreprise.

De ce point de vue, deux possibilités existent. La première consiste à réserver ces délais plus courts aux entreprises en sauvegarde, ce qui permet de différencier encore davantage la sauvegarde du redressement judiciaire, pour accroître le recours à cette procédure. La seconde serait de saisir l'occasion de raccourcir aussi la période d'observation en redressement judiciaire. Une voie médiane serait d'expérimenter la période d'observation raccourcie pour la sauvegarde, avant de l'étendre plus tard au redressement judiciaire.

Une meilleure information des entreprises et des mécanismes d'alerte

Une autre façon d'améliorer le recours aux procédures préventives, plus efficaces, consiste à fournir aux entreprises une meilleure information sur le déroulé de ces procédures ainsi que sur les taux de réussite. En France, une start-up d'État (Signaux Faibles) a ainsi développé un algorithme fondé sur l'intelligence artificielle destiné à détecter très en amont les entreprises susceptibles de connaître des difficultés financières. De ce point de vue, l'article 29 de la directive européenne sur les régimes d'insolvabilité demande aux États membres de mettre au point des systèmes statistiques garantissant un suivi régulier des procédures. La Commission européenne propose de se charger de la publication des données agrégées et ventilées par procédure et par type d'entreprises. Par ailleurs, l'article 3 de la directive demande aux États membres de créer des outils d'alerte précoce permettant de détecter les circonstances susceptibles de conduire à l'insolvabilité, pour inciter les entreprises à agir le plus tôt possible.

CONCLUSION

Avec le recul nécessaire, l'introduction de la procédure de sauvegarde en France se révèle une bonne idée. Elle permet aux parties prenantes de différencier les entreprises en relative bonne santé des entreprises fragiles qui entrent en redressement judiciaire, ce qui préserve mieux les chances de survie des premières. La transposition de la directive européenne dans le droit français pourrait être l'occasion d'accentuer les résultats positifs de la sauvegarde en la différenciant encore davantage du redressement judiciaire.

Mots clés : défaillances d'entreprise, procédure préventive, restructuration de la dette des entreprises

RETROUVEZ LES DERNIÈRES ACTUALITÉS DE FRANCE STRATÉGIE SUR :



www.strategie.gouv.fr



[@strategie_Gouv](https://twitter.com/strategie_Gouv)



[france-strategie](https://www.linkedin.com/company/france-strategie)



[francestrategie](https://www.facebook.com/francestrategie)



[@FranceStrategie_](https://www.instagram.com/FranceStrategie_)



[StrategieGouv](https://www.youtube.com/StrategieGouv)

Directeur de la publication :
Gilles de Margerie,
commissaire général

Directeur de la rédaction :
Cédric Audenis,
commissaire général adjoint

Secrétaire de rédaction :
Olivier de Broca

Impression :
France Stratégie

Dépôt légal : février 2020
N° ISSN 2556-6059

Contact presse :
Matthias Le Fur,
directeur du service
Édition-Communication-Événements
01 42 75 61 37
matthias.lefur@strategie.gouv.fr



FRANCE STRATÉGIE

France Stratégie est un organisme d'études et de prospective, d'évaluation des politiques publiques et de propositions placé auprès du Premier ministre. Lieu de débat et de concertation, France Stratégie s'attache à dialoguer avec les partenaires sociaux et la société civile pour enrichir ses analyses et affiner ses propositions. Elle donne à ses travaux une perspective européenne et internationale et prend en compte leur dimension territoriale.

Sauvegarde et redressement judiciaire : quelles leçons pour l'amélioration des procédures préventives ?

Anne Epaulard
Chloé Zapha



FRANCE STRATÉGIE
ÉVALUER. ANTICIPER. DÉBATTRE. PROPOSER.



FRANCE STRATÉGIE

ÉVALUER. ANTICIPER. DÉBATTRE. PROPOSER.

Sauvegarde et redressement judiciaire : quelles leçons pour l'amélioration des procédures préventives ?

Document de travail

Anne Epaulard et Chloé Zapha

Février 2020

Table des matières

Résumé.....	4
Introduction.....	5
1. Les procédures de restructuration en France et leurs résultats	9
1.1. Les procédures de restructuration	9
1.2. Source des données	13
1.3. Statistiques descriptives	14
1.4. Appariement des entreprises en sauvegarde avec les entreprises en redressement judiciaire	15
2. La conversion en redressement judiciaire des entreprises entrées en sauvegarde et la mesure du succès de la procédure de sauvegarde.....	17
2.1. Appariement sur les caractéristiques sectorielles et financières des entreprises	19
2.2. Tribunaux de commerce.....	21
2.3. Stratégie d'identification avec variables instrumentales	25
2.4. Résultats de première étape	28
2.5. La condition d'exclusion	31
2.6. Principaux résultats et robustesse.....	33
2.7. Importance économique et validité externe	38
Conclusion	39
Annexe A – Travaux complémentaires	43
Annexe B – Analyse des taux de survie après obtention d'un plan de restructuration	49
Bibliographie.....	55

Résumé

La procédure de sauvegarde permet à une entreprise d'entamer des discussions avec ses créiteurs dans le but de restructurer sa dette alors même que l'entreprise n'est pas en cessation des paiements. Il s'agit d'une procédure préventive. Le devenir des entreprises qui entrent en sauvegarde est bien meilleur que celui de celles qui entrent en redressement judiciaire : elles sont plus de 62 % à obtenir un plan de restructuration de la dette (contre 27 % seulement en redressement judiciaire). Cette différence est en partie imputable à la meilleure santé financière des entreprises en sauvegarde.

Ce document propose de corriger ce biais de sélection afin de comparer les chances de continuation des entreprises en sauvegarde par rapport à celles en redressement judiciaire. L'étude est menée à partir d'une base de données originale des ouvertures et principaux jugements des procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire sur la période 2010-2018.

Avec la prise en compte des caractéristiques observables des entreprises (taille, secteur, ratio financier, zone géographique), l'écart de succès entre les deux procédures passe de 35 % à 30 %. La meilleure réputation de la sauvegarde pourrait expliquer une autre partie de cet écart via un effet auto-réalisateur : puisque les entreprises en sauvegarde ont davantage de chances de survie, l'ouverture de la procédure ne fait pas fuir l'ensemble des partenaires de l'entreprise (clients, créiteurs, employés, fournisseurs), ce qui augmente ses chances de survie.

Dans un second temps, nous concentrons notre analyse sur les entreprises entrées en sauvegarde et évaluons l'impact de la conversion de la sauvegarde en redressement judiciaire sur les chances de continuation de l'entreprise. Cette stratégie d'identification repose sur l'hétérogénéité des tribunaux de commerce dans leur décision de convertir les cas de sauvegarde en redressement judiciaire. Par cette méthode des variables instrumentales, nous évaluons à 20 % de la valeur comptable de l'entreprise la perte liée aux effets auto-réalisateur en redressement judiciaire.

Une meilleure information des entreprises et une meilleure distinction de la procédure de sauvegarde par rapport au redressement judiciaire seraient de nature à accroître le recours à cette procédure. La transposition de la directive européenne sur les procédures préventives représente une occasion de progresser dans cette voie.

Classification JEL : G33, K22

Mots clés : restructuration de la dette, procédure collective, procédure préventive, sauvegarde, redressement judiciaire, efficacité du droit des faillites

Introduction

Les entreprises qui entrent en procédure de restructuration de leur dette doivent convaincre leurs clients, créanciers et employés de continuer à faire affaire avec elles. Ne pas parvenir à les convaincre accroît leur vulnérabilité financière et réduit davantage leurs chances de renégocier leurs dettes. Les coûts associés à la détérioration des relations avec les parties prenantes font partie des coûts indirects de la faillite¹. Difficiles à mesurer, ils sont dans la littérature généralement considérés comme importants, jusqu'à 20 % de la valeur comptable de l'entreprise². Ce document de travail contribue à cette littérature³ en mesurant les coûts indirects associés au redressement judiciaire, la procédure de restructuration la plus fréquemment utilisée en France. L'hypothèse centrale est que, en raison d'effets auto-réalisateurs, les coûts indirects sont susceptibles d'être d'autant plus importants que la réputation de la procédure est mauvaise. Une procédure de restructuration de la dette accessible aux entreprises très fragiles, pour lesquelles les chances de restructuration sont très faibles et qui finiront probablement liquidées, a la réputation de rarement déboucher sur un accord avec les créanciers. En retour, cette mauvaise réputation de la procédure, en décourageant certaines ou toutes les parties prenantes de l'entreprise, peut augmenter les coûts indirects pour les entreprises qui entameraient la procédure de restructuration avec une meilleure situation financière.

Pour vérifier cette hypothèse, nous utilisons la coexistence, en France, de deux procédures publiques de restructuration de la dette : le redressement judiciaire (à la disposition des entreprises en état de cessation des paiements) et la procédure de sauvegarde (à la disposition des entreprises qui ne sont pas encore en cessation des paiements). Ces deux procédures donnent des résultats radicalement différents en termes d'accords de restructuration de la dette. Dans un premier temps, nous comparons le devenir des entreprises en sauvegarde à celui des entreprises en redressement judiciaire. Dans un second temps, nous utilisons le fait que certaines procédures soient converties de la « bonne » procédure (sauvegarde) à la « moins bonne » (redressement judiciaire) par les tribunaux de commerce pour identifier les coûts indirects du redressement judiciaire. Notre stratégie d'identification repose sur l'hétérogénéité des taux de conversion des tribunaux de commerce. Nous appliquons notre stratégie d'identification à un échantillon (quasi) exhaustif

¹ Les coûts indirects découlent de conflits d'intérêts inter ou intra-groupe, d'une information asymétrique, de problèmes de rétention, de pertes de ventes et de positions concurrentielles, de coûts d'exploitation plus élevés et de l'utilisation inefficace du temps de gestion. Voir Altman (1984), Opler et Titman (1994), Bris *et al.* (2006), Almeida et Philippon (2007).

² Il est difficile d'observer et de mesurer les coûts indirects des faillites, et les économistes doivent trouver des méthodes pour les déduire. Compte tenu de la diversité des méthodes et des expériences naturelles utilisées dans ce contexte, la comparaison de l'ampleur estimée des coûts indirects de la faillite n'est pas simple. Celles-ci ont été estimées entre 10 % et 25 % de la valeur de l'entreprise en cas de défaut. Voir par exemple Andrade et Kaplan (1998), Bris *et al.* (2006), Hotchkiss *et al.* (2008), Davydenko *et al.* (2012) ; ces contributions infèrent les coûts de faillite des prix du marché.

³ Ce travail s'inscrit dans une tendance récente d'évaluation de l'efficacité et de l'efficience des cadres juridiques pour la résolution des difficultés des entreprises sur la base de données d'entreprises qui complète l'approche qualitative qui a longtemps dominé dans ce domaine ; voir par exemple Garrido *et al.* (2019).

de dépôts de bilan en France sur la période 2010-2016 et dont nous suivons les résultats jusqu'en 2018.

Notre document contribue également au débat sur la conception des procédures préventives de restructuration. Une récente directive de l'Union européenne vise à introduire une procédure préventive de restructuration de la dette sous contrôle judiciaire dans chaque État membre⁴. À l'instar de la procédure de sauvegarde française, elle sera mise à la disposition seulement des entreprises qui ne sont pas encore en cessation des paiements. Cela a été critiqué au motif, d'une part, que cela pouvait provoquer des abus de la part d'entreprises qui demanderaient l'ouverture de la procédure préventive pour se mettre en restructuration stratégique et, d'autre part, que les entreprises entamant la procédure préventive pourraient se retrouver converties en procédure classique de restructuration de la dette si elles entrent en cessation des paiements⁵. Ces arguments sont pertinents, mais ils ne tiennent pas compte des avantages potentiels associés aux meilleurs résultats de la restructuration préventive et aux coûts indirects moins élevés qui en découleraient.

Deux procédures publiques de restructuration de la dette. Il existe en France deux procédures confidentielles de restructuration de la dette (le mandat ad hoc et la conciliation) sur lesquelles peu d'informations sont disponibles, et deux procédures publiques, le redressement judiciaire et la sauvegarde. La principale procédure publique à la disposition des entreprises françaises qui souhaitent restructurer leur dette auprès de leurs créanciers est le redressement judiciaire. Dans sa forme actuelle, il date de 1985. Sous de nombreux aspects, il ressemble à la procédure du *Chapter 11* de la loi sur les faillites des États-Unis. Il en diffère par le fait que seules les entreprises qui sont déjà dans une situation financière difficile peuvent (et doivent) demander l'ouverture de la procédure ou entrer directement en liquidation judiciaire. Selon la conjoncture économique, entre 30 000 et 50 000 entreprises entrent chaque année en redressement judiciaire. Après une période d'observation pouvant durer jusqu'à 18 mois, l'entreprise conclut un accord avec ses créanciers pour restructurer sa dette ou est liquidée⁶. Cette procédure de restructuration enregistre un faible taux de survie des entreprises. Dans nos données, qui rassemblent l'ensemble des ouvertures directes⁷ de redressement judiciaire en France sur la période 2008-2016 et les jugements consécutifs jusqu'en décembre 2018, seules environ 30 % des entreprises entrant en redressement judiciaire parviennent à restructurer leur dette, les autres sont liquidées. Les taux de recouvrement sont beaucoup plus faibles en liquidation qu'en redressement judiciaire⁸. En raison de ce faible taux de survie, une entreprise qui entre en redressement

⁴ Directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil.

⁵ Voir Becker (2019).

⁶ La liquidation peut prendre deux formes. En plan de cession, les actifs de l'entreprise sont vendus à un acheteur dans le but de maintenir l'entreprise en activité (les acheteurs potentiels se font concurrence en envoyant des offres au tribunal de commerce, qui choisit ensuite parmi eux). En liquidation judiciaire, les actifs de l'entreprise sont mis sur le marché.

⁷ C'est-à-dire toutes les entreprises qui sont entrées directement en redressement judiciaire, au lieu d'entrer initialement en sauvegarde pour être ensuite converties en redressement judiciaire.

⁸ Les données sur les taux de recouvrement des créanciers sont difficiles à trouver, Blazy *et al.* (2018) calcule que sur un échantillon de 264 dépôts de bilan ouverts au Tribunal de Commerce de Paris, les taux de recouvrement en liquidation sont de 34,9 % pour les créanciers privilégiés et 5,0 % pour les créanciers chirographaires, contre 75,5 % et 73,1 % en continuation.

judiciaire sera immédiatement considérée comme fragile par ses fournisseurs, créanciers, clients et employés.

En 2006, une nouvelle procédure de restructuration publique, appelée sauvegarde, a été introduite dans le droit commercial français. Elle vise à donner aux entreprises le temps de restructurer leur dette avant l'état de cessation des paiements qui déclenche l'ouverture du redressement judiciaire. Même si la plupart des dispositions relatives à cette procédure sont similaires à celles du redressement judiciaire, la sauvegarde a de meilleurs résultats : dans notre base de données, environ 65 % des entreprises qui entrent en sauvegarde parviennent à restructurer leur dette. Ce taux de restructuration plus élevé est potentiellement lié à la meilleure situation financière des entreprises qui entrent en sauvegarde. Il reflète aussi probablement des différences de management : les dirigeants des entreprises en sauvegarde seraient proactifs, prêts à agir rapidement pour résoudre les difficultés financières de leur entreprise plutôt que de risquer la cessation des paiements. Ce meilleur taux pourrait aussi résulter du fait que les créanciers, fournisseurs et clients de l'entreprise voient la procédure de sauvegarde d'une manière plus positive que le redressement judiciaire. Afin d'approcher le rôle joué par la meilleure santé financière des entreprises dans les résultats de la sauvegarde, nous comparons les entreprises en sauvegarde avec des entreprises en redressement judiciaire dont la santé financière est identique. Cependant, cette méthode ne permet pas d'éliminer totalement le biais de sélection (au-delà de la santé financière) entre les deux procédures. Nous utilisons alors une méthode d'identification fondée sur une variable instrumentale.

Stratégie d'identification par variable instrumentale. Pour mesurer les coûts indirects associés au redressement judiciaire, nous utilisons le fait qu'un pourcentage non négligeable d'entreprises entrées en sauvegarde voit leur procédure être convertie en redressement judiciaire par leur tribunal de commerce. Cela nous permet de concentrer notre analyse sur les entreprises entrées en sauvegarde, évitant ainsi le biais de sélection associé à l'ouverture de la sauvegarde par rapport au redressement judiciaire. L'assignation d'une entreprise à un tribunal de commerce est basée sur l'emplacement de son siège social, ce qui prévient toute possibilité de « *forum shopping* » (choix de la juridiction). Le tribunal peut convertir une sauvegarde en redressement judiciaire si l'évaluation de la situation financière de l'entreprise révèle qu'elle est en cessation des paiements ou sur le point de l'être. Or, la situation exacte qui déclenche la conversion peut être interprétée différemment d'un tribunal de commerce à l'autre et d'une année sur l'autre. 12,7 % des procédures de sauvegarde ouvertes au cours de la période 2010-2016 ont été converties en redressement judiciaire. On constate une hétérogénéité considérable dans les taux de conversion annuels des 134 tribunaux de commerce, allant de 0 % à 100 %. Cette hétérogénéité reste substantielle même après avoir contrôlé par les caractéristiques des entreprises et des conditions économiques locales. Elle pourrait s'expliquer en partie par la rotation des juges non professionnels^{9,10}. Nous utilisons l'hétérogénéité des taux de conversion annuels des tribunaux de commerce pour construire un instrument permettant d'identifier l'impact causal de la conversion sur la probabilité que l'entreprise parvienne à restructurer sa dette.

⁹ Les juges des tribunaux de commerce sont élus parmi les chefs d'entreprise et les dirigeants locaux pour une durée limitée. Il y a un roulement annuel partiel de ces juges.

¹⁰ Voir Iverson *et al.* (2019).

Notre stratégie d'identification s'appuie sur un certain nombre d'études empiriques qui utilisent l'hétérogénéité des décisions judiciaires comme instrument pour mesurer l'impact de ces décisions. Par exemple, Bernstein *et al.* (2018) et Bernstein *et al.* (2019) utilisent le taux de conversion du *Chapter 11* au *Chapter 7* du juge pour expliquer la réallocation des actifs et les effets d'externalité de la faillite. Dans un autre domaine, Maestas *et al.* (2013) utilise l'hétérogénéité des examinateurs dans l'octroi des prestations d'invalidité pour mesurer l'impact de ces prestations sur l'offre de travail. Leurs stratégies d'identification sont basées sur l'attribution aléatoire de juges ou d'examineurs aux différents cas. Contrairement à ces études, nous ne disposons pas de données sur les juges mais uniquement sur les tribunaux de commerce, et l'assignation des entreprises aux tribunaux n'est pas aléatoire mais dépend de l'emplacement du siège social de l'entreprise. Pour s'assurer de la validité de notre instrument, nous effectuons un certain nombre de tests empiriques pour montrer que nous sommes proches d'une assignation aléatoire une fois que nous contrôlons des caractéristiques des entreprises et des conditions économiques locales.

Résultats. Dans l'ensemble, nous montrons que la meilleure santé financière des entreprises qui entrent en sauvegarde ne suffit pas à expliquer les meilleurs résultats de cette procédure par rapport au redressement judiciaire. Les résultats de la méthode d'identification par variable instrumentale suggèrent que les coûts indirects associés au redressement judiciaire sont élevés, entre 20 % et 30 % de la valeur comptable de l'entreprise. La conversion en redressement judiciaire réduit considérablement les chances de restructuration, entre 47 % et 76 %. La condition d'exclusion est validée par le test que la probabilité de conclure un accord de restructuration de la dette pour les entreprises qui entrent directement en redressement judiciaire n'est pas corrélée avec l'instrument. Nous effectuons divers contrôles de robustesse, dont aucun n'affecte les résultats. Le plus intéressant de ces tests de robustesse est peut-être le fait que, compte tenu des frontières administratives, certaines entreprises ne sont pas assignées au tribunal de commerce le plus proche. Nous montrons que, pour ces entreprises, le tribunal qui influence la probabilité d'être convertie est celui qui leur est assigné, et non le plus proche. Cela permet d'écarter la crainte que nos résultats soient déterminés par les caractéristiques économiques locales auxquelles les entreprises sont confrontées.

Leçons pour la conception de procédures préventives de restructuration. Lors de l'introduction de la procédure de sauvegarde dans le droit commercial français, des efforts ont été faits pour la distinguer autant que possible du redressement judiciaire. Par exemple, même si la procédure de sauvegarde ressemble au redressement judiciaire, chaque procédure fait l'objet d'un article distinct dans le Code de commerce. Par ailleurs, la Banque de France dans son bulletin mensuel sur les nouvelles entreprises défaillantes ne prend pas en compte les ouvertures de sauvegarde¹¹. Enfin, il est courant que les journaux rapportant l'ouverture d'une nouvelle procédure de sauvegarde publient de courts articles expliquant pourquoi la procédure de sauvegarde est meilleure que celle du redressement judiciaire¹².

¹¹ « Les dénombrements présentés dans ce Stat Info couvrent les redressements et les liquidations judiciaires, en date de jugement, dans la mesure où ces procédures collectives donnent lieu au dépôt d'une déclaration de cessation de paiement, ce qui n'est pas le cas concernant l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. ». Voir « [Les défaillances d'entreprises en France](#) », Stat Info de la Banque de France, mise à jour mars 2017.

¹² Voir par exemple, « La sauvegarde, une procédure collective pour prévenir des difficultés », *Les Echos*, 24 mai 2019.

Cette stratégie d'avoir une procédure séparée, plutôt que la simple extension du redressement judiciaire aux entreprises qui ne sont pas encore en cessation des paiements, vise clairement à protéger la nouvelle procédure de la mauvaise réputation du redressement judiciaire. Nos résultats tendent à confirmer que c'est une bonne idée. La directive européenne actuelle suit la même approche.

Le reste du document est organisé comme suit : la section 1 présente la base de données originale construite pour l'étude, les différences de réussite entre la sauvegarde et le redressement judiciaire, et les résultats d'un appariement par score de propension. La section 2 se concentre sur l'échantillon homogène des entreprises entrées en sauvegarde pour mesurer, via une stratégie de variable instrumentale, le coût indirect associé au redressement judiciaire par rapport à la sauvegarde. Une conclusion reprend les principaux enseignements.

1. Les procédures de restructuration en France et leurs résultats

1.1. Les procédures de restructuration

Le cadre de restructuration français se compose de deux procédures de résolution confidentielles : la conciliation et le mandat ad hoc, et deux procédures publiques : la sauvegarde et le redressement judiciaire.

Les procédures confidentielles

La conciliation et le mandat ad hoc sont des règlements des difficultés à l'amiable qui permettent la négociation confidentielle avec les créanciers de l'entreprise. Un conciliateur (ou un mandataire ad hoc) est choisi par le dirigeant de l'entreprise et approuvé par le tribunal de commerce pour entamer les négociations avec les créanciers. Le mandat ad hoc est ouvert aux entreprises qui ne sont pas encore en cessation des paiements ; il est initié pour une durée de 3 mois, renouvelable sans limite légale. La conciliation peut être ouverte à une entreprise qui est en cessation des paiements depuis moins de 45 jours. Sa durée est plus limitée : elle est ouverte pour une période de 4 mois et ne peut être prolongée que de 1 mois supplémentaire.

Les entreprises semblent apprécier ces procédures. En 2018, elles représentaient environ 21 % des procédures de restructuration de dette (voir Tableau 1). L'avantage des procédures confidentielles est évidemment que seules les parties concernées (les créanciers de l'entreprise, au moins les plus gros d'entre eux et les dirigeants de l'entreprise) sont informées de l'existence de la procédure. La confidentialité évite que les clients ou certains fournisseurs, informés de l'existence des difficultés, ne cessent leurs relations d'affaires avec l'entreprise, contribuant à aggraver ses difficultés. Par rapport aux procédures publiques, la principale difficulté de ces procédures confidentielles est qu'un accord doit être approuvé à l'unanimité parmi les créanciers participant à la négociation et qu'il ne peut s'appliquer aux créanciers n'ayant pas été invités à négociations.

La confidentialité de ces procédures rend difficile leur évaluation statistique et le taux de réussite est mal connu. Un article récent de professionnels de la restructuration d'entreprises en difficultés¹³ mentionne que le taux de réussite de ces procédures avoisinerait les 70 %.

Tableau 1 – Ouverture des procédures de restructurations d'entreprises en France dans les tribunaux de commerce et les chambres de commerce des TGI, 2008- 2018

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Procédures confidentielles	1439	2477	2137	1962	2212	2551	2437	2605	2753	2769	2863
<i>Mandats ad hoc</i>	939	1568	1422	1238	1465	1575	1505	1519	1475	1516	1601
<i>Conciliations</i>	500	909	715	724	747	976	932	1086	1278	1253	1262
Procédures publiques	17100	21541	18721	17349	17777	17695	16985	17509	15840	14821	14501
<i>Sauvegardes</i>	648	1308	1191	1216	1347	1421	1291	1314	999	931	834
<i>Redressements judiciaires</i>	16452	20233	17530	16133	16430	16274	15694	16195	14841	13890	13667

Sources : ministère de la Justice/SG/SDSE – Exploitation statistique du répertoire général civil, années 2008 à 2018

Ces procédures confidentielles coexistent avec des procédures dites « publiques », c'est-à-dire qui font l'objet de publicité. L'ensemble des créanciers est ici amené à participer à la négociation d'un plan de restructuration de la dette. La règle de l'unanimité ne s'applique pas, les plans de restructuration de la dette sont approuvés avec des règles de majorité à l'intérieur des groupes de créanciers (les créanciers prioritaires, les créanciers chirographaires). Les principales caractéristiques des deux procédures disponibles – la sauvegarde et le redressement judiciaire – sont au fond très similaires, la principale différence étant que le dirigeant de l'entreprise conserve un plus grand pouvoir de décision en cas de sauvegarde.

Une entreprise en état de cessation des paiements a accès à la procédure de redressement judiciaire, tandis qu'une entreprise qui n'est pas (encore) en cessation des paiements mais qui peut prouver qu'elle fait face à des difficultés financières insurmontables a accès, si elle le souhaite, à la procédure de sauvegarde. Le Tableau A.1 en annexe résume les principales caractéristiques des deux procédures, qui ressemblent à la procédure du *Chapter 11* du droit des faillites américain¹⁴. Il existe en plus une procédure de liquidation judiciaire standard, semblable à celle du *Chapter 7* aux États-Unis.

Le redressement judiciaire

Le Code de commerce français statue qu'une entreprise qui ne peut pas faire face à son passif exigible avec son actif disponible est en état de cessation des paiements. À moins d'initier une restructuration confidentielle, elle doit alors déposer le bilan sous un délai de 45 jours pour entamer un processus de restructuration de sa dette avec ses créanciers. En pratique, certaines entreprises en cessation des paiements ne respectent pas ce délai et,

¹³ Borga N., Niogret A. et M. Vuillermet (2018) « Mandat ad hoc et conciliation : trouver le point d'équilibre », *Revue Lamy droit des Affaires*, n° 135, mars.

¹⁴ Voir Plantin *et al.* (2013) pour une comparaison approfondie entre la procédure américaine et la procédure française de faillite.

dans ce cas, les créanciers de l'entreprise, le procureur de la République ainsi que le tribunal lui-même peuvent saisir le tribunal pour déclencher un redressement judiciaire. Les entreprises en cessation des paiements peuvent également déposer directement une demande de liquidation judiciaire.

Une fois que l'entreprise dépose la déclaration de cessation des paiements, elle est protégée contre ses créanciers ; les paiements d'intérêts et de capital sont suspendus. L'entreprise a également accès à un prêt des AGS (régime de garantie des salaires) pour payer jusqu'à 3 mois d'arriérés de salaire à ses employés¹⁵. Une période d'observation de 6 mois est prévue pour évaluer la situation financière de l'entreprise. Pendant cette période, un mandataire judiciaire désigné par le tribunal est chargé d'établir la liste des dettes de l'entreprise. Le tribunal nomme également un administrateur judiciaire qui surveille les activités quotidiennes de l'entreprise : ses opérations financières ainsi que certaines décisions importantes de restructuration (licenciement d'employés, vente d'actifs, etc.). L'administrateur peut également empêcher le dirigeant de prendre des mesures qui réduiraient la valeur de l'actif de l'entreprise. L'administrateur et le mandataire judiciaire négocient avec les créanciers pour établir un plan de restructuration de la dette. La période d'observation peut être renouvelée deux fois pour une durée maximale de 18 mois. À tout moment pendant la période d'observation, le tribunal accepte (ou rejette) un plan de restructuration de la dette négocié avec les créanciers. Le plan typique est un mélange de rééchelonnement de la dette (jusqu'à un horizon de dix ans) et de remise de dette (si, compte tenu de l'option, certains créanciers préfèrent un paiement partiel immédiat pour régler le solde final au lieu du rééchelonnement). Si la situation se détériore davantage pendant la période d'observation et/ou s'il n'y a aucun espoir de parvenir à un accord avec les créanciers, le tribunal peut décider de liquider l'entreprise.

La liquidation judiciaire peut prendre deux formes. Sous la forme la plus directe, les actifs de l'entreprise sont vendus sur le marché et le produit de la vente est versé aux parties prenantes de l'entreprise selon des règles de priorité (les employés ayant la priorité la plus élevée pour les salaires non payés). Une forme plus aisée de liquidation consiste en une cession partielle ou totale de l'entreprise : le tribunal ouvre une procédure d'appel d'offres pour tout ou partie des actifs et des employés de l'entreprise en vue de maintenir au moins une partie de l'activité. Le tribunal reçoit les offres des acheteurs potentiels et choisit parmi eux. S'il n'y a pas d'acheteurs, ou si le tribunal rejette tous les autres, l'entreprise cesse ses activités, ses actifs sont vendus et les parties prenantes sont remboursées conformément à la même règle de priorité que ci-dessus.

La procédure de sauvegarde

En 2006, afin de permettre une restructuration plus rapide de la dette, une nouvelle procédure de restructuration a été mise en place en France¹⁶ : la procédure de sauvegarde. Les entreprises peuvent demander une ouverture de sauvegarde si elles ne sont pas (encore) en cessation des paiements mais font face à des difficultés financières qu'elles

¹⁵ Ce régime est financé par une cotisation obligatoire basée sur la masse salariale de chaque entreprise du secteur privé. Au niveau macroéconomique, le taux de cotisation est ajusté afin de maintenir l'équilibre du fonds. Depuis juillet 2017, le taux est égal à 0,15 %.

¹⁶ La loi du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006.

considèrent impossibles à surmonter sans restructuration de leur dette. Après une vérification rapide de la situation financière de l'entreprise, le tribunal accepte (ou rejette) la demande d'ouverture de sauvegarde. La demande peut être rejetée si l'entreprise semble déjà en cessation des paiements (auquel cas une procédure de redressement judiciaire est ouverte) ou, au contraire, si le tribunal considère que la situation financière de l'entreprise ne nécessite pas de restructuration de sa dette. Une fois que la procédure est ouverte, les étapes sont assez similaires à celles du redressement judiciaire : elle est publique¹⁷, la période d'observation de six mois est renouvelable deux fois et le tribunal nomme un mandataire judiciaire. Le tribunal peut également nommer un administrateur judiciaire et doit le faire pour les plus grandes entreprises (en redressement judiciaire, le tribunal nomme un administrateur, quelle que soit la taille de l'entreprise). Le rôle de l'administrateur est moins important en sauvegarde qu'en redressement judiciaire : il assiste le dirigeant mais ne peut prendre aucune décision sans son accord, alors que c'est le cas en redressement judiciaire. Une différence importante entre la sauvegarde et le redressement judiciaire est qu'en sauvegarde, l'entreprise n'a pas accès aux AGS pour payer les arriérés de salaire.

Sur la période 2008-2018, le nombre d'ouvertures de redressements judiciaires est au maximum en 2009 avec plus de 20 000 ouvertures contre moins de 14 000 en 2018 (voir Tableau 1). De même l'année 2009 a vu le nombre de sauvegardes doubler par rapport à l'année 2008, se stabiliser au-dessus de 1 200 ouvertures par an jusqu'en 2015 ; il est depuis 2016 en dessous de 1 000. Ainsi, alors qu'en 2013 il y avait à peu près autant d'ouvertures de procédures de sauvegarde que d'ouvertures de mandats *ad hoc*, il y avait en 2018 près de deux fois moins d'ouvertures de sauvegardes que d'ouvertures de mandats *ad hoc*. La sauvegarde constitue donc un dispositif marginal dans le traitement des difficultés des entreprises. Cependant, le fait qu'elle soit publique permet d'établir des statistiques précises sur sa capacité à déboucher sur des restructurations et sur son efficacité dans la préservation des entreprises viables.

La conversion de la sauvegarde en redressement judiciaire

Comme le prévoit la loi, le tribunal peut convertir une sauvegarde en redressement judiciaire à tout moment de la période d'observation. Cela sera le cas s'il est envisagé un plan de cession de l'entreprise (plutôt qu'un plan de restructuration de sa dette). Cela peut aussi être le cas si l'évaluation de la situation financière révèle que l'entreprise était déjà en cessation des paiements au moment où elle a déposé sa demande de sauvegarde, ou si elle est actuellement sur le point de le devenir. Le tribunal examinera la possibilité d'une conversion à la demande de l'administrateur judiciaire, du mandataire judiciaire, du procureur de la République ou (depuis septembre 2014) de l'entreprise elle-même. Jusqu'en juillet 2014, le juge lui-même pouvait demander cette conversion.

Les discussions avec diverses parties prenantes nous amènent à penser que, dans la pratique, il existe (au moins) trois situations différentes qui peuvent déclencher une conversion en plus de la volonté de céder l'entreprise via un plan de cession. Dans le premier cas, un examen attentif des comptes financiers des entreprises (souvent avec l'aide

¹⁷ Toutes les ouvertures de procédures de faillite (sauvegarde, redressement et liquidation judiciaire), ainsi que toutes les principales décisions de justice au cours des procédures sont disponibles dans le Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (BODACC) dont la publication est quotidienne et [en ligne depuis 2008](#).

de comptables agréés nommés par le tribunal) soulève des doutes quant à la solvabilité de l'entreprise au moment où elle a déposé sa demande de sauvegarde. Dans le second cas, l'entreprise est à court de liquidités pendant la période d'observation et manque à ses obligations financières contractées après l'ouverture de la sauvegarde. Outre ces deux situations, qui correspondent assez bien au libellé de la loi, une troisième situation a été mentionnée une fois lors de nos échanges avec des parties prenantes : considérant que les mesures prises par le débiteur mettent en danger l'entreprise, le tribunal pourrait convertir la sauvegarde en redressement judiciaire afin de nommer un administrateur judiciaire pour diriger l'entreprise. Il est à noter que la conversion en redressement judiciaire ne donne pas accès à un prêt des AGS pour payer les arriérés de salaires.

1.2. Source des données

Les données utilisées ici proviennent des jugements de faillite contenus dans le Bulletin officiel d'annonces civiles et commerciales (BODACC) fourni par les greffes des tribunaux de commerce. Cette information est publique et disponible en format électronique depuis janvier 2008, avec un fichier électronique par jour ouvrable¹⁸. Nous avons construit une base de données sur l'ensemble des dépôts de bilan en France sur la période 2010-2016 et suivi leurs résultats jusqu'en décembre 2018. Notre base de données contient 324 748 dépôts de bilan¹⁹ : 8 070 procédures de sauvegarde, 96 105 redressements judiciaires et 220 573 liquidations judiciaires directes. Nous sommes en mesure de suivre 7 927 cas de sauvegarde (98 %) et 95 029 cas de redressements judiciaires (99 %). Par définition, il n'y a pas de suivi pour les liquidations judiciaires. À partir du BODACC, nous sommes en mesure de recueillir des informations sur l'adresse de l'entreprise, le tribunal de commerce en charge du dossier, les dates d'ouverture des procédures et des principaux jugements rendus par le tribunal (renouvellement de la période d'observation, accord de restructuration de dette avec les créanciers, liquidation judiciaire, etc.) Notamment, nous identifions les cas de sauvegarde qui sont convertis en redressement judiciaire.

Nous complétons ces données par les informations sociales et fiscales des entreprises issues des bilans et comptes de résultat mis à disposition par l'Insee sur la période 2009-2015. Cela nous fournit les dernières informations disponibles sur l'entreprise avant qu'elle ne dépose le bilan, y compris des données sur le nombre d'employés, l'actif, la dette, les paiements d'intérêts, les ventes, les revenus opérationnels, le secteur, l'âge, le statut juridique, etc. Après appariement, notre échantillon contient 6 334 entreprises en sauvegarde, dont 805 (12,7 %) ont vu leur procédure convertie en redressement judiciaire, et 66 927 redressements judiciaires, dont 39 607 étaient des dépôts de déclaration de

¹⁸ Voir [le site du Bodacc](#).

¹⁹ Ces chiffres sont inférieurs à ceux rapportés par Altarea, une société privée qui produit des statistiques sur les dépôts de bilan en France, et ceux rapportés dans le précédent document de travail des auteures Despierre *et al.* (2018). Notre échantillon est limité aux tribunaux de commerce. À ce titre, il exclut les dépôts de bilan des agriculteurs, des autoentrepreneurs et des pratiques libérales. Il exclut également les tribunaux de trois départements de France métropolitaine ainsi que les territoires d'outre-mer.

cessation de paiement volontaires (les autres étaient déclenchés par les créanciers, le procureur de la République ou le tribunal lui-même)²⁰ (voir Tableau 2).

1.3. Statistiques descriptives

Les résultats de la procédure sauvegarde sont résumés dans le Tableau 2. Sur la période 2010-2016, 64,4 % des entreprises déposant une demande de sauvegarde ont restructuré leur dette, soit le double du redressement judiciaire. De ce point de vue, la procédure de sauvegarde a un pourcentage de restructurations similaire à celui du *Chapter 11* des États-Unis²¹. 62,4 % des entreprises qui concluent un accord avec leurs créanciers dans le cadre de la procédure de sauvegarde sont toujours en activité cinq ans après l'accord, alors que ce n'est le cas que pour 41,4 % des entreprises en redressement judiciaire.

Ces chiffres ne prouvent toutefois pas la supériorité de la sauvegarde sur le redressement judiciaire car les entreprises à l'orée de ces deux procédures ne commencent pas avec le même niveau de difficultés financières. Par construction, les entreprises qui déposent une demande de sauvegarde ont des problèmes financiers moins graves que celles qui déposent une demande de redressement judiciaire. Elles peuvent également présenter des caractéristiques non observables qui les distinguent de celles qui déposent une demande de redressement judiciaire et qui influent sur l'issue de la procédure de faillite : avoir un management plus proactif ou mieux informé. Notre identification de l'effet du redressement judiciaire reposera donc sur une série de tests dont l'objectif sera de minimiser ce biais de sélection.

Tableau 1 – Statistiques descriptives des échantillons de travail

	Sauvegarde	Redressement judiciaire	
	Toutes les sauvegardes	Tous les redressements judiciaires	Dépôts de déclaration de cessation des paiements
Échantillon de travail	6 334	66 927	39 607
Part de plan de restructuration de la dette	64,4 %	32,4 %	25,5 %
Part de plan de restructuration de la dette ou plan de cession	65,9 %	39,3 %	35,3 %
Taux de survie après restructuration de la dette			
<i>après 2 ans</i>	80,5 %	70,4 %	83,6 %
<i>après 5 ans</i>	62,4 %	41,4 %	66,5 %

Note : ce tableau présente les statistiques descriptives des entreprises déposant une demande d'ouverture de sauvegarde ou de redressement judiciaire entre 2010 et 2016.

Sources : données du Bodacc et Insee, calculs des auteures.

²⁰ Les informations relatives à la nature du dépôt du redressement judiciaire sont fournies par le Conseil national des mandataires judiciaires et administrateurs judiciaires, une association d'administrateurs et de mandataires judiciaires nommés par le tribunal.

²¹ Bernstein *et al.* (2019) note que dans leur échantillon, environ 40 % des entreprises en *Chapter 11* ont été liquidées.

1.4. Appariement des entreprises en sauvegarde avec les entreprises en redressement judiciaire

Résultats sur l'obtention d'une solution de continuation

Les entreprises qui entrent en sauvegarde sont en meilleure santé financière que celles qui entrent en redressement judiciaire. Par construction, elles ne sont pas (encore) en état de cessation de paiements. La Figure 1 compare les caractéristiques des deux populations : en sauvegarde, les entreprises sont plus grandes, plus âgées, ont des ratios d'endettement plus faibles, les immobilisations représentent une partie plus importante de leur actif et elles ont davantage d'immobilisations financières. Elles sont aussi en moins grande difficulté financière²². Cette meilleure santé à l'orée de la procédure améliore les chances de l'entreprise de parvenir à un plan de restructuration de sa dette avec ses créanciers. Pour minimiser ce biais de sélection, nous procédons à un appariement par score de propension entre les entreprises en sauvegarde et celles en redressement judiciaire.

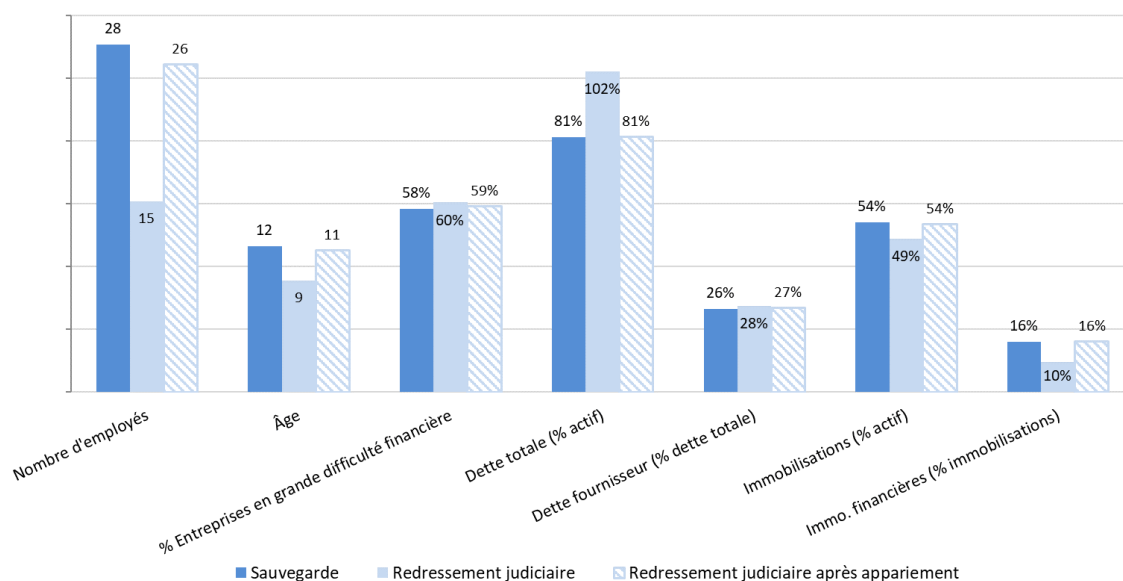
Par cette méthode, il est associé à chaque entreprise un score de propension basé sur un ensemble de caractéristiques observables. Chaque entreprise « traitée » (entreprises en sauvegarde) est ensuite associée à l'entreprise au score le plus proche du groupe de contrôle (entreprises en redressement judiciaire). L'appariement est effectué sur des caractéristiques catégorielles (tribunal, secteur, année de jugement et nature juridique) et des variables continues spécifiques à l'entreprise (la taille, l'âge, les ratios d'endettement et la structure de l'actif de l'entreprise). Nous procédons à un appariement au plus proche voisin sans remise.

La Figure 1 (page suivante) compare les caractéristiques des deux populations d'entreprises après appariement. Les entreprises en redressement judiciaire qui ont été appariées présentent des caractéristiques similaires à celles des entreprises en sauvegarde. Par exemple, la moyenne de taille des entreprises en redressement judiciaire passe de 15 à 26 employés après appariement.

Il est alors possible de comparer les chances d'entreprises similaires du point de vue de ces caractéristiques observables de parvenir à un accord de restructuration de leur dette. La Figure 2 résume les résultats avant et après appariement. Sans prise en compte des différences observables, l'entreprise en sauvegarde a 35 points de plus (62 %-27 %) de chances de parvenir à un accord de restructuration. Après appariement, cet écart se réduit à 30 points. Les taux de succès de la sauvegarde et du redressement judiciaire au regard d'une solution de continuation (c'est-à-dire, soit d'un plan de restructuration de la dette soit d'un plan de cession) restent très tranchés : la différence est de 35 points sans contrôle des caractéristiques observables des entreprises et toujours de 21 points après appariement.

²² Une entreprise est considérée ici en « grande difficulté financière » si ses obligations financières étaient supérieures à son revenu opérationnel l'année précédant le dépôt de bilan. Cette définition s'inspire de celle de l'OCDE selon laquelle les entreprises en grande difficulté financière – dites « zombie » – ont plus de dix ans et ont des obligations financières supérieures au revenu d'exploitation pendant plus de trois années consécutives : voir Adalet McGowan *et al.* (2017) et Ben Hassine *et al.* (2019).

Figure 1 – Caractéristiques moyennes des entreprises entrées en sauvegarde et en redressement judiciaire entre 2010 et 2016, avant et après appariement

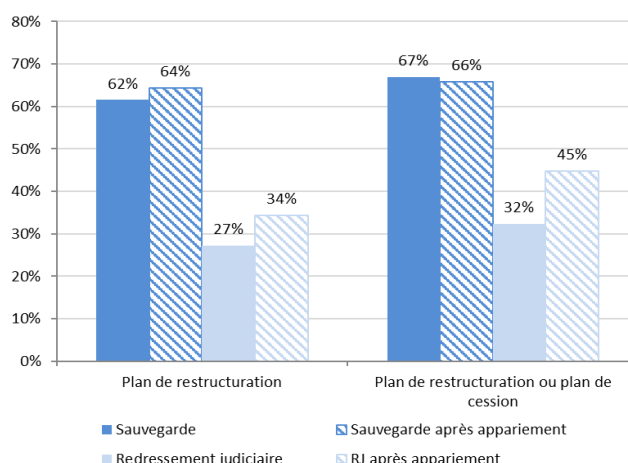


Note : la figure montre les caractéristiques moyennes de 6 334 entreprises entrées en sauvegarde entre 2010 et 2016, et de 66 927 entreprises entrées en redressement judiciaire sur la même période. Par la méthode d'appariement, nous formons un échantillon de 6 334 entreprises en redressement judiciaire dont les caractéristiques, en hachuré, sont similaires aux 6 334 entreprises en sauvegarde.

Lecture : l'âge moyen des entreprises en redressement judiciaire passe de 9 à 11 ans après appariement.

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Figure 2 – Résultats de l'appariement par score de propension entre sauvegarde et redressement judiciaire – obtention d'une solution de continuation



Note : la figure montre, à gauche, la probabilité d'obtention d'un plan de restructuration de la dette, à droite la probabilité de continuation (obtention d'un plan de restructuration ou d'un plan de cession). 8 080 entreprises en sauvegarde ont été appariées à 95 029 entreprises en redressement judiciaire. Nous perdons 1 746 entreprises en sauvegarde pour lesquelles nous n'avons pas l'information financière complète. Il en résulte des échantillons de 6 334 entreprises en sauvegarde et 6 334 en redressement judiciaire dont les probabilités respectives sont représentées en hachuré.

Lecture : après appariement, les entreprises en redressement judiciaire passent de 27 % à 34 % de chances d'obtenir un plan de restructuration de leur dette.

Sources : données Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Ces résultats sont confirmés par les estimations économétriques présentés par le Tableau A.2 : une fois corrigé des caractéristiques observables qui distinguent les deux groupes, les approches linéaire et logistique estiment que l'entreprise en redressement judiciaire a entre 30,4 % et 31,9 % de chances en moins de parvenir à un accord de restructuration de sa dette par rapport à l'entreprise en sauvegarde. Cet écart est plus faible qu'avant appariement, mais il reste significatif : la meilleure situation observable des entreprises à l'entrée de la procédure ne suffit pas à expliquer les meilleurs résultats de la procédure de sauvegarde. Elle ne l'explique qu'à hauteur de 10 %. Les résultats sont similaires au regard d'une solution de continuation (plan de restructuration ou plan de cession).

En annexe, nous reproduisons le même raisonnement pour tenter d'expliquer la survie des entreprises après qu'un accord de restructuration de la dette a été conclu avec les créanciers, selon que l'entreprise était en sauvegarde ou en redressement judiciaire. Les résultats suggèrent une meilleure survie en sauvegarde, indépendamment des caractéristiques observables des entreprises à l'entrée de la procédure.

2. La conversion en redressement judiciaire des entreprises entrées en sauvegarde et la mesure du succès de la procédure de sauvegarde

Les calculs précédents ont montré que le taux de restructuration élevé de la sauvegarde ne s'explique qu'en partie par la meilleure situation financière des entreprises en sauvegarde comparée aux entreprises en redressement judiciaire. Le succès de la sauvegarde reflète aussi probablement les différences de management des entreprises entrant en sauvegarde : leurs dirigeants seraient proactifs, prêts à agir rapidement pour résoudre les difficultés financières de leur entreprise plutôt que de risquer la cessation des paiements.

Pour mesurer cet effet sans être pollué par les caractéristiques non observables des entreprises entrant en sauvegarde (notamment celles liées à leurs dirigeants), nous concentrons notre analyse sur les entreprises qui ont initialement déposé une demande de sauvegarde et exploitons le fait qu'une part importante d'entre elles (12,7 %) est ensuite convertie en redressement judiciaire par leur tribunal. Cela nous permet d'éliminer les caractéristiques non observables des entreprises entrant en sauvegarde par rapport à celles qui entrent en redressement judiciaire.

Le Tableau 3 présente une ventilation du nombre d'ouvertures de procédures de sauvegarde dans notre échantillon par année, de 2010 à 2016. Ce nombre a augmenté régulièrement jusqu'en 2013, dépassant légèrement le millier de cas par an, s'est stabilisé en 2014 avant de tomber en dessous de 800 en 2016. Sur la période 2010-2016, les ouvertures de sauvegarde représentent entre 10,7 % et 13,3 % des restructurations publiques. La grande majorité des restructurations publiques sont des redressements judiciaires.

Tableau 2 – Répartition des ouvertures de sauvegarde par année dans notre échantillon

Année d'ouverture	Nombre de procédures de sauvegarde	Part de sauvegardes	Part de sauvegardes converties en RJ
2010	784	12,0 %	13,8 %
2011	816	11,5 %	16,5 %
2012	944	11,3 %	13,5 %
2013	1 045	12,7 %	12,3 %
2014	1 012	13,3 %	11,1 %
2015	956	12,2 %	9,5 %
2016	768	10,7 %	13,3 %
Total	6 334	12,0 %	12,7 %

Lecture : notre échantillon de travail comprend 784 entreprises qui ont demandé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde en 2010 ; 13,8 % ont ensuite été converties en redressement judiciaire (RJ).

Sources : données du Bodacc, calculs des auteurs

Le Tableau 3 résume les résultats de la procédure de sauvegarde et de la conversion en redressement judiciaire. Pour les entreprises dont la procédure de sauvegarde est convertie, la probabilité de parvenir à un accord de restructuration avec leurs créanciers est de 23,2 %, un taux très inférieur à celui des entreprises dont la sauvegarde n'est pas convertie en redressement judiciaire (70,4 %). Un simple test de l'égalité des moyennes révèle que ces différences sont statistiquement différentes de zéro (voir colonne (4) du Tableau 3). Pour les entreprises qui parviennent à restructurer leur dette, le taux de survie à deux ans des entreprises dont la procédure a été convertie est de 83,7%, à peu près similaire à celui de celles qui sont restées en sauvegarde jusqu'à la fin (80,4%). Les taux de survie à cinq ans sont respectivement de 52,4 % et 62,4 %, et la différence est statistiquement significative à 5 %.

Tableau 3 – Statistiques descriptives des échantillons de travail

	Toutes les sauvegardes (1)	Sauvegardes non converties (2)	Sauvegardes converties en RJ (3)	Différence (3) – (2) (4)
Échantillon de travail	6 334	5 529	805	
Part de plan de restructuration de la dette	64,4 %	70,4 %	23,2 %	-0,472***
Part de plan de restructuration de la dette ou plan de cession	65,9 %	70,4 %	34,9 %	-0,355***
Taux de survie après restructuration de la dette				
<i>après 2 ans</i>	80,5 %	80,4 %	83,7 %	-0,033
<i>après 5 ans</i>	62,4 %	63,0 %	52,4 %	-0,105**

Note : ce tableau présente les statistiques descriptives des entreprises déposant une demande d'ouverture de sauvegarde entre 2010 et 2016. La colonne (4) présente le test de l'égalité des moyennes entre les entreprises qui demeurent en sauvegarde (colonne (2)) et celles dont la sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire (colonne (3)). *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

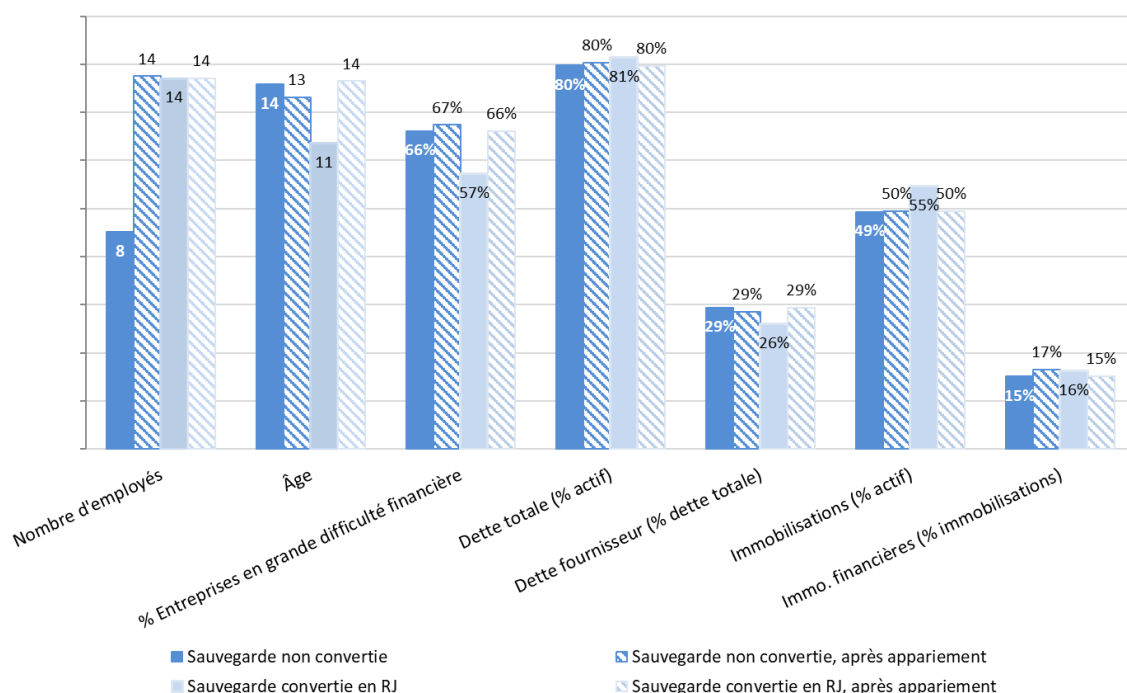
Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Il n'est cependant pas possible de conclure sur l'effet de la conversion avec un simple test d'égalité des moyennes, car les entreprises des deux groupes ne présentent pas le même niveau de difficulté financière. Les entreprises dont la procédure est convertie en redressement judiciaire sont en moins bonne santé que celles qui demeurent en sauvegarde ; une comparaison directe serait donc biaisée. De la même manière que précédemment, nous allons procéder à appariement par score de propension pour tenter de corriger des différences observables entre les deux groupes.

2.1. Appariement sur les caractéristiques sectorielles et financières des entreprises

La Figure 3 présente les caractéristiques financières des entreprises en sauvegarde selon que leur procédure a été convertie en redressement judiciaire ou non. Les entreprises dont la sauvegarde est convertie sont en moyenne plus âgées que les entreprises qui demeurent en sauvegarde, elles ont davantage de dettes fournisseurs, moins d'immobilisations et sont plus susceptibles d'être en grande difficulté financière. Ces différences, quoique moins importantes qu'entre les entreprises en sauvegarde et celles entrées directement en redressement judiciaire, sont susceptibles d'expliquer en partie les moins bons résultats des entreprises dont la sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire.

Figure 3 – Caractéristiques moyennes des entreprises en sauvegarde et en redressement judiciaire entre 2010 et 2016, avant et après appariement



Note : 805 entreprises dont la sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire (RJ) sont appariées avec 4 742 entreprises dont la sauvegarde n'a pas été convertie. Nous perdons 2 entreprises dans le groupe de traitement qui étaient « off-support », c'est-à-dire sans entreprises similaires dans le groupe de contrôle. Il en résulte 803 entreprises dans les deux groupes après appariement.

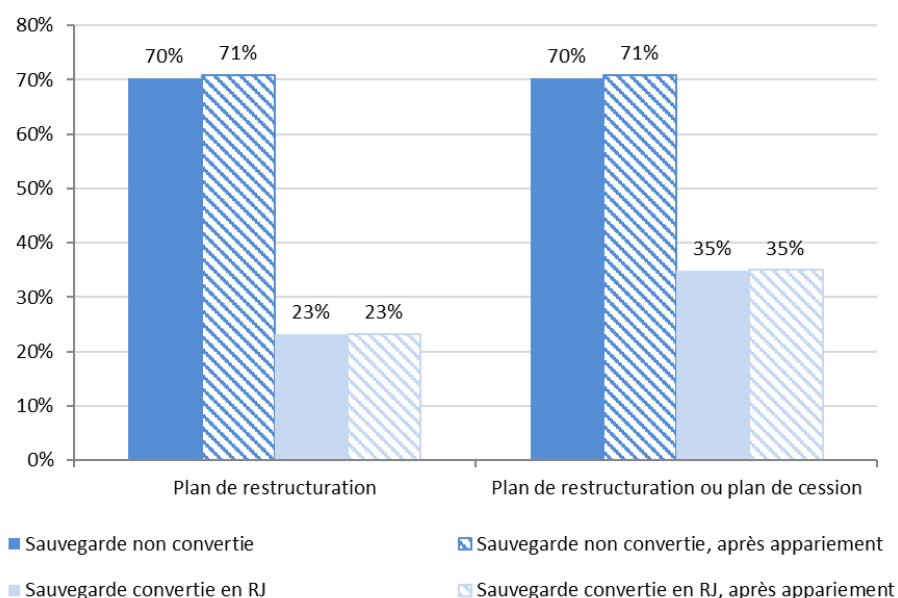
Lecture : voir Figure 1.

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Nous procédons à un appariement par score de propension entre les entreprises entrées en sauvegarde et dont la procédure a été convertie en redressement judiciaire (groupe de traitement) et les entreprises qui restent en sauvegarde (groupe de contrôle). Nous cherchons à mesurer l'impact de cette conversion sur la probabilité que l'entreprise obtienne une solution de continuation. Les variables de contrôles sont les mêmes que précédemment.

Les résultats sont présentés à la Figure 4. Avant appariement, l'entreprise dont la sauvegarde a été convertie présente 47 % de chances en moins de parvenir à un plan de restructuration de sa dette par rapport à l'entreprise qui reste en sauvegarde. Une fois que l'on corrige des différences de caractéristiques observables entre les deux groupes, l'entreprise dont la sauvegarde a été convertie présente entre 47,1 % et 49,3 % de chances en moins de parvenir à un plan de restructuration de sa dette par rapport à si elle était restée en sauvegarde (voir estimations économétriques Tableau A.3).

Figure 4 – Résultats de l'appariement par score de propension entre sauvegarde et sauvegarde convertie en redressement judiciaire (RJ) – obtention d'une solution de continuation



Note : la figure montre, à gauche, la probabilité d'obtention d'un plan de restructuration de la dette, et à droite la probabilité de continuation (obtention d'un plan de restructuration ou d'un plan de cession). 805 entreprises dont la sauvegarde a été convertie en RJ ont été appariées à 5 529 entreprises dont la sauvegarde n'a pas été convertie. Nous perdons 2 entreprises dans le groupe de traitement qui étaient « off-support », c'est-à-dire sans entreprises similaires dans le groupe de contrôle. Il en résulte des échantillons de 803 entreprises après appariement dont les probabilités respectives sont représentées en hachuré.

Lecture : après appariement, les entreprises dont la sauvegarde n'a pas été convertie en RJ passent de 70 % à 71 % de chances d'obtenir un plan de restructuration de leur dette.

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Autrement dit, les différences observables entre les deux groupes n'expliquent pas l'écart de probabilité d'obtenir un plan de restructuration. Les conclusions sont similaires au regard de l'obtention d'une solution de continuation. Ce résultat, plus faible que pour la comparaison entre sauvegarde et redressement judiciaire, s'explique par le fait que les entreprises en

sauvegarde sont déjà relativement homogènes entre elles à l'entrée de la procédure : la méthode d'appariement n'apporte dans ce cas pas grand-chose à l'analyse.

Dans la suite de ce document, nous allons faire appel à une autre stratégie d'identification pour tenter de mesurer l'impact de la conversion en redressement judiciaire sur les chances de restructuration de l'entreprise entrée en sauvegarde.

2.2. Tribunaux de commerce

Il existe actuellement 134 tribunaux de commerce et 28 cours d'appel répartis sur le territoire français²³. Il y a au moins un tribunal de commerce dans chacun des 95 départements ; certains d'entre eux en ont deux, voire trois. Ces tribunaux traitent des litiges commerciaux et des procédures de faillite des entreprises, ces dernières représentant 20 % des affaires dont ils sont saisis. Dans le cadre d'une procédure de faillite, l'entreprise est assignée au tribunal compétent en fonction de l'emplacement de son siège social, et il n'existe aucune possibilité de « *forum shopping* », c'est-à-dire de choix du tribunal, ni pour l'entreprise, ni pour ses créanciers. Il est à noter que, compte tenu des frontières administratives, les entreprises ne sont pas nécessairement assignées au tribunal de commerce le plus proche, un fait que nous exploiterons plus tard à des fins d'identification.

Il y a environ 3 000 juges commerciaux non professionnels. Ils sont choisis parmi les cadres et chefs d'entreprise locaux et élus par eux. Les juges sont des bénévoles non rémunérés, ils ne siègent qu'une ou deux demi-journées par semaine et poursuivent leur activité professionnelle le reste du temps. Pour des raisons évidentes, ils ne peuvent pas travailler sur des dossiers liés à leur propre entreprise. Chaque juge est initialement élu pour un mandat de deux ans et peut ensuite être réélu trois fois pour un mandat de quatre ans (pour une durée maximale de quatorze ans). Il y a une élection par an au niveau du tribunal et les mandats commencent début janvier. Il y a donc un roulement régulier des juges. Les juges reçoivent une formation juridique après avoir été choisis et tout au long de la durée de leur mandat. Une audience typique implique plus d'un juge, car les tribunaux sont organisés par chambres. Chaque affaire est attribuée à un juge spécifique, mais les décisions sont prises par les juges de la chambre de manière collégiale. Les juges élisent parmi eux le président du tribunal ainsi que deux vice-présidents pour un mandat de quatre ans non renouvelable.

Notre stratégie d'identification, que nous présentons à la section 3.3, repose sur le constat que, si le Code de commerce est national, son interprétation peut varier d'un tribunal à l'autre et d'une année sur l'autre. C'est particulièrement vrai pour la décision de convertir une procédure de sauvegarde en redressement judiciaire, décision qui est fondée sur la notion de cessation des paiements ou « proche de la cessation des paiements ». Ici, la cessation des paiements signifie que l'entreprise n'est pas capable de faire face à son passif exigible avec son actif disponible. Il existe une certaine marge d'interprétation autour de ces notions, tant dans l'évaluation des actifs disponibles et passifs exigibles de l'entreprise que dans la définition de la notion « être proche de la cessation des paiements ». L'interprétation peut donc varier d'un

²³ Bien que le droit commercial français ne diffère pas d'un tribunal à l'autre, nous excluons certaines parties de la France de notre recherche : les tribunaux de trois départements (Moselle, Haut-Rhin et Bas-Rhin) qui, pour des raisons historiques, fonctionnent un peu différemment des tribunaux du reste du pays, et des départements et régions d'outre-mer pour les mêmes raisons. Esquerré (2019) montre que les tribunaux d'Alsace-Moselle traitent différemment les entreprises en faillite.

tribunal à l'autre, en fonction par exemple de leurs experts comptables. En outre, l'interprétation de la loi par les tribunaux varie dans l'espace mais aussi dans le temps, notamment en raison de l'arrivée régulière de juges inexpérimentés. En effet, Iverson et al. (2019) montre qu'aux États-Unis, l'issue des procédures de faillite varie selon l'expérience des juges. Notre instrument s'appuie sur ces hétérogénéités dont nous débattons ci-dessous.

L'hétérogénéité des tribunaux de commerce

Il existe une grande hétérogénéité entre les tribunaux de commerce, qui diffèrent tant par leur taille que par les résultats des procédures. En ce qui concerne la taille, le Tableau 4 montre qu'au cours de la période 2010-2016, environ 2 414 nouvelles procédures de faillite (liquidations, redressements judiciaires et sauvegardes) ont été ouvertes en moyenne, le plus petit tribunal n'ayant enregistré que 273 cas et le plus important presque 20 000. Le plus petit tribunal ne compte que 9 juges, et le plus grand 180. La part des sauvegardes parmi les restructurations (c'est-à-dire hors liquidations judiciaires) est en moyenne de 8%, mais avec une forte variation : un tribunal enregistre 32,6% des sauvegardes. En ce qui concerne les résultats, l'hétérogénéité entre les tribunaux est plus grande pour les sauvegardes que pour les redressements judiciaires. Le tribunal moyen voit 57,9% d'obtention d'accords de restructuration de la dette sauvegarde avec une fourchette allant de 20% à 93%. L'intervalle est beaucoup plus étroit pour les redressements judiciaires, allant de 15% à 48%, avec une moyenne de 31% d'accords de restructuration.

Tableau 4 – Statistiques descriptives des tribunaux de commerce

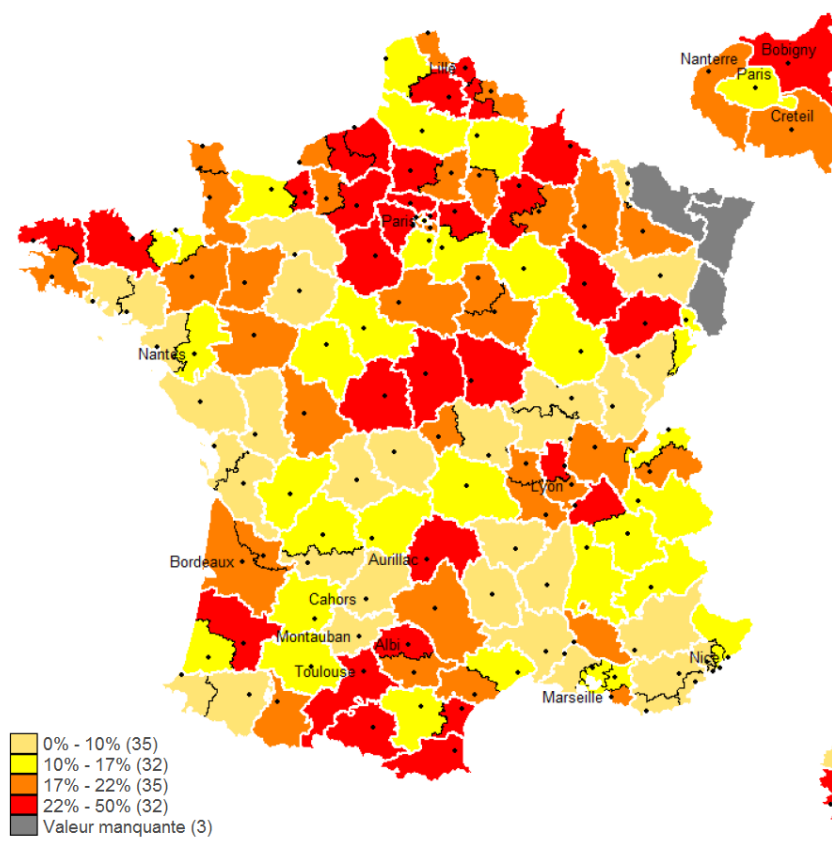
	Nombre de tribunaux	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min.	Max.
Nombre de juges	134	25	19,5	19,2	9	180
Nombre de procédures	134	2 414	1 681	2 474	273	19 954
<i>Sauvegarde</i>	134	59	41	54	4	308
<i>Redressement judiciaire</i>	134	709	547	543	74	3 079
<i>Liquidation judiciaire</i>	134	1 646	1 066	2 013	191	16 982
Part de liquidations directes	134	67 %	67 %	7 %	46 %	90 %
Part de sauvegarde	134	8 %	7 %	5 %	1 %	33 %
Part de sauvegardes converties en RJ	134	17 %	17 %	9 %	0 %	50 %
Part de plan de restructuration						
<i>En sauvegarde</i>	134	58 %	59 %	12 %	20 %	93 %
<i>En redressement judiciaire</i>	134	34 %	33 %	7 %	18 %	50 %
Part de plan de restructuration ou de plan de cession						
<i>En sauvegarde</i>	134	67 %	69 %	10 %	40 %	95 %
<i>En redressement judiciaire</i>	134	36 %	37 %	7 %	18 %	61 %

Note : ce tableau présente les statistiques descriptives des 134 tribunaux de commerce sur la période 2010 – 2018. La part de liquidations judiciaires directes indique le nombre de liquidations judiciaires directes par rapport au nombre de liquidations et redressements judiciaires directs. La part de sauvegarde indique le nombre de sauvegardes par rapport au nombre de sauvegardes et de redressements judiciaires directs. La part de sauvegardes converties correspond au nombre de sauvegardes converties par le tribunal par rapport au nombre de sauvegardes ouvertes.

Sources : données du Bodacc, calculs des auteurs

La proportion de sauvegardes converties en redressement judiciaire montre également une hétérogénéité entre les tribunaux, variant de 0 % à 50 %. Cette hétérogénéité est représentée par la Figure 5 qui illustre le taux de conversion moyen des tribunaux pour la période de 2010 à 2018. Les taux de conversion élevés (supérieurs à 21,7 %) se retrouvent partout, au nord et au sud, à l'est et à l'ouest, et ne correspondent pas nécessairement aux tribunaux des grandes villes ni aux territoires ruraux. Par exemple, Toulouse et Lille ont des taux de conversion parmi les plus élevés (29 % et 28 % respectivement) alors que d'autres grandes villes comme Bordeaux et Paris sont dans le deuxième quartile (19 % et 13 % respectivement). Si l'on examine les territoires ruraux²⁴, il est frappant de constater que deux juridictions adjacentes qui traitent avec le même type d'entreprises, Cahors et Aurillac, ont des taux de conversion très différents (5 % et 36 % respectivement). Il en va de même pour les juridictions de Montauban et d'Albi dans le Sud-Ouest de la France (respectivement 3 % et 29 %), deux tribunaux de villes moyennes dans la périphérie de Toulouse.

Figure 5 – Taux de conversion moyen des tribunaux de commerce sur la période 2010-2018



Note : les juridictions des tribunaux de commerce se basent sur les frontières des départements. Les départements sont délimités par les lignes blanches ; les tribunaux de commerce sont représentés par des points noirs. Certains départements disposent de deux tribunaux de commerce ou plus : les juridictions des tribunaux de commerce au sein des départements sont délimitées par les lignes noires. Les départements du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de la Moselle ont été exclus de l'analyse, ainsi que les départements d'outre-mer. La partie supérieure représente la région parisienne. La Figure 5 montre le taux de conversion moyen des procédures de sauvegarde en redressement judiciaire des tribunaux de commerce, par juridiction et sur la période 2010-2018.

Sources : données du Bodacc, calculs des auteurs

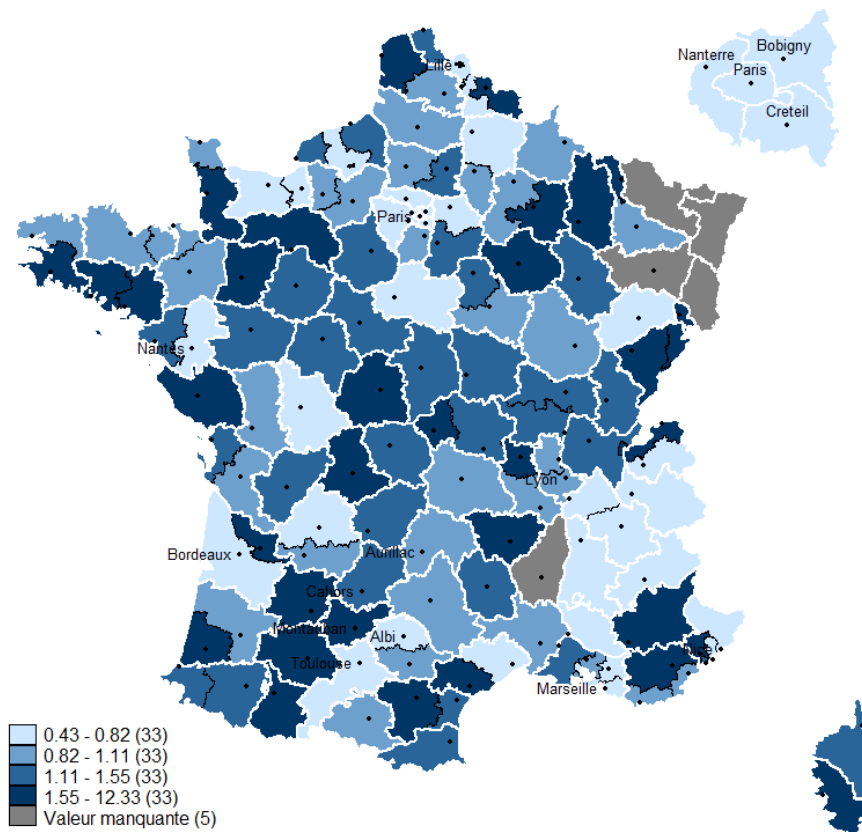
²⁴ Les faillites d'agriculteurs ne font pas partie de notre échantillon, car elles sont traitées par des tribunaux spécialisés (tribunaux de grande instance).

L'hétérogénéité dans le temps

La taille des tribunaux ne varie pas beaucoup dans le temps, que ce soit par rapport au nombre de juges ou au nombre de procédures. Il y a beaucoup plus de variations dans le temps au sein des tribunaux pour d'autres indicateurs, notamment pour les décisions de convertir les procédures de sauvegarde en redressement judiciaire. En réalité, la variation des taux de conversion à l'intérieur d'un tribunal explique 80 % de la variance totale des taux de conversion calculés sur la base tribunal \times année.

La Figure 6 montre la distribution spatiale du coefficient de variation de ce taux de conversion. Comme pour le taux de conversion moyen, la distribution spatiale du coefficient de variation ne suit pas un schéma clair. Les tribunaux adjacents peuvent présenter des coefficients de variation très différents. Par exemple, les tribunaux de Lille et de sa région ont des coefficients de variation qui couvrent tout le spectre. Cependant, les tribunaux des 8 plus grandes villes de France (Paris, Lyon, Marseille, Toulouse, Bordeaux, Lille, Nice, Nantes) ont un coefficient de variation parmi les plus faibles, mais ce ne sont pas nécessairement les plus grands tribunaux. Cette hétérogénéité des taux de conversion au sein des tribunaux peut s'expliquer de trois façons : le roulement régulier des juges non professionnels, la situation économique globale ou locale et potentiellement d'autres facteurs non observables.

Figure 6 – Coefficient de variation des taux de conversion des tribunaux de commerce



Note : voir Figure 5. La Figure 6 illustre le coefficient de variation des taux de conversion annuels des tribunaux de commerce sur la période 2010-2018. Deux départements présentent des valeurs manquantes car leur tribunal n'a pas converti de sauvegarde en redressement judiciaire sur toute la période.

Sources : données du Bodacc, calculs des auteurs

2.3. Stratégie d'identification avec variables instrumentales

Les entreprises en sauvegarde ont plus de chances de parvenir à une solution de continuation que les entreprises dont la sauvegarde est convertie en redressement judiciaire. Ce résultat reste vrai lorsque l'on corrige pour les caractéristiques observables à l'entrée de la procédure par la méthode d'appariement par score de propension. On ne peut cependant exclure que les entreprises dont la sauvegarde est convertie présentent certaines caractéristiques inobservables que nous n'avons pas pu contrôler. Par exemple, ces entreprises peuvent être les plus faibles parce qu'elles subissent un choc négatif (que nous n'observons pas) après l'ouverture de la sauvegarde. Ce choc inobservable est potentiellement de nature à réduire significativement les chances de restructuration et expliquerait l'écart dans les taux de restructuration qui demeure après appariement des entreprises sur la base des caractéristiques observables.

Pour tester cela, nous concentrons à nouveau notre analyse sur les entreprises qui ont initialement déposé une demande de sauvegarde et cherchons à mesurer l'impact de la conversion en redressement judiciaire par la méthode des variables instrumentales.

Suivant Bernstein et al. (2019), la spécification de notre modèle s'écrit :

$$Y_{i,j,t'} = \alpha + \beta \cdot Conversion_{i,j,t'} + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 \Omega_{j,t'} + \mu_t + \mu_j + \epsilon_{i,j,t'} \quad (1)$$

$Y_{i,j,t'}$ est la variable dépendante, la probabilité que l'entreprise i assignée au tribunal j restructure sa dette, t' étant l'année à la fin de la période d'observation, que nous appellerons l'année du jugement. $Conversion_{i,j,t'}$ est une variable indicatrice valant 1 si le cas de sauvegarde i a été converti en redressement judiciaire l'année t' par le tribunal j . Nous souhaitons estimer β , l'effet de la conversion en redressement judiciaire sur $Y_{i,j,t'}$. Nous incluons des effets fixes année d'ouverture de la procédure μ_t et tribunal μ_j . Sous l'hypothèse nulle qu'une conversion en redressement judiciaire n'a aucun effet sur $Y_{i,j,t'}$, β ne devrait pas être statistiquement différent de zéro, tandis qu'un β négatif signifierait que la conversion en redressement judiciaire réduit les chances de restructuration de la dette. Nous utilisons un modèle standard IV-2SLS tel que recommandé dans la littérature (Angrist et Pischke, 2008). Les écarts-types sont corrigés par groupement tribunal \times année du jugement.

En Annexe B, nous considérons également la variable dépendante $Y_{i,j,t'}$ comme étant la survie à l'horizon de deux et cinq ans après qu'un accord de restructuration de la dette a été conclu avec les créanciers de l'entreprise.

$X_{i,t}$ contient les caractéristiques financières de l'entreprise l'année précédant le dépôt de bilan, par exemple ses ratios d'endettement, la structure de son actif, le logarithme de sa taille mesurée par le nombre de salariés, son âge (1 si l'entreprise a plus de 5 ans), son statut « en grande difficulté financière » et des effets fixes relatifs à son secteur et à sa nature juridique. Tous ces contrôles proviennent des derniers bilans et comptes de résultat de l'entreprise l'année précédant l'entrée en procédure. $\Omega_{j,t'}$ contient des variables de contrôle locales prises l'année du jugement. Elles comprennent le taux de chômage du département, la part des liquidations judiciaires directes dans le nombre total de procédures du tribunal, et le logarithme du nombre de procédures du tribunal. Ce sont des indicateurs de la situation économique locale au niveau du tribunal.

Malgré tous ces contrôles, il subsiste un potentiel biais d'endogénéité. La conversion d'une procédure de sauvegarde suggère une détérioration de la santé financière de l'entreprise, ce qui réduit mécaniquement ses chances de survie. Nous pallions ce problème en identifiant l'effet causal de la conversion en redressement judiciaire sur les chances qu'a l'entreprise de se restructurer par la méthode des variables instrumentales. Nous construisons notre instrument à partir de l'hétérogénéité des tribunaux de commerce dans leur propension à convertir les cas de sauvegarde en redressement judiciaire.

L'instrument

Notre instrument se construit comme suit :

$$\phi_{i,j,t'} = \frac{\#conversion_{j,t'} - 1(\text{converted}_{i,t'} = 1)}{\#cases_{j,t'} - 1} \quad (2)$$

où $\phi_{i,j,t'}$ est le taux de sauvegardes converties en redressement judiciaire par le tribunal j à l'année t' , excluant le cas de sauvegarde présent i . Cette mesure permet de corriger de la relation qui relie mécaniquement, pour un cas donné, l'instrument à sa décision de le convertir (Maestas *et al.*, 2013). Pour tenir compte du fait que dans chaque tribunal un grand nombre de juges est renouvelé chaque année civile, $\phi_{i,j,t'}$ est estimé par année de jugement t' . Comme les procédures ouvertes en 2016 peuvent être jugées jusqu'en 2018, l'instrument couvre la période 2010-2018. La validité de l'instrument repose sur un certain nombre d'hypothèses qui sont examinées ci-après.

Un tribunal de commerce est compétent à recevoir une entreprise en procédure de faillite s'il est situé sur le même territoire que le siège social de l'entreprise. Ainsi, une entreprise n'a pas le choix de son tribunal (ce qui empêche toute possibilité de « *forum shopping* »). Une entreprise pourrait cependant choisir l'emplacement de son siège social en fonction des préférences du tribunal de commerce. Nous n'avons aucune preuve que c'est effectivement le cas. Les études empiriques visant à expliquer la manière dont les entreprises choisissent leur localisation en France, telles que Houdebine et Schneider (1997) et Costes (2008), ne tiennent même pas compte de cette possibilité, ne considérant que les déterminants classiques d'implémentation tels que les taxes, subventions et politiques locales et les économies d'agglomération. En ce qui concerne notre échantillon, nous n'avons identifié qu'une seule entreprise dont le changement de localisation (au cours des trois années précédant la demande d'ouverture de sauvegarde) a entraîné un changement dans l'assignation au tribunal.

Ensuite, nous devons nous assurer qu'il n'y a pas non plus de « *time shopping* ». Cela est peu probable, car lorsqu'une entreprise fait face à des difficultés financières suffisamment graves pour permettre l'entrée en sauvegarde, le délai dont elle dispose pour déposer sa demande est très limité. Une entreprise qui attend trop longtemps pour le faire pourrait tout simplement perdre l'accès à cette procédure et n'avoir finalement accès qu'au redressement judiciaire. Pour exclure la possibilité d'un « *time shopping* », nous pouvons vérifier si la tendance des entreprises à entrer une sauvegarde n'est pas corrélée négativement aux taux de conversion actuels ou passés du tribunal qui leur est assigné. Ce test est présenté dans le Tableau A.1 en annexe, où la variable dépendante est la part des entrées en sauvegarde

annuelle du tribunal. Aucune corrélation significative entre le taux de conversion et la variable dépendante n'apparaît.

Au niveau de l'entreprise, nous vérifions si la propension du tribunal à convertir les procédures de sauvegarde en redressement judiciaire a une incidence sur la décision pour les entreprises d'entrer en sauvegarde. Par exemple, les entreprises pourraient être découragées de déposer une demande de sauvegarde si elles savent que leur tribunal a un taux de conversion élevé. Nous vérifions cette hypothèse en examinant la corrélation entre la probabilité qu'une entreprise demande une ouverture de sauvegarde au lieu du redressement judiciaire et le taux de conversion présent et ou passé de son tribunal. Les résultats du Tableau A.2 en annexe montrent qu'il n'y a pas non plus de corrélation significative.

Nous pouvons alors considérer l'assignation d'une entreprise à un tribunal \times année comme s'il s'agissait d'une assignation aléatoire et, après contrôle de l'année d'entrée en procédure et des caractéristiques observables de l'entreprise et de son tribunal, nous pouvons utiliser les taux de conversion annuels du tribunal comme source de variation²⁵ exogène de la probabilité qu'un cas donné soit converti.

Le modèle

La première étape de notre estimation par variable instrumentale est la suivante :

$$Conversion_{i,j,t'} = \rho + \pi \cdot \phi_{i,j,t'} + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 \Omega_{j,t'} + \mu_t + \mu_j + \epsilon_{i,j,t'} \quad (3)$$

où $Conversion_{i,j,t'}$ est une variable indicatrice qui vaut 1 si l'entreprise i a été convertie en redressement judiciaire l'année t' dans le tribunal j . Le coefficient π mesure l'impact la propension du tribunal de commerce à convertir $\phi_{i,j,t'}$ sur la probabilité qu'un cas soit effectivement converti.

La deuxième étape est estimée comme suit :

$$Y_{i,j,t'} = \alpha + \beta \cdot \widehat{Conversion}_{i,j,t'} + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 \Omega_{j,t'} + \mu_t + \mu_j + \epsilon_{i,j,t'} \quad (4)$$

où $\widehat{Conversion}_{i,j,t'}$ sont les valeurs prédites par la régression de la première étape. Cette équation est similaire à l'équation (1), sauf que la variation de $\widehat{Conversion}_{i,j,t'}$ provient de la variation exogène introduite par la propension du tribunal à convertir. Si l'instrument est valide, alors β saisit l'effet causal de la conversion sur la probabilité de restructuration de la dette. Cet effet est un effet de traitement local moyen (« *Local Average Treatment Effect* », Angrist et al., 1996).

Des effets fixes μ_j sont introduits dans les équations (3) et (4) pour contrôler des caractéristiques non observables des tribunaux et/ou des entreprises sous leur juridiction. Comme nous l'avons vu plus haut, l'hétérogénéité des taux de conversion est une combinaison de l'hétérogénéité entre les tribunaux et de l'hétérogénéité dans le temps au sein de chaque tribunal. La présence d'effets fixes tribunal, en plus de l'instrument calculé sur une base tribunal \times année, ne permet pas d'exploiter l'hétérogénéité des pratiques de

²⁵ Epaulard et Zapha (2019) montrent que la variation du taux de conversion subsiste même après contrôle pour les caractéristiques spécifiques des entreprises et des conditions économiques locales au niveau du tribunal \times année.

conversion entre tribunaux. L'estimation de l'impact de la conversion se fonde uniquement sur les variations des taux de conversion dans le temps au sein de chaque tribunal.

2.4. Résultats de première étape

Le taux de conversion du tribunal, comme le montre le Tableau 5, est fortement corrélé avec la probabilité de conversion en redressement judiciaire. La force de l'instrument mesurée par la F-statistique est d'environ 30, au-dessus du seuil de 10 suggéré par Staiger et Stock (1997). Le coefficient de l'instrument est statistiquement significatif au niveau de 1 % et robuste à l'introduction de multiples contrôles : l'estimation varie de 0,235 sans variables de contrôle autres que les effets fixes tribunal, année, secteur et nature juridique (colonne (1)) à 0,230 lorsque tous les contrôles et effets fixes sont inclus (colonne (3)). Cette dernière spécification est notre estimation préférée de première étape. Le coefficient de 0,230 implique qu'à la hausse d'un écart-type (33,3 %) du taux de conversion, la probabilité d'être converti augmente de 7,5 %. C'est plus de la moitié de la propension inconditionnelle de 12,7 %.

Tableau 5 – Résultats de première étape

Variable dépendante	Conversion en redressement judiciaire		
	(1)	(2)	(3)
Taux d'autres cas convertis	0,242*** (5,46)	0,240*** (5,56)	0,230*** (5,42)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>			
Ln(#employés)		0,0240*** (5,96)	0,0235*** (5,82)
Âge (> 5 ans)		-0,0157* (-1,76)	-0,0139 (-1,57)
En grande difficulté financière		0,0178** (2,06)	0,0178** (2,06)
Immobilisations / actif		-0,0107 (-0,62)	-0,00886 (-0,51)
Immobilisations financières / immobilisations		0,0144 (0,79)	0,0131 (0,89)
Dette totale / actif		0,00322 (0,45)	0,00311 (0,43)
Dette fournisseur / dette		0,0112 (0,42)	0,0115 (0,43)
Effets fixes secteur	Oui	Oui	Oui
Effets fixes nature juridique	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>			
Taux de chômage			-3,033 (-1,49)
Part de liquidations directes			0,109 (1,13)
Ln(#procédures)			0,187*** (4,30)

Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui
Observations	6 334	6 334	6 334
R ² ajusté	0,0072	0,015	0,018
F-stat	29,83	30,90	29,43

Note : le tableau présente les résultats des régressions de la première étape. La variable dépendante est une indicatrice qui vaut 1 si l'entreprise est convertie en redressement judiciaire. L'instrument est le taux d'autres cas convertis : la part des sauvegardes converties par le tribunal de commerce chaque année, excluant le cas présent. Le modèle est robuste à l'introduction de variables de contrôle au niveau de l'entreprise et au niveau local (colonnes (2) et (3)). Toutes les spécifications contiennent 134 effets fixes tribunal de commerce et 7 effets fixes année d'ouverture de la procédure, ainsi que des effets fixes secteur et nature juridique. Les écart-types entre parenthèses sont corrigés par groupement tribunal × année de jugement. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Comme le souligne Angrist *et al.* (1996), l'effet causal de l'instrument sur la probabilité d'être convertie en redressement judiciaire ne peut être généralisé à l'ensemble des entreprises en sauvegarde. L'impact de la conversion mesuré (β dans l'équation (4)) n'est valable que pour les entreprises qui sont sensibles aux préférences de leur tribunal : les entreprises marginales. Suivant l'analyse de Maestas *et al.* (2013), comme notre traitement est binaire, la proportion des entreprises marginales est égale au coefficient de première étape multiplié par la fourchette de l'instrument (dans notre cas, 1).

Ainsi, dans nos données, 23,0 % des entreprises qui déposent une demande de sauvegarde peuvent, ou non, être converties en redressement judiciaire du fait de la seule propension de leur tribunal à convertir. La moyenne de conversion étant de 12,7 %, 2,9 % des entreprises qui déposent une demande de sauvegarde sont donc converties en raison de cette propension, et 20,1% ne le sont pas pour la même raison. Cela implique également que, quelle que soit l'année × tribunal auquel elles sont affectées, 9,8 % des entreprises entrant en sauvegarde seraient toujours converties en redressement judiciaire et 67,2 % ne seraient jamais converties.

L'analyse ci-dessus n'est vraie que si l'hypothèse de monotonie est vérifiée. Cette hypothèse implique que toutes les entreprises marginales doivent être influencées de la même manière par un tribunal de commerce donné (la probabilité d'être convertie augmente ou diminue pour toutes les entreprises qui sont assignées à un même tribunal). Dans notre contexte, les sous-échantillons doivent avoir un coefficient non négatif en première étape.

Cette analyse est effectuée dans le Tableau 6 où nous reproduisons la première étape sur un certain nombre de sous-échantillons construits selon le secteur d'activité, l'âge, la taille et les ratios financiers de l'entreprise. Le coefficient de l'instrument est positif et significatif dans tous les sous-échantillons et ne varie pas beaucoup, ce qui tend à confirmer l'hypothèse de monotonie.

Tableau 6 – Hétérogénéité des résultats de première étape

	Observations (1)	Part de sauvegardes converties (2)	Coefficient du taux de conversion (3)	T-stat (4)	F-stat (5)	Part de « toujours converties » (6)
Échantillon total	6 334	12,7 %	0,230***	5,4	29,4	9,8 %
Employés						
0-9	3 406	8,6 %	0,158***	3,6	13,1	7,2 %
1-50	2 331	16,9 %	0,284***	4,5	20,0	12,1 %
> 50	597	19,9 %	0,336***	2,3	20,0	13,2 %
Secteur						
Construction	912	14,6 %	0,318***	3,2	10,4	10,0 %
Commerce	1 694	11,2 %	0,265***	3,8	14,1	8,2 %
Services	2 699	10,6 %	0,181***	3,0	9,3	8,7 %
Autres	1 027	19,1 %	0,215***	2,0	3,9	15,0 %
Âge						
5 ans ou moins	2 593	11,5 %	0,237***	4,1	16,6	8,8 %
Plus de 5 ans	3 741	13,5 %	0,227***	4,3	18,7	10,5 %
En grande difficulté financière						
Non	2 642	10,3 %	0,258***	4,3	18,3	7,7 %
Oui	3 692	14,4 %	0,196***	3,9	15,0	11,6 %
Immobilisations / actif						
Inférieur à la médiane	3 167	11,6 %	0,230***	4,5	19,8	10,9 %
Supérieur à la médiane	3 167	13,8 %	0,171***	3,0	9,2	9,3 %
Immobilisations financières / immobilisations						
Inférieur à la médiane	3 167	12,8 %	0,145***	2,7	7,0	9,9 %
Supérieur à la médiane	3 167	12,7 %	0,299***	5,3	28,1	9,7 %
Dettes totale / actif						
Inférieur à la médiane	3 167	12,8 %	0,194***	3,8	14,4	10,3 %
Supérieur à la médiane	3 167	12,7 %	0,261***	4,8	23,0	9,4 %
Dettes fournisseur / dette						
Inférieur à la médiane	3 167	10,9 %	0,242***	4,7	21,9	8,3 %
Supérieur à la médiane	3 167	14,5 %	0,221***	4,1	16,7	11,3 %

Note : ce tableau montre les régressions de première étape de la colonne (3) du Tableau 4 effectuées sur plusieurs sous-échantillons. Les entreprises sont divisées par caractéristiques financières. Par sous-échantillon, la colonne (1) indique le nombre d'entreprises, la colonne (2) la part des sauvegardes converties, la colonne (3) le coefficient de l'instrument, interprété comme étant la part des entreprises marginales, les colonnes (4) et (5) les t-statistique et F-statistique, et la colonne (6) la part des entreprises qui seraient toujours converties indépendamment du tribunal. En raison de la colinéarité, certaines observations ont été omises dans les sous-échantillons par branche d'activité, dont le total ne s'élève pas à 6 334. La catégorie « Autres » comprend les secteurs de l'industrie et du transport. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

2.5. La condition d'exclusion

Étant donné que le tribunal a un rôle à jouer non seulement dans la conversion mais aussi dans la renégociation de la dette, nous devons vérifier que la condition d'exclusion est remplie. Cette condition exige que, bien que la propension du tribunal à convertir influe effectivement sur la probabilité que l'entreprise soit convertie, elle ne doit pas avoir d'effet direct sur la probabilité que l'entreprise parvienne à un accord de restructuration avec ses créanciers. Elle exige également qu'aucune variable omise n'ait une incidence à la fois sur le taux de conversion et sur la probabilité qu'un accord de restructuration avec les créanciers soit trouvé.

Dans notre modèle, il existe un risque potentiel que la condition d'exclusion ne soit pas remplie : il est en effet possible que des facteurs économiques locaux influencent à la fois le taux de conversion et la probabilité de conclure un accord avec les créanciers. Cette situation pourrait être vérifiée si, en période de mauvaise conjoncture économique, les entreprises en restructuration étaient plus susceptibles d'être liquidées et les entreprises de sauvegarde plus susceptibles d'entrer en cessation des paiements, donc d'être converties en redressement judiciaire (et inversement en période de conjoncture favorable).

En théorie, la condition d'exclusion ne peut pas être vérifiée dans les données. En effet, il est difficile de vérifier que l'effet de l'instrument sur le critère de jugement est exclusivement transmis via le traitement. Dans notre contexte, il est cependant possible de le tester sur une autre population d'entreprises semblable à celle considérée ici : les entreprises qui sont entrées en redressement judiciaire directement. Comme les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire sont très similaires, on peut supposer que le processus menant à la restructuration de la dette d'une entreprise est similaire dans les deux procédures et que les conditions économiques locales jouent le même rôle quelle que soit la procédure.

Nous estimons l'équation (5), qui est la forme réduite de notre modèle, sur l'échantillon d'entreprises entrant directement en redressement judiciaire.

$$Y_{i,j,t'} = \alpha + \beta \cdot \phi_{i,j,t'} + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 \Omega_{j,t'} + \mu_t + \mu_j + \epsilon_{i,j,t'} \quad (5)$$

Le Tableau 7 page suivante présente dans la colonne (1) les résultats de l'estimation menée sur toutes les entreprises entrées directement en redressement judiciaire, et en colonne (2) sur le sous-échantillon des entreprises dont le dépôt de déclaration de cessation des paiements était volontaire. Les déclarants volontaires sont plus semblables aux entreprises en sauvegarde puisqu'ils sont susceptibles d'être plus proactifs face aux difficultés financières, comparativement aux entreprises dont la saisine a été effectuée par le tribunal ou les créanciers de l'entreprise. Les résultats montrent que les coefficients ne sont pas statistiquement significatifs : notre instrument n'est pas corrélé avec la probabilité de restructuration de la dette en redressement judiciaire. Cela laisse à penser que les chances de parvenir à un accord de restructuration de la dette ne sont pas liées à la propension du tribunal à convertir. On peut donc considérer que la condition d'exclusion est respectée.

Tableau 7 – Condition d'exclusion

Variable dépendante	Plan de restructuration de la dette en RJ (Oui/Non)	
	Tous les RJ (1)	Dépôts de bilan (2)
Taux de conversion	-0,00245 (-0,13)	-0,00746 (-0,38)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>		
Ln(#employés)	0,00735*** (3,87)	0,00224 (1,02)
Âge (> 5 ans)	0,133*** (33,41)	0,123*** (24,20)
En grande difficulté financière	-0,0251*** (-6,07)	-0,0411*** (-7,88)
Immobilisations / actif	0,00499 (0,82)	0,00172 (0,66)
Immobilisations financières / immobilisations	-0,0186 (-1,42)	-0,0596*** (-5,42)
Dette totale / actif	-0,0190*** (-4,31)	-0,0128*** (-3,84)
Dette fournisseur / dette	-0,123*** (-11,57)	-0,110*** (-8,84)
Effets fixes secteur	Oui	Oui
Effets fixes nature juridique	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>		
Taux de chômage	6,515*** (3,71)	-1,838 (-1,04)
Part de liquidations directes	-0,0490 (-0,52)	-0,117 (-1,20)
Ln(#procédures)	-0,343*** (-7,50)	-0,288*** (-6,01)
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui
Observations	66 927	39 607
R ² ajusté	0,054	0,071

Note : ce tableau présente un test pour la condition d'exclusion. Nous utilisons la forme réduite de notre modèle (équation (7)) avec comme variable dépendante une indicatrice valant 1 en cas d'obtention d'un plan de restructuration de la dette en redressement judiciaire. Nous supposons que si le taux de conversion n'a pas d'impact sur la restructuration de la dette en redressement judiciaire, elle n'en aura pas non plus en sauvegarde, qui est très similaire. La colonne (1) présente les résultats de la régression menée sur l'échantillon de toutes les entreprises entrées en redressement judiciaire, la colonne (2) restreint l'échantillon aux dépôts de déclaration de cessation des paiements volontaires. Ces derniers se rapprochent davantage des entreprises en sauvegarde, car ils sont susceptibles d'être plus proactifs en cas de difficultés financières. Les écarts-types entre parenthèses sont corrigés par groupement tribunal × année de jugement. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Source : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

2.6. Principaux résultats et robustesse

L'impact de la conversion en redressement judiciaire sur la restructuration de la dette

Nous étudions à présent la façon dont la conversion influe sur la probabilité que l'entreprise parvienne à un accord de restructuration de sa dette avec ses créanciers.

Les estimations de deuxième étape (équation (4)) sont rapportées colonne (2) du Tableau 8 (page suivante). La colonne (1) rapporte l'estimation par MCO. Selon l'estimation linéaire, la conversion est associée à une baisse d'environ 47 points de pourcentage de probabilité de restructuration de la dette. Selon nos estimations par variable instrumentale, la conversion se traduit par une baisse de 76 points de pourcentage de la probabilité de restructuration de la dette. Ainsi, la prise en compte du biais de sélection produit une estimation plus élevée de l'effet de la conversion en redressement judiciaire sur la probabilité d'une restructuration de la dette. Plus l'entreprise est grande et âgée, et plus il est probable qu'elle parvienne à un accord avec ses créanciers. En ce qui concerne les résultats financiers, une part élevée d'immobilisation dans l'actif est associée à une plus grande probabilité de parvenir à un accord, alors que ni le niveau d'endettement ni la composition de la dette ne semblent avoir d'importance. Le statut « en grande difficulté financière » est associé à une probabilité moindre de restructuration de la dette. Les variables de contrôles annuelles de la situation économique locale ne sont pas significatives.

Sur la base de ces résultats, nous pouvons conclure que pour les entreprises marginales, la conversion en redressement judiciaire réduit considérablement les chances de parvenir à un accord de restructuration de la dette. Le mécanisme pourrait être le suivant :

Considérons qu'il existe deux types de parties prenantes de l'entreprise : les parties prenantes sophistiquées (principaux créanciers et principaux fournisseurs qui étaient déjà impliqués dans la procédure de sauvegarde) et les parties prenantes moins sophistiquées (clients, clients potentiels, fournisseurs potentiels et même employés dans certains cas). Les parties prenantes sophistiquées sont informées de la situation financière globale de l'entreprise ; la conversion en redressement judiciaire indique qu'elle fait partie des entreprises en sauvegarde dont la situation financière est la plus fragile. Ce signal pourrait réduire leur volonté de parvenir à un accord de restructuration de la dette. De plus, ces parties prenantes informées savent que la conversion en redressement judiciaire procure de nouvelles informations aux parties prenantes moins informées. Étant donnée la mauvaise réputation du redressement judiciaire, ces parties prenantes moins informées peuvent décider de ne plus passer de contrat avec l'entreprise, quelle que soit sa situation financière exacte²⁶. Cela peut enclencher un mécanisme auto-réalisateur qui détériore davantage la situation de l'entreprise et réduit ses chances de parvenir à un accord avec ses créanciers²⁷. Ce mécanisme se rapproche, au moins en partie, de celui mis en évidence par Sautner et Vladimirov (2018). Dans cet article, ils montrent que les entreprises financièrement vulnérables ont un meilleur accès au crédit et un meilleur chiffre d'affaires dans les régimes de faillite qui offrent une meilleure protection du crédit.

²⁶ À titre d'exemple, Hortaçsu *et al.* (2013) montrent que les difficultés financières des constructeurs automobiles américains influencent le prix à la baisse de leurs produits sur le marché de seconde main.

²⁷ Les prophéties auto-réalisatrices ont été étudiées dans le contexte des jugements de continuation, voir Tucker *et al.* (2003) et Meeks et Meeks (2009).

Tableau 8 – Principaux résultats – obtention d'un plan de restructuration ou d'un plan de cession

Variable dépendante	Plan de restructuration de la dette (Oui/Non)		Plan de restructuration de la dette ou plan de cession	
	MCO	VI/2MCO	MCO	VI/2MCO
	(1)	(2)	(1)	(2)
Conversion en RJ	-0,473*** (-23,83)	-0,764*** (-4,05)	-0,358*** (-17,06)	-0,723*** (-3,86)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>				
Ln(#employés)	0,0494*** (9,84)	0,0562*** (8,70)	0,054*** (10,60)	0,0621*** (9,47)
Age (> 5 ans)	0,125*** (9,25)	0,122*** (8,75)	0,127*** (9,19)	0,122*** (8,51)
En grande difficulté financière	-0,0666*** (-5,21)	-0,0611*** (-4,63)	-0,0652*** (-5,02)	-0,0583*** (-4,33)
Immobilisations / actif	0,104*** (4,39)	0,101*** (4,21)	0,119*** (5,04)	0,115*** (4,77)
Immobilisations financières / immobilisations	-0,0454* (-2,10)	-0,0415 (-1,89)	-0,0460** (-2,09)	-0,0411* (-1,83)
Dette totale / actif	-0,0277* (-2,05)	-0,0269* (-1,99)	-0,254* (-1,85)	-0,0244* (-1,77)
Dette fournisseur / dette	-0,0558 (-1,64)	-0,0530 (-1,52)	-0,0504 (-1,45)	-0,0468 (-1,31)
Effets fixes secteur	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes nature juridique	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>				
Taux de chômage	4,301 (1,77)	3,151 (1,24)	4,085* (1,72)	2,643 (1,04)
Part de liquidations directes	0,0189 (0,13)	0,0630 (0,09)	-0,0459 (-0,31)	0,00937 (0,06)
Ln(#procédures)	-0,205** (-3,24)	-0,145* (-2,03)	-0,193*** (-2,94)	-0,118 (1,60)
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	6 334	6 334	6 334	6 334
R ² ajusté	0,175	0,098	0,156	0,057

Note : la variable dépendante est une indicatrice égale à 1 si l'entreprise a conclu un accord de restructuration de la dette avec ses créanciers. *Conversion* est une variable indicatrice égale à 1 si l'entreprise en sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire. La régression dans la colonne (1) est estimée par MCO ; la régression dans la colonne (2) est estimée par VI-2MCO en utilisant comme instrument le taux de conversion annuel du tribunal (voir Tableau 4 colonne (3)). Toutes les régressions contiennent l'ensemble des contrôles et des effets fixes utilisés dans la colonne (3) du Tableau 4. Les écarts-types entre parenthèses sont corrigés par groupement tribunal × année de jugement. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Tests de robustesse

Avec différents échantillons

Différents tests de robustesse sont effectués pour s'assurer de la validité de nos résultats. Nous ré-estimons les équations (3) et (4) sur trois échantillons légèrement différents. L'interprétation du modèle est résumée par les équations (3) et (4) et repose sur l'hypothèse que les entreprises dont la sauvegarde est convertie en redressement judiciaire sont les plus fragiles. Or, dans notre échantillon, certaines entreprises en sauvegarde sont liquidées dans les 6 premiers mois de la période d'observation sans même être converties en redressement judiciaire. Si ces entreprises sont effectivement les plus fragiles, nous devons les exclure de l'analyse. Nous retirons d'abord de notre échantillon les 240 cas de sauvegarde qui sont liquidés sous 3 mois et recalculons l'instrument en conséquence. Les résultats des première et deuxième étapes sont présentés dans les colonnes (1) et (2) du Tableau 9. L'élimination de ces 240 cas n'a pas d'incidence sur les estimations des première et deuxième étapes. La suppression de 429 cas de sauvegarde supplémentaires liquidés entre le 3^e et le 6^e mois de la procédure donne des résultats similaires (voir colonnes (3) et (4)).

Tableau 9 – Tests de robustesse

Spécification	VI-2MCO excluant les cas de sauvegarde liquidés sous 3 mois		VI-2MCO excluant les cas de sauvegarde liquidés sous 6 mois		VI-2MCO excluant les 50 % plus petits tribunaux	
	1 ^{re} étape Conversion (1)	2 ^e étape Plan de restructuration (2)	1 ^{re} étape Conversion (3)	2 ^e étape Plan de restructuration (4)	1 ^{re} étape Conversion (5)	2 ^e étape Plan de restructuration (6)
Taux d'autres cas convertis	0,241*** (5,58)		0,257*** (5,65)		0,252*** (4,21)	
Conversion en RJ		-0,729*** (-4,32)		-0,550*** (-3,66)		-0,597** (-2,43)
Variables de contrôle entreprises	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Variables de contrôles locales annuelles	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes tribunal	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	6 094	6 094	5 665	5 665	5 179	5 179
R ² ajusté	0,019	0,131	0,022	0,201	0,025	0,146
F-stat	31,15		31,87		17,73	

Note : nous présentons dans ce tableau les variations de la spécification principale introduites dans les équations (3) et (4). Tout d'abord, nous retirons de notre échantillon 240 entreprises en sauvegarde qui ont été liquidées au cours des 3 premiers mois de la période d'observation. L'estimation de première étape affichée dans la colonne (1) utilise comme instrument le taux de conversion calculés sur ce nouvel échantillon de 6 094 sauvegardes. L'estimation de deuxième étape est indiquée en colonne (2). Ensuite, nous supprimons 429 sauvegardes supplémentaires qui ont été liquidées entre le 3^e et le 6^e mois de la période d'observation. La colonne (3) présente l'estimation de première étape et utilise comme instrument le taux de conversion annuel calculé sur les 5 665 sauvegardes restantes. L'estimation de deuxième étape est présentée colonne (4). Enfin, dans les colonnes (5) et (6), nous excluons les 1 155 sauvegardes assignées aux 50 % plus petits tribunaux de commerce. Toutes les régressions contiennent l'ensemble des contrôles et des effets fixes utilisés dans la colonne (3) du Tableau 4. Les écarts-types entre parenthèses sont corrigés par groupement tribunal × année de jugement. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

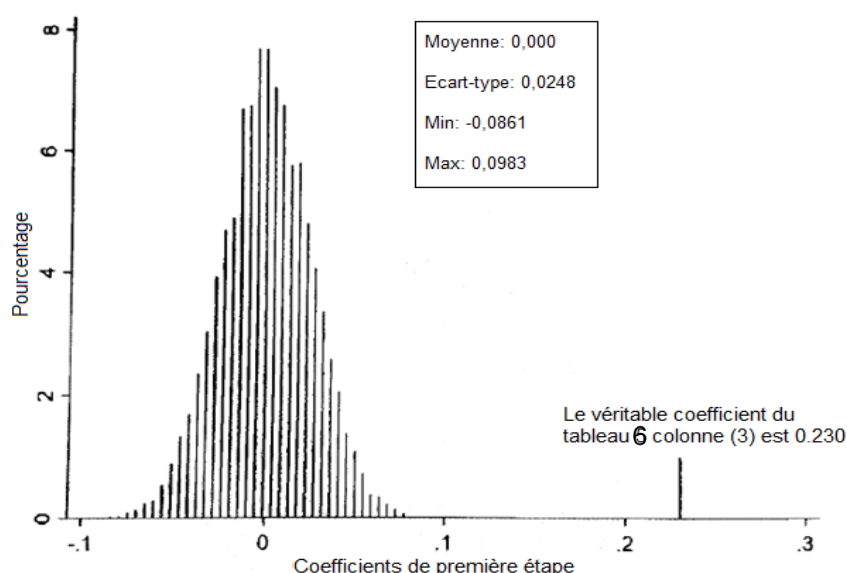
Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Une autre préoccupation pourrait provenir du fait que nos résultats ne s'expliquent que grâce aux petits tribunaux, ceux qui traitent chaque année d'un petit nombre de procédures de sauvegarde. En effet, la variation dans le temps du taux de conversion est plus élevée dans les petits tribunaux que dans les grands. Pour vérifier que cela n'affecte pas nos résultats, nous reproduisons nos estimations en ne considérant que les entreprises assignées aux 50 % plus grands tribunaux (en termes d'ouvertures de sauvegarde sur la période 2010 – 2016). Cela correspond à 5 179 cas de sauvegarde dont 12,4 % sont convertis en redressement judiciaire. Les résultats sont présentés dans les colonnes (5) et (6) du Tableau 9. Les résultats de la première étape sont très similaires aux précédents, et l'impact de la conversion sur les chances de parvenir à un accord de restructuration de la dette est d'environ -60 %.

Modèle placebo

Nous effectuons un test placebo pour exclure la possibilité que nos résultats soient le fruit du hasard. Nous substituons notre instrument par un instrument placebo qui assigne aléatoirement les valeurs du taux de conversion dans l'échantillon. Nous reproduisons l'équation de première étape de notre spécification préférée (colonne (3) du Tableau 4) avec cet instrument attribué au hasard 10 000 fois. Dans le cas où nous trouvons des résultats similaires dans ces régressions, nous nous interrogerions sur la validité de notre stratégie d'identification. La Figure 7 illustre la distribution des 10 000 coefficients π des régressions placebo. En moyenne, le coefficient de l'instrument attribué au hasard est nul. Le coefficient de notre véritable instrument (0,230) est d'environ dix écarts-types (0,0248) au-dessus de la moyenne (0,000) et bien au-dessus de l'estimation maximale de la distribution (0,0983). Bien que ces résultats ne prouvent pas la validité de notre instrument, ils apaisent les craintes que nos principaux résultats ne reflètent que le hasard.

Figure 7 – Test placebo



Note : cette figure représente la distribution du coefficient associé à l'instrument placebo avec lequel la régression de première étape a été reproduite 10 000 fois. L'instrument placebo prend les valeurs du taux de conversion de manière aléatoire dans l'échantillon. Les régressions contiennent l'ensemble des contrôles et effets fixes de la colonne (3) du Tableau 4.

Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Tribunal assigné vs tribunal le plus proche

Nous avons mis en place une expérience supplémentaire où nous retirons les effets fixes tribunaux. Cela nous permet d'utiliser toute la variation des taux de conversion, à la fois entre tribunaux et au sein des tribunaux. Sans aucun autre contrôle, le coefficient π de l'équation (3) serait biaisé car notre instrument engloberait à la fois la préférence du tribunal pour la conversion ainsi que d'autres caractéristiques locales. Pour réduire ce biais, nous exploitons le fait que, bien que les entreprises soient assignées à un tribunal en fonction de leur emplacement, étant données les frontières administratives, une proportion importante d'entreprises (19 %) sont géographiquement plus proches d'un tribunal différent de celui auquel elles sont assignées. Par exemple, on peut considérer une entreprise au nord-est de la juridiction de Cahors. Cette entreprise sera plus proche du Tribunal de commerce d'Aurillac que de celui de Cahors auquel elle est rattachée (voir Figure 5).

Pour différencier les entreprises pour lesquelles le tribunal assigné n'est pas le plus proche des autres entreprises, nous construisons TP , une indicatrice égale à 1 si le tribunal assigné est le plus proche et 0 sinon. Considérons l'équation suivante de première étape :

$$\begin{aligned} \text{Conversion}_{i,j,t'} &= \pi_1 \cdot \phi_{i,j,t'} \times TP + \pi_2 \cdot \phi_{i,j,t'} \times (1 - TP) + \pi_3 \cdot \phi'_{i,j',t'} \times (1 - TP) \\ &+ \gamma_{21} \Omega_{j,t'} \times TP + \gamma_{22} \Omega_{j,t'} \times (1 - TP) + \gamma_{23} \Omega_{j',t'} \\ &\times (1 - TP) \quad (6) + \gamma_1 X_{i,t} + \mu_t + \mu_a + \epsilon_{i,j,t'} \end{aligned}$$

où $\phi_{i,j,t'}$ est le taux d'autres cas convertis à l'année t' par le tribunal j auquel l'entreprise i est assignée, et $\phi'_{i,j',t'}$ est le taux de conversion du tribunal le plus proche j' de l'entreprise i à l'année t' . Nous retirons les effets fixes tribunaux et incluons des effets fixes Cour d'appel μ_a . Nous sommes intéressés par les coefficients π_1 , π_2 , π_3 . Comme vu plus haut, π_1 est probablement biaisé car l'instrument englobe à la fois les préférences du tribunal ainsi que d'autres caractéristiques locales. Ce n'est cependant pas le cas pour π_2 puisqu'il est estimé sur les entreprises qui ne sont pas assignées au tribunal le plus proche : leur conversion dépend de la préférence annuelle pour la conversion de leur tribunal assigné mais beaucoup moins des autres caractéristiques locales. Nous nous attendons donc à ce que π_1 soit supérieur à π_2 . De plus, si les caractéristiques locales non observables reflétées dans l'instrument sont importantes, on pourrait s'attendre à ce que π_3 soit positif et significatif.

L'équation de deuxième étape est la suivante :

$$Y_{i,j,t'} = \alpha + \beta \cdot \widehat{\text{Conversion}}_{i,j,t'} + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 \Omega_{j,t'} + \mu_t + \mu_a + \epsilon_{i,j,t'} \quad (7)$$

Les résultats sont présentés Tableau 10. L'estimation de première étape montre que l'impact du taux de conversion du tribunal est plus ou moins la même que dans le Tableau 5. Notamment, pour les entreprises dont le coefficient n'est pas biaisé, le coefficient π_2 varie de 0,268 sans variable de contrôle au niveau local à 0,226 avec tous les contrôles (colonnes (1) et (3)) très proche du 0,230 de notre spécification préférée Tableau 5. On remarque que le coefficient π_1 est légèrement supérieur à π_2 et π_3 n'est pas significatif.

Les colonnes (2) et (4) du Tableau 10 présentent les estimations de deuxième étape correspondantes. L'impact de la conversion en redressement judiciaire est à peu près le

même que dans le Tableau 8, la conversion en redressement judiciaire réduit la probabilité de parvenir à un accord de restructuration d'environ 70 %.

Tableau 10 – Test tribunal assigné vs tribunal le plus proche

Variable dépendante	1 ^{re} étape	2 ^e étape	1 ^{re} étape	2 ^e étape
	Conversion (1)	Plan de restructuration (2)	Conversion (3)	Plan de restructuration (4)
Taux d'autres cas convertis du tribunal assigné × <i>TP</i>	0,328*** (7,87)		0,334*** (7,64)	
Taux d'autres cas convertis du tribunal assigné × (1 – <i>TP</i>)	0,268*** (3,95)		0,226*** (2,99)	
Taux d'autres cas convertis du tribunal le plus proche × (1 – <i>TP</i>)	-0,102 (-0,84)		-0,116*** (-0,90)	
Conversion en RJ		-0,706*** (-5,18)		-0,693*** (-5,03)
Variables de contrôle entreprises	Oui	Oui	Oui	Oui
Variables de contrôles locales annuelles du tribunal assigné × <i>TP</i>	Non	Non	Oui	Oui
Variables de contrôles locales annuelles du tribunal assigné × (1 – <i>TP</i>)	Non	Non	Oui	Oui
Variables de contrôles locales annuelles du tribunal le plus × (1 – <i>TP</i>)	Non	Non	Oui	Oui
Effets fixes tribunal	Non	Non	Non	Non
Effets fixes Cour d'appel	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	6 334	6 334	6 334	6 334
R ² ajusté	0,044	0,128	0,044	0,130
F-stat	22,76		21,93	

Note : en test de robustesse, nous exploitons le fait qu'en raison des frontières administratives, une part importante des entreprises ne sont pas assignées au tribunal le plus proche. *TP* est une variable indicatrice égale à 1 si l'entreprise est assignée à son tribunal le plus proche, 0 sinon. Ces résultats ne comprennent pas d'effets fixes tribunaux, nous contrôlons pour les caractéristiques régionales avec des effets fixes Cour d'appel. Les colonnes (1) et (2) comprennent les variables de contrôle au niveau de l'entreprise, les colonnes (3) et (4) comprennent les variables de contrôle au niveau de l'entreprise et au niveau local. Les écarts-types entre parenthèses sont corrigés par groupement tribunal × année de jugement. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Sources : données du Bodacc et INSEE, calculs des auteures

2.7. Importance économique et validité externe

Nous pouvons convertir la réduction de 55 points de pourcentage de la probabilité de parvenir à un accord de dette après conversion (voir Tableau 8 colonne (4)) en un coût indirect associé au redressement judiciaire. Selon Blazy *et al.* (2018), en France, les taux de recouvrement en continuation sont d'environ 73 % pour les créanciers chirographaires et 75 % pour les créanciers privilégiés ; en liquidation, ils sont de 5 % pour les créanciers chirographaires et de 35 % pour les créanciers privilégiés. Dans notre échantillon, l'entreprise moyenne qui entame une procédure de sauvegarde a un ratio d'endettement de

80 % (voir Tableau 3) dont 75 % est garanti²⁸. Ces chiffres conduisent à des coûts indirects de 21 % de la valeur comptable de l'entreprise si les actionnaires ne retrouvent pas leur valeur investie, à la fois en continuation et en liquidation. Ces coûts indirects passent à 30 % de l'actif comptable si les pertes des actionnaires sont les mêmes que celles des créanciers chirographaires en continuation. Cette estimation se situe dans la fourchette haute de celle trouvée dans la littérature, selon laquelle les coûts indirects moyens de la faillite se situent entre 10 % et 20 % de la valeur comptable de l'entreprise²⁹.

Il y a environ 1 000 ouvertures de sauvegardes par an et environ 13 % de ces procédures sont converties en redressement judiciaire. Selon les résultats de première étape, 25 % des entreprises en sauvegarde sont marginales, à la limite de la conversion. Cela signifie qu'en moyenne 32 entreprises par an ($1\,000 \times 25\% \times 13\%$) sont converties en redressement judiciaire uniquement du fait des préférences du tribunal cette année-là. Pour ces 32 entreprises, il serait beaucoup plus difficile de parvenir à un accord de restructuration de la dette avec leurs créanciers que si, toutes choses égales par ailleurs, elles n'avaient pas été converties en redressement judiciaire par leur tribunal. L'importance économique globale de ces résultats pourrait être minime si l'effet que nous mesurons ne concerne que les entreprises en procédure de sauvegarde. À des fins d'identification, notre échantillon se compose uniquement d'entreprises entrées en sauvegarde. Toutefois, dans la mesure où ces coûts indirects s'appliquent à toutes les entreprises en redressement judiciaire (15 000 par an), nos résultats pourraient être interprétés plus largement et l'impact économique global serait potentiellement important.

Conclusion

À l'aide d'une base de données innovante et quasi exhaustive des procédures collectives en France, cet article propose une mesure du coût indirect associé à la conversion de la sauvegarde en redressement judiciaire. Les deux procédures de restructuration sont publiques et supervisées par un tribunal de commerce.

En comparant les entreprises à caractéristiques comparables, nous montrons que le redressement judiciaire réduit de 30 points la probabilité de parvenir à un accord de restructuration avec les créanciers. En utilisant l'hétérogénéité des taux de conversion des tribunaux de commerce comme instrument, nous montrons que pour les entreprises marginales, la conversion réduit de 55 à 76 points de pourcentage leurs chances de parvenir à un accord de restructuration avec leurs créanciers. Cela correspond à des coûts indirects associés au redressement judiciaire s'élevant jusqu'à 30 % de la valeur comptable de l'entreprise. Comme les dispositions légales diffèrent peu entre les deux procédures, nous attribuons cela à un mélange d'effet signal concernant la situation financière de l'entreprise et de coûts indirects associés à la mauvaise réputation de la procédure. Les taux de succès du redressement judiciaire sont si mauvais que les parties prenantes des entreprises converties en redressement judiciaire s'attendent à un échec des renégociations. Cette anticipation est auto-réalisatrice.

²⁸ Nous faisons l'hypothèse que les fournisseurs sont des créanciers chirographaires.

²⁹ Voir par exemple Hotchkiss *et al.* (2008), Bris *et al.* (2006).

La survie de l'entreprise qui a conclu un accord de restructuration est moins bonne en redressement judiciaire qu'en sauvegarde. En revanche, il est intéressant de noter que l'effet négatif associé à la conversion de la sauvegarde en redressement judiciaire semble disparaître une fois que l'entreprise parvient à un accord avec ses créanciers : les taux de survie à deux et cinq ans après une restructuration réussie de la dette ne dépendent pas de la conversion de la procédure de sauvegarde. Ces résultats sont robustes à différentes spécifications.

L'introduction de la procédure de sauvegarde dans le Code de commerce français avait pour but de proposer une procédure distincte de restructuration sous contrôle judiciaire de la dette aux entreprises fragiles qui n'étaient pas encore en état de cessation des paiements. Nos résultats appuient ce choix de politique plutôt que la simple extension du redressement judiciaire à ces entreprises. La procédure de sauvegarde permet aux parties prenantes de différencier les « bonnes » entreprises des entreprises moyennes entrant en procédure de restructuration, ce qui préserve mieux les chances de continuation. Cela profite aux créanciers privilégiés et chirographaires.

Une directive européenne de 2019 propose l'introduction d'une procédure de restructuration préventive dans tous les États membres – une procédure à laquelle seules les entreprises qui ne sont pas en cessation des paiements peuvent accéder. L'ajout d'une nouvelle procédure préventive évitera sa contamination par la procédure courante de restructuration de la dette, notamment dans les pays où leurs résultats sont mitigés³⁰.

Étant donné le petit nombre d'entreprises qui entrent en sauvegarde (environ 1 000 par an), comparativement à plus de 15 000 redressements judiciaires par an, la question serait de savoir s'il faut encourager davantage d'entreprises à opter pour la sauvegarde. Des discussions informelles avec des juges, mandataires et administrateurs judiciaires nous portent à croire que certaines entreprises qui entrent en redressement judiciaire seraient effectivement admissibles en sauvegarde.

Tout d'abord, une meilleure information sur la procédure de sauvegarde pourrait être transmise aux entreprises, notamment lorsqu'elles sont sur le point de demander l'ouverture d'un redressement judiciaire. Deuxièmement, les entreprises qui demandent l'ouverture du redressement judiciaire sont immédiatement admissibles à un prêt des AGS (l'Association de garantie des salaires, une association commerciale à but non lucratif) pour payer les arriérés de salaire des employés. Les entreprises qui entrent en sauvegarde n'ont pas accès à ce financement, même si leur dossier est par la suite converti en redressement judiciaire. Cela pourrait dissuader les entreprises d'entrer en sauvegarde. Un moyen d'y remédier serait de permettre aux entreprises dont la sauvegarde est convertie en redressement judiciaire d'accéder au prêt des AGS. Troisièmement, la période d'observation de la procédure de sauvegarde pourrait être réduite à 12 mois – au lieu de 18 actuellement – comme le recommande la directive européenne. Cela contribuerait également à mieux différencier les deux procédures.

³⁰ Par exemple, García-Posada Gómez et Vegas Sánchez (2018) rapportent que seulement environ 7 % des entreprises parviennent à restructurer leur dette en Espagne, et Franks et Loranth (2013) évaluent cette proportion à environ 20% en Hongrie.

Notre stratégie d'identification repose sur l'hétérogénéité des taux de conversion des tribunaux de commerce. Jusqu'à présent, nous ne nous sommes pas intéressées à la question de savoir si cette hétérogénéité est en soi une bonne ou une mauvaise chose pour l'efficacité des procédures de restructuration. Conscient du rôle des juges non professionnels dans cette hétérogénéité, le gouvernement français a pris un certain nombre de mesures pour rendre les décisions des tribunaux de commerce plus prévisibles et homogènes. Trois mesures principales ont été mises en œuvre récemment : i) une loi adoptée en 2016 précise le nombre de jours de formation que les nouveaux juges élus doivent suivre à l'École nationale de la magistrature ainsi que le nombre de jours de formation continue des juges dans le cadre de leur mandat, à compter de juillet 2014 ; (ii) depuis juillet 2014, le juge ne peut plus demander la conversion de la sauvegarde en redressement judiciaire ; (iii) depuis début 2016, les grandes affaires de faillite sont attribuées à l'un des 18 « Tribunaux de commerce spécialisés »³¹. On peut enfin se demander si la simple possibilité que la sauvegarde soit (à tort ou non) convertie en redressement judiciaire peut dissuader les entreprises d'entrer en procédure de sauvegarde. Le risque de conversion pourrait inciter les entreprises à chercher une restructuration confidentielle de leur dette (mandat *ad hoc* ou conciliation) ce qui ne saurait être néfaste. En effet, les résultats de ces restructurations privées sont potentiellement meilleurs qu'en restructuration publique, car l'effet auto-réalisateur y joue sans doute un rôle moins important.

³¹ Nous avons vérifié que cette disposition de 2016 de la Loi n'affecte pas les tribunaux de commerce désignés dans notre échantillon.

Annexe A

Travaux complémentaires

Tableau A.1 – Comparaison de la procédure de sauvegarde et du redressement judiciaire

	Sauvegarde	Redressement judiciaire
Condition d'ouverture de la procédure	L'entreprise n'est pas en cessation des paiements et peut prouver qu'elle fait face à des difficultés insurmontables	L'entreprise est en état de cessation des paiements (elle ne peut pas faire face à son passif exigible avec son actif disponible)
Qui peut demander l'ouverture de la procédure ?	Uniquement le dirigeant de l'entreprise	Une fois en cessation des paiements, l'entreprise <i>doit</i> entrer en redressement judiciaire sous 45 jours. Ses créanciers, le Procureur de la République ou le tribunal lui-même peuvent saisir le tribunal si le dirigeant de l'entreprise ne le fait pas lui-même
L'approbation du tribunal est-elle nécessaire pour ouvrir la procédure ?	Oui Le tribunal autorise l'ouverture de la procédure après avoir vérifié que l'entreprise : (i) n'est pas en cessation des paiements ; (ii) fait face à des difficultés insurmontables.	Non
Rôle du tribunal à l'ouverture de la procédure	<ul style="list-style-type: none"> • Nomme un mandataire judiciaire • Nomme un administrateur judiciaire pour les grandes entreprises (le dirigeant peut suggérer l'administrateur) 	<ul style="list-style-type: none"> • Nomme un mandataire judiciaire • Nomme un administrateur judiciaire pour les grandes entreprises
Période d'observation	6 mois, renouvelables deux fois	
Protection du débiteur contre ses créanciers pendant la période d'observation	Oui	
Délai de grâce sur les paiements d'intérêts et de capital	Oui	
Rôle du mandataire judiciaire	Établit la liste des créances de l'entreprise	
Rôle de l'administrateur judiciaire	Aide au management de l'entreprise dans la plupart des décisions	Prend la plupart des décisions
Plan de restructuration de la dette	Négocié avec les créanciers par le dirigeant et l'administrateur	
Comités de créanciers	Oui, pour les entreprises les plus grandes	
Accès aux AGS	Non	Oui
Résultats possibles	<ul style="list-style-type: none"> • Plan de restructuration • Conversion en redressement judiciaire • Liquidation judiciaire 	<ul style="list-style-type: none"> • Plan de restructuration • Liquidation judiciaire

Tableau A.2 – Estimations de la probabilité de continuation des entreprises en sauvegarde et en redressement judiciaire, après appariement

Variable dépendante	Plan de restructuration de la dette		Plan de restructuration ou plan de cession	
	MCO (1)	Logit (2)	MCO (3)	Logit (4)
Spécification				
Redressement judiciaire	-0,304*** (34,47)	-0,319*** (34,44)	-0,214*** (24,17)	-0,229*** (21,11)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Entreprises traitées (sauvegarde)	6 334	6 334	6 334	6 334
Entreprises du groupe de contrôle (RJ)	6 334	6 334	6 334	6 334
R ² ajusté	0,149	0,100	0,128	0,084

Note : les estimations comportent tous les contrôles et effets fixes de la spécification colonne 3 du Tableau 5. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Lecture : à caractéristiques observables comparables, l'entreprise en redressement judiciaire a entre 30,4 % et 31,9 % en moins de chances de parvenir à un accord de restructuration de sa dette avec ses créanciers que l'entreprise en sauvegarde (résultat significatif à 1 %).

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Tableau A.3 – Estimations de la probabilité de continuation des entreprises en sauvegarde et en sauvegarde convertie en RJ, après appariement

Variable dépendante	Plan de restructuration de la dette		Plan de restructuration ou plan de cession	
	MCO (1)	Logit (2)	MCO (3)	Logit (4)
Spécification				
Conversion en RJ	-0,471*** (-19,51)	-0,493*** (-19,70)	-0,351*** (-13,84)	-0,376*** (-14,17)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Entreprises traitées (sauvegarde convertie)	803	803	803	803
Entreprises du groupe de contrôle (sauvegarde non convertie)	803	803	803	803
R ² ajusté	0,333	0,205	0,247	0,137

Note : les estimations comportent tous les contrôles et effets fixes de la spécification colonne 3 du Tableau 5. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Lecture : à caractéristiques observables comparables, l'entreprise dont la sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire a entre 47,1 % et 49,3 % en moins de chances de parvenir à un accord de restructuration de sa dette avec ses créanciers que l'entreprise dont la sauvegarde n'a pas été convertie (résultat significatif à 1%).

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Tableau A.4 – La proportion de sauvegarde ne dépend pas du taux de conversion présent et passé du tribunal de commerce

Variable dépendante	Part de sauvegarde à l'année t	
	(1)	(2)
Taux de conversion		
l'année t – 1	0,0103 (1,55)	
l'année t – 2		-0,0117 (-1,60)
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>		
Taux de chômage	0,0846*** (2,85)	0,0921*** (2,74)
Part de liquidations directes	0,0308 (0,13)	-0,0830 (-0,32)
Ln(#procédures)	-0,0268* (-1,95)	-0,00968 (-0,64)
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui
Observations (tribunal x année)	1 042	895
R ² ajusté	0,086	0,077

Note : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

L'assignation au tribunal n'est pas aléatoire, mais dépend de l'emplacement du siège social de l'entreprise. Nous vérifions dans ce tableau que la part d'entrées en sauvegarde ne dépend pas des taux de conversion présent et passé du tribunal. La variable dépendante *part de sauvegarde* indique le nombre d'ouvertures de sauvegarde par rapport au nombre d'ouvertures de sauvegarde et de redressements judiciaires directs l'année *t*. Les régressions sont effectuées au niveau du tribunal. La colonne (1) comprend les années t=2010 à 2018, la colonne (2) comprend les années t=2011 à 2018.

Tableau A.5 – La probabilité d'entrer en sauvegarde ne dépend pas du taux de conversion présent et passé du tribunal de commerce

Variable dépendante	Entrer en sauvegarde à l'année t	
	(1)	(2)
Taux de conversion		
l'année t – 1	-0,00730 (-1,24)	
l'année t – 2		-0,00861 (-1,38)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>		
Ln(#employés)	0,0133*** (10,82)	0,0134*** (10,37)
Âge (> 5 ans)	0,0267*** (11,87)	0,0267*** (11,43)
En grande difficulté financière	-0,0177*** (-7,58)	-0,0195*** (-8,01)
Immobilisations / actif	0,00132 (0,90)	0,00126 (0,89)
Immobilisations financières / immobilisations	0,0223 (1,25)	0,0222 (1,24)
Dette totale / actif	-0,0230*** (-16,19)	-0,0236*** (-15,79)
Dette fournisseur / dette	-0,0502*** (7,74)	-0,0491*** (-7,17)
Effets fixes secteur	Oui	Oui
Effets fixes nature juridique	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>	(7,74)	
Taux de chômage	0,799* (1,78)	0,674 (1,35)
Part de liquidations directes	0,133*** (4,50)	0,114*** (3,67)
Ln(#procédures)	-0,0617*** (-4,66)	-0,0573*** (-3,88)
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui
Observations (tribunal x année)	73 261	68 782
R ² ajusté	0,0627	0,0634

Note : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

L'assignation au tribunal n'est pas aléatoire, mais dépend de l'emplacement du siège social de l'entreprise. Nous vérifions dans le tableau A.2 que la probabilité pour l'entreprise d'entrer en sauvegarde ne dépend pas des taux de conversion présent et passé du tribunal. La variable dépendante *Entrer en sauvegarde* est une variable indicatrice valant 1 si l'entreprise entre en sauvegarde l'année t, 0 si elle entre en redressement judiciaire. Les régressions sont menées au niveau de l'entreprise. La colonne (1) comprend les années t=2010 à 2018, la colonne (2) comprend les années t=2011 à 2018.

Tableau A.6 – La probabilité d'entrer en sauvegarde ne dépend pas du taux de conversion présent et passé du tribunal de commerce

Variable dépendante	Entrer en sauvegarde à l'année t	
	(1)	(2)
Taux de conversion		
l'année t – 1	-0,00730 (-1,24)	
l'année t – 2		-0,00861 (-1,38)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>		
Ln(#employés)	0,0133*** (10,82)	0,0134*** (10,37)
Âge (> 5 ans)	0,0267*** (11,87)	0,0267*** (11,43)
En grande difficulté financière	-0,0177*** (-7,58)	-0,0195*** (-8,01)
Immobilisations / actif	0,00132 (0,90)	0,00126 (0,89)
Immobilisations financières / immobilisations	0,0223 (1,25)	0,0222 (1,24)
Dette totale / actif	-0,0230*** (-16,19)	-0,0236*** (-15,79)
Dette fournisseur / dette	-0,0502*** (7,74)	-0,0491*** (-7,17)
Effets fixes secteur	Oui	Oui
Effets fixes nature juridique	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>	(7,74)	
Taux de chômage	0,799* (1,78)	0,674 (1,35)
Part de liquidations directes	0,133*** (4,50)	0,114*** (3,67)
Ln(#procédures)	-0,0617*** (-4,66)	-0,0573*** (-3,88)
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui
Observations (tribunal x année)	73 261	68 782
R ² ajusté	0,0627	0,0634

Note : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : *Bodacc et INSEE, calculs des auteures*

L'assignation au tribunal n'est pas aléatoire, mais dépend de l'emplacement du siège social de l'entreprise. Nous vérifions dans le tableau A.2 que la probabilité pour l'entreprise d'entrer en sauvegarde ne dépend pas des taux de conversion présent et passé du tribunal. La variable dépendante *Entrer en sauvegarde* est une variable indicatrice valant 1 si l'entreprise entre en sauvegarde l'année t, 0 si elle entre en redressement judiciaire. Les régressions sont menées au niveau de l'entreprise. La colonne (1) comprend les années t=2010 à 2018, la colonne (2) comprend les années t=2011 à 2018.

Annexe B

Analyse des taux de survie après obtention d'un plan de restructuration

Dans ce document, nous avons vu que la sauvegarde est plus propice à l'obtention d'une solution de continuation que le redressement judiciaire. Cependant, la conclusion d'un accord de restructuration de la dette n'est pas la fin de l'histoire pour l'entreprise et ses créanciers. Le plan de restructuration typique est un mélange de rééchelonnement de la dette jusqu'à 10 ans et de remise de dette. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, les créanciers (qui, en France, sont principalement des banques et des fournisseurs) échangent rarement leurs dettes pour prendre le contrôle de l'entreprise, et leurs créances ne sont pas non plus couvertes par l'émission de nouvelles dettes. Les anciens créanciers sont donc très intéressés par la survie de l'entreprise après la conclusion d'un accord de restructuration.

Dans cette annexe, nous proposons d'étudier la probabilité de survie de l'entreprise en procédure après qu'un accord de restructuration a été conclu. La partie 1 présente les différences de survie entre la sauvegarde et le redressement judiciaire. La partie 2 se concentre sur l'échantillon homogène des entreprises entrées en sauvegarde.

1. Sauvegarde contre redressement judiciaire : taux de survie à 2 et 5 ans

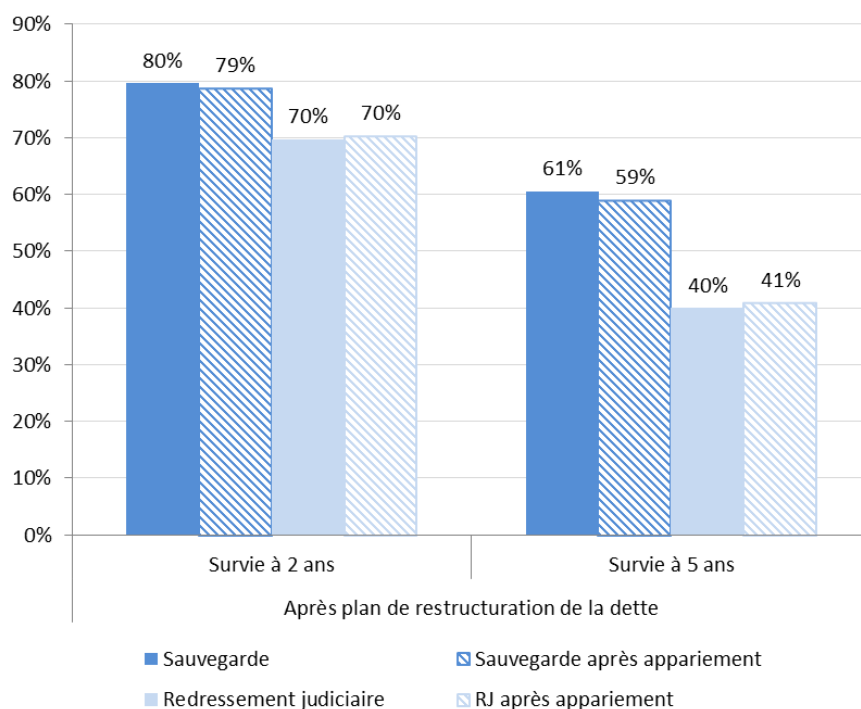
La survie après restructuration est déterminante du succès de la procédure, mais la meilleure santé de l'entreprise à l'orée de la procédure influence les chances de survie. Pour estimer l'effet de la procédure en minimisant le biais de sélection, nous procédons à un appariement par score de propension. La méthode appliquée est la même qu'en section 2.4.

Sachant que nous observons le sort des entreprises jusqu'en décembre 2018, nous estimons la survie à 2 ans des entreprises qui ont obtenu un plan de restructuration avant décembre 2016, et la survie à 5 ans des entreprises qui ont obtenu un plan de restructuration avant décembre 2013. Nous comparons les entreprises en sauvegarde (groupe de traitement) avec les entreprises en redressement judiciaire (groupe de contrôle). Les résultats sont présentés sur la Figure B.1.

Sans corriger pour les caractéristiques observables, à 2 et à 5 ans après que l'accord a été conclu entre les créanciers de l'entreprise, la survie semble meilleure en sauvegarde qu'en redressement judiciaire (meilleure de 10 points et 21 points respectivement). Après appariement, cet écart reste similaire, la survie ne semble pas s'expliquer par les différences observables entre les deux groupes d'entreprises. Les estimations économétriques (Tableau B.1) confirment ces résultats : une entreprise en redressement judiciaire aurait 8 % en moins de chances de survivre à 2 ans, et 18 % en moins de chances de survivre à 5 ans que l'entreprise en sauvegarde.

La meilleure situation financière que l'on observe à l'entrée de la procédure n'explique pas ou peu les chances de survie de l'entreprise après avoir obtenu un plan de restructuration avec ses créanciers.

Figure B.1 – Résultats de l'appariement entre sauvegarde et redressement judiciaire sur la survie après restructuration



Note : à 2 ans (resp. 5 ans), 3 924 entreprises en sauvegarde (resp. 1 695) ont été appariées à 21 434 entreprises en redressement judiciaire (resp. 10 241) qui ont obtenu un plan de restructuration avant décembre 2016 (resp. décembre 2018), il en résulte deux échantillons de 3 331 entreprises (resp. 1 410) après appariement.

Lecture : voir Figure 2.

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Tableau B.7 – Estimations de la survie des entreprises en sauvegarde et en redressement judiciaire, après appariement

Variable dépendante : Spécification	Survie à 2 ans		Survie à 5 ans	
	MCO (1)	Logit (2)	MCO (3)	Logit (4)
Redressement judiciaire	-0,0810*** (7,04)	-0,0820*** (6,85)	-0,177*** (8,84)	-0,184*** (8,68)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Entreprises traitées (sauvegarde)	3 331	3 331	1 410	1 410
Entreprises du groupe de contrôle (RJ)	3 331	3 331	1 410	1 410
R ² ajusté	0,062	0,028	0,132	0,060

Note : les estimations comportent toutes les variables et effets fixes de la spécification colonne 3 du Tableau 5.

Lecture : à caractéristiques observables comparables, l'entreprise en redressement judiciaire a 8 % de moins de chances de survivre à 2 ans que l'entreprise en sauvegarde (résultat significatif à 1 %).

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteures

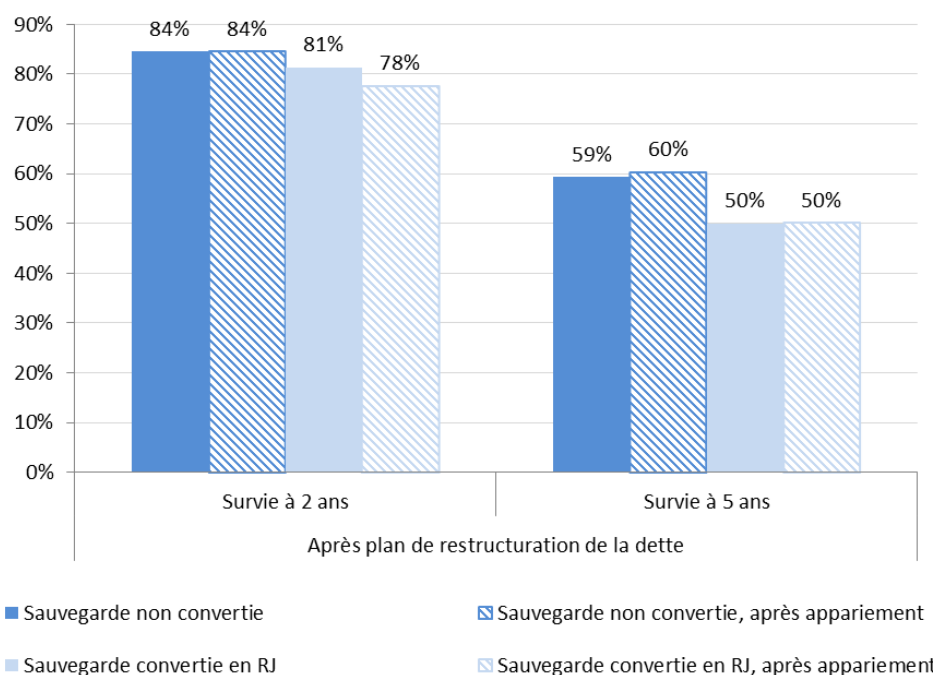
2. Sauvegarde vs sauvegarde convertie en redressement judiciaire : taux de survie à 2 et 5 ans

Nous souhaitons éliminer les caractéristiques inobservables qui distinguent les entreprises en sauvegarde des entreprises en redressement judiciaire. Nous concentrons pour cela notre analyse sur les entreprises initialement entrées en sauvegarde et exploitons le fait que 12,7 % d'entre elles aient été converties en redressement judiciaire.

Comparaison sur caractéristiques observables

Nous estimons la survie de l'entreprise après qu'un plan de restructuration de la dette a été conclu avec les créanciers, selon que la sauvegarde de l'entreprise a été convertie en redressement judiciaire ou non. Sans contrôle, les écarts de survie à 2 et 5 ans après restructuration sont de 3 points et 9 points respectivement (voir Figure B.2). Ces différences sont relativement faibles. Après appariement, les estimations économétriques du Tableau 15 révèlent que l'effet de la conversion sur la survie à 2 et 5 ans après restructuration n'est pas significatif au seuil de 5 %. Il est probable que ces résultats soient peu significatifs du fait de l'homogénéité des entreprises en sauvegarde qui ont obtenu un plan de restructuration de leur dette. Il est difficile d'identifier ici l'effet propre à la meilleure situation financière de l'entreprise de l'effet de la procédure.

Figure B.2 – Résultats de l'appariement entre sauvegarde et sauvegarde convertie en redressement judiciaire sur la survie après restructuration



Note : à 2 ans (resp. 5 ans) 187 entreprises traitées (resp. 78) ont été appariées à 3 083 entreprises du groupe de contrôle (resp. 651), il en résulte deux échantillons de 187 entreprises (resp. 78) après appariement.

Lecture : voir Figure 4.

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Tableau B.8 – Estimations de la survie des entreprises en sauvegarde et en sauvegarde convertie en redressement judiciaire, après appariement

Variable dépendante : Spécification	Survie à 2 ans		Survie à 5 ans	
	MCO (1)	Logit (2)	MCO (3)	Logit (4)
Conversion en RJ	0,0777 (1,38)	0,086* (1,93)	-0,157* (-1,89)	-0,103 (-1,28)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Entreprises traitées (sauvegarde convertie)	173	173	78	78
Entreprises du groupe de contrôle (sauvegarde non convertie)	173	173	78	78
R ² ajusté	0,277	0,071	0,494	0,087

Note : les estimations comportent toutes les variables et effets fixes de la spécification colonne 3 du Tableau 5.

Lecture : à caractéristiques observables comparables, il n'y a pas de différence significative de survie entre les entreprises des deux groupes.

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteures

Méthode des variables instrumentales

Nous voulons estimer si la conversion en redressement judiciaire influence la survie de l'entreprise après qu'un accord a été conclu avec les créanciers. Cependant, la conversion est endogène, nous devons en tenir compte. Cette endogénéité nous empêche d'estimer un modèle de survie, c'est pourquoi nous faisons appel au modèle linéaire 2MCO. Nous utilisons la même méthode que dans la section 3.3.

Le Tableau B.3 montre l'impact de la conversion en redressement judiciaire sur la survie de l'entreprise après qu'un accord de restructuration de la dette a été trouvé. Puisque nous disposons des jugements jusqu'en décembre 2018, nous considérons la survie à deux ans des 3 333 entreprises qui ont obtenu un accord de restructuration avant décembre 2016, et la survie à cinq ans des 1 414 entreprises qui ont obtenu un accord de restructuration avant décembre 2013. Nous présentons dans les colonnes (1) et (3) les estimations par MCO et dans les colonnes (2) et (4) les estimations de deuxième étape par 2MCO, qui transmettent le même message : une fois que l'entreprise conclut un accord, sa survie n'est pas influencée par le fait que sa procédure de sauvegarde ait été convertie ou non. Cela vaut à la fois dans les premières années qui suivent la restructuration et beaucoup plus tard. Tout impact négatif associé au redressement judiciaire disparaît dès que l'entreprise se voit accorder une seconde chance.

Les caractéristiques de l'entreprise au début de la procédure restent déterminantes pour sa survie après restructuration. Les entreprises plus âgées et plus grandes ont plus de chances de survivre, tandis que les entreprises en grande difficulté financière au début de la procédure sont moins résistantes. En ce qui concerne les autres caractéristiques financières, la survie n'est corrélée qu'à la part de la dette fournisseur dans la dette totale à l'entrée en procédure.

Tableau B.9 – Principaux résultats – survie après restructuration

Variable dépendante : Horizon	Survie à différents horizons			
	2 ans		5 ans	
	MCO (1)	VI/2MCO (2)	MCO (3)	VI/2MCO (4)
Conversion en RJ	0,359 (-0,87)	0,149 (-0,32)	-0,0701 (1,04)	-0,216 (0,40)
<i>Variables de contrôle entreprise</i>				
Ln(#employés)	0,0180*** (-2,94)	0,0182*** (-2,65)	0,0406*** (-3,50)	0,0419*** (-3,51)
Âge (> 5 ans)	0,0843*** (-5,22)	0,0857*** (-5,03)	0,131*** (-4,22)	0,127*** (-3,81)
En grande difficulté financière	-0,0302** (2,00)	-0,0299*** (2,02)	-0,0575* (1,93)	-0,0572** (2,03)
Immobilisations / actif	0,0516*** (-1,60)	0,0524* (-1,65)	0,147** (-2,20)	0,145** (-2,28)
Immobilisations financières / immobilisations	-0,0322 (1,17)	-0,0524* (-1,65)	-0,0154 (0,26)	-0,0168 (0,30)
Dette totale / actif	-0,00614 (0,41)	-0,00623 (0,23)	-0,0472 (1,39)	-0,0456 (1,38)
Dette fournisseur / dette	-0,118*** (2,62)	-0,117*** (2,66)	-0,113 (1,32)	-0,113 (1,41)
Effets fixes secteur	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes nature juridique	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Variables de contrôle locales annuelles</i>				
Taux de chômage	-4,514 (1,34)	-3,855 (0,88)	-6,843 (0,84)	-9,770 (0,70)
Part de liquidations directes	0,259 (-1,38)	0,265 (-1,43)	0,986** (-2,17)	0,930** (-2,09)
Ln(#procédures)	0,0473 (-0,64)	0,0491 (-0,68)	0,409*** (-2,67)	0,383** (-2,17)
Effets fixes tribunaux	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes année d'ouverture	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	3 333	3 333	1 414	1 414
R ² ajusté	0,035	-0,010	0,085	-0,031

Note : les variables dépendantes sont des indicatrices pour la survie aux horizons de 2 et 5 ans après restructuration de la dette. *Conversion* est une variable indicatrice indiquant si l'entreprise en sauvegarde a été convertie en redressement judiciaire. Les colonnes (1) et (3) sont estimées par MCO ; les colonnes (2) et (4) sont les résultats de la deuxième étape par VI-2MCO qui utilise comme instrument le taux de conversion annuel du tribunal (voir les résultats de première étape Tableau 5 colonne (3)). Toutes les régressions contiennent l'ensemble des contrôles et des effets fixes utilisés dans la colonne 3 du Tableau 5. Les écart-types entre parenthèses sont corrigés par groupement tribunal × année de jugement. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sources : Bodacc et INSEE, calculs des auteurs

Bibliographie

- M. Adalet McGowan, D. Andrews et V. Millot (2017), « Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation », *OECD Working Paper*, ECOMWKP(2017)31:54, juin.
- H. Almeida et T. Philippon (2007), « The risk-adjusted cost of financial distress », *The Journal of Finance*, 62(6), p. 2557–2586, décembre.
- Altaires-Deloitte (2019), « L'entreprise en difficulté en France en 2018 », 14^e édition, étude, février.
- E. I. Altman (1984), « A further empirical investigation of the bankruptcy cost question », *The Journal of Finance*, 39(4), p. 1067-1089, septembre.
- G. Andrade et S. N. Kaplan (1998), « How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed », *The Journal of Finance*, 53(5), p. 1443-1493, octobre.
- J. D. Angrist et J.-S. Pischke (2008), *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*, Princeton: Princeton University Press, 2008.
- J. D. Angrist, G. W. Imbens et D. B. Rubin (1996), « Identification of causal effects using instrumental variables », *Journal of the American Statistical Association*, 91(434), p. 444-455, juin.
- B. Becker (2019), « The EU's insolvency reform », VOX, CEPR Policy Portal, page 3, juin.
- H. Ben Hassine, C. Le Grand et C. Mathieu (2019), « Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies », *France Stratégie*.
- S. Bernstein, E. Colonnelli, X. Giroud et B. Iverson (2019a), « Bankruptcy Spillovers », *Journal of Financial Economics*, 133(3), p. 608-633, septembre.
- S. Bernstein, E. Colonnelli et B. Iverson (2019b), « Asset allocation in bankruptcy », *The Journal of Finance*, 74 (1), p. 5-53, février.
- R. Blazy, J. Petey et L. Weill (2018), « Serving the creditors after insolvency filings: from value creation to value distribution », *European Journal of Law and Economics*, 45(2), p. 331-375, avril.
- L. Boisseau (2019), « La sauvegarde, une procédure collective pour prévenir des difficultés », *Les Echos*, mai.
- N. Borga, A. Niogret et M. Vuillermet (2018), « Mandat *ad hoc* et conciliation : trouver le point d'équilibre », *Revue Lamy droit des Affaires*, n° 135, mars.
- A. Bris, I. Welch et N. Zhu (2006), « The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization », *The Journal of Finance*, 61(3), p. 1253-1303, juin.
- N. Costes (2008), « Choix de localisation des entreprises, intervention publique et efficacité urbaine : une analyse théorique et empirique de la réglementation des choix de localisation des activités de bureau en Île-de-France », *Economies et finances*, Université Panthéon-Sorbonne-Paris I, février.

- S. A. Davydenko, I. A. Strebulaev et X. Zhao (2012), « A market-based study of the cost of default », *Review of Financial Studies*, 25(10), p. 2959-2999, octobre 2012.
- D. Despierre, A. Epaulard et C. Zapha (2018), « Les procédures collectives de traitement des difficultés financières des entreprises en France », *France Stratégie*, avril.
- A. Epaulard et C. Zapha (2019), « Indirect bankruptcy costs and the design of preventive restructuring procedures », à paraître.
- S. Esquerré (2019), « Court structure and legal efficiency, the case of French échevinage in bankruptcy courts », septembre.
- J. Franks et G. Loranth (2013), « A study of bankruptcy costs and the allocation of control », *Review of Finance*, 18, p. 961-997, juin.
- M. García-Posada Gómez et R. Vegas Sánchez (2018), « Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish experience », *International Review of Law and Economics*, 55, p. 71-95, septembre.
- J. Garrido, W. Begthaler, C. DeLong, J. Johnson, A. Rasekh, A. Rosha et N. Stetsenko (2019), « The use of data in assessing and designing insolvency systems », IMF WP/19/27, février.
- A. Hortaçsu, G. Matvos, C. Syverson et S. Venkataraman (2013), « Indirect costs of financial distress in durable goods industries: The case of auto manufacturers », *Review of Financial Studies*, 26(5), p. 1248-1290.
- E. S. Hotchkiss, K. John, K. S. Thorburn et R. M. Mooradian (2008), « Bankruptcy and the resolution of financial distress », *SSRN Electronic Journal*.
- M. Houdebine et J.-L. Schneider (1997), « Mesurer l'influence de la fiscalité sur la localisation des entreprises », *Économie et Prévision*, mai.
- B. Iverson, J. Madsen, W. Wang et Q. Xu (2019), « Learning by doing: Evidence from bankruptcy judges », juillet.
- N. Maestas, K. J. Mullen et A. Strand (2013), « Does disability insurance receipt discourage work? Using examiner assignment to estimate causal effects of SSDI receipt », *American Economic Review*, 103 (5), p. 1797-1829, août.
- G. Meeks et J. G. Meeks (2009), « Self-fulfilling prophecies of failure: The endogenous balance sheets of distressed companies », *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 45(1), p. 22-43.
- Ministère de la Justice, Sous-direction de la Statistique et des Études, *Les chiffres-clés de la justice*, années 2014 à 2019.
- T. C. Opler et S. Titman (1994), « Financial distress and corporate performance », *The Journal of Finance*, 49 (3), p. 1015-1040, juillet.
- G. Plantin, D. Thesmar et J. Tirole (2013), « Les enjeux économiques du droit des faillites », *Notes du conseil d'analyse économique*, 7(7):1, juin.
- Z. Sautner et V. Vladimirov (2018), « Indirect costs of financial distress and bankruptcy law: Evidence from trade credit and sales », *Review of Finance*, p. 1667-1704, juillet.

D. Staiger et J. H. Stock (1997), « Instrumental Variables Regression with Weak Instruments », *Econometrica*, 65(3), p. 557-586, mai.

R. R. Tucker, E. M. Matsumura et K. R. Subramanyam (2003), « Going-concern judgments: An experimental test of the self-fulfilling prophecy and forecast accuracy », *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, p. 401-432.

RETROUVEZ
LES DERNIÈRES ACTUALITÉS
DE FRANCE STRATÉGIE SUR :



www.strategie.gouv.fr



[@Strategie_Gouv](https://twitter.com/Strategie_Gouv)



[france-strategie](https://www.linkedin.com/company/france-strategie)



[FranceStrategie](https://www.facebook.com/FranceStrategie)



[@FranceStrategie_](https://www.instagram.com/FranceStrategie_)



[StrategieGouv](https://www.youtube.com/StrategieGouv)



FRANCE STRATÉGIE

Institution autonome placée auprès du Premier ministre, France Stratégie contribue à l'action publique par ses analyses et ses propositions. Elle anime le débat public et éclaire les choix collectifs sur les enjeux sociaux, économiques et environnementaux. Elle produit également des évaluations de politiques publiques à la demande du gouvernement. Les résultats de ses travaux s'adressent aux pouvoirs publics, à la société civile et aux citoyens.