

# ANALYSE ÉCONOMIQUE DU DROIT DE LA FAILLITE : LES DIX FONCTIONS DES PROCÉDURES COLLECTIVES

RÉGIS BLAZY\*  
AFEF BOUGHANMI\*\*  
BERTRAND CHOPARD\*\*\*  
AZIZA LETAIEF\*\*\*\*

117

**L**es procédures collectives organisent le traitement judiciaire ou amiable du défaut de paiement des entreprises (ou cessation des paiements en droit français). En théorie financière, lorsque le défaut survient, le caractère résiduel<sup>1</sup> des créances change de main, en faveur des créanciers qui disposent de meilleures incitations pour maximiser la valeur d'entreprise. Dès lors, une procédure collective efficace, dont l'objet est d'accroître cette valeur, doit faciliter le transfert de direction depuis les actionnaires vers les créanciers. Dans la pratique, ce transfert existe et s'opère soit démocratiquement (via le vote, par exemple), soit financièrement (via la conversion des créances en actions, ou plus rarement une adjudication). En pratique cependant, la difficile coordination des créanciers et les asymétries d'information entre les parties prenantes peuvent nuire au consensus et justifier le recours à un tiers (un juge, par exemple). Chaque législation offre un menu spécifique de procédures selon la gravité de la situation économique et financière du débiteur. Or les règles juridiques régissant ces

---

\* LARGE, IEP Strasbourg, EM Strasbourg Business School, Université de Strasbourg.  
Contact : regis.blazy@unistra.fr.

\*\* BETA, Université de Lorraine. Contact : Afef.Boughanmi@univ-lorraine.fr.

\*\*\* LIRAES, Université Paris Descartes. Contact : bertrand.chopard@parisdescartes.fr.

\*\*\*\* ESSCA Tunisie. Contact : aziza\_letaief1@yahoo.fr.

procédures différent d'un pays à l'autre. Il apparaît donc, pour les plus grandes entreprises notamment, un espace pour le *forum shopping*, justifiant la création d'outils de comparaison des systèmes de faillite nationaux. Cette comparaison permet également de comprendre l'influence du droit sur les stratégies des acteurs, en amont du défaut, selon la thèse du *law matters*.

L'exercice de comparaison est difficile à mener dès lors qu'il porte sur un nombre important de pays. Une solution adoptée depuis les travaux fondateurs de LLSV (La Porta *et al.*, 1997 et 1998) consiste à construire des indicateurs institutionnels, qui « synthétisent » les règles de droit, permettant de mesurer, par exemple, le degré de protection des salariés par le droit du travail, la facilité de création d'une entreprise, ou le degré de protection des créanciers sécurisés vis-à-vis des autres parties prenantes (*stakeholders*). Les études comparatives d'analyse économique du droit de la faillite s'appuyaient jusqu'en 2015 sur cinq règles de droit seulement : (1) l'interdiction des paiements (*stay of claims*), (2) la suspension des poursuites individuelles (*statutory moratorium*), (3) le remplacement de l'équipe dirigeante (*manager stays, debtor in possession*), (4) le respect de l'ordre de priorité entre les classes de créanciers (*absolute priority order*) et, plus largement, (5) l'influence des parties prenantes sur l'issue de la procédure. Depuis 2015, la Banque mondiale propose, pour chaque pays, quatre indices supplémentaires qui renseignent sur (1) les critères d'accès à la procédure collective (*commencement of proceedings*), (2) la gestion des actifs de l'entreprise au cours de la période d'observation (*management of debtor's assets*), (3) l'organisation du vote sur l'adoption du plan de redressement (*reorganization proceedings*) et (4) le degré de participation des créanciers à la procédure de redressement (*creditor participation*). Sous l'impulsion de Simeon Djankov, Oliver Hart et Andrei Shleifer, la Banque mondiale publie également depuis 2003 le rapport annuel *Doing Business* qui rassemble plusieurs indicateurs résumant la qualité de l'environnement des affaires dans 185 pays (Banque mondiale, 2018). En particulier, leur indice *ease of doing business* complète les indices précités en ajoutant trois éléments de comparaison : la durée des procédures, leurs coûts directs (par exemple, les frais de justice) et le recouvrement des créanciers.

La méthodologie retenue par la Banque mondiale se heurte à plusieurs écueils que certains auteurs n'ont pas manqué de soulever (du Marais *et al.*, 2006 ; Ménard et du Marais, 2008). Premièrement, les indicateurs *Doing Business* reposent essentiellement sur des appréciations subjectives d'experts (praticiens et académiques) qui se prononcent sur un cas fictif d'entreprise (un restaurant employant 201 salariés, en relation commerciale avec 50 fournisseurs et financé

par une seule banque). Si l'étude de cas permet de rendre comparables les expertises nationales, on peut s'interroger sur la représentativité du cas retenu au regard du tissu industriel national<sup>2</sup>.

Un grand nombre d'études ont d'ores et déjà permis de dépasser la subjectivité des données issues d'expertises en exploitant le contenu des dossiers gérés par les tribunaux de faillite ou par les services de recouvrement des banques, dans un pays unique ou une zone géographique restreinte (Morrison, 2007 ; Bris *et al.*, 2006, pour les États-Unis ; Armour *et al.*, 2008, pour le Royaume-Uni ; Blazy *et al.*, 2011, pour la France ; Couwenberg et de Jong, 2008, pour les Pays-Bas ; Davydenko et Franks, 2008 ; Grunert et Weber, 2009 ; Blazy *et al.*, 2018, sur trois pays d'Europe occidentale). Ces travaux qui résultent souvent de collectes manuelles de données gagnent en précision au prix d'une exhaustivité nécessairement moindre. Ainsi ces analyses concernent souvent exclusivement les PME, sur une période de temps courte, et/ou un nombre de tribunaux réduit. De plus, l'ensemble du passif est rarement disponible, et parfois seules les créances bancaires sont étudiées.

Une autre difficulté en matière de comparaison des procédures collectives est liée à la coexistence au sein d'un même pays de plusieurs procédures (Rasmussen, 1992). En France, les acteurs peuvent ainsi choisir entre cinq procédures selon la situation économique et financière du débiteur : mandat *ad hoc*, conciliation, sauvegarde, redressement judiciaire, liquidation judiciaire. Chacune propose des règles spécifiques qui rendent difficile (voire impossible) le calcul d'un indicateur agrégé au niveau national.

119

Troisièmement, le nombre réduit d'indicateurs habituellement retenus nuit à la précision de l'analyse : une erreur commise au niveau d'un indice aura d'autant plus de répercussions sur le résultat agrégé que le nombre d'indices retenus est faible. En outre, l'agrégation d'indices binaires n'est acceptable que si elle porte sur des dimensions homogènes. Or souvent, les indicateurs composites agrègent des variables hétérogènes liées à des questions de nature très différente, donc peu comparables.

Dans la présente étude, nous proposons une méthode originale de « mesure comparée » des systèmes de faillite sur vingt pays, avec 157 indicateurs binaires rassemblés en dix grandes « fonctions » homogènes. Cette approche permet de cartographier les grands systèmes de faillite et se fonde sur les fonctions identifiées dans la littérature en économie du droit de la défaillance (White, 2007).

Dans une première partie, nous expliquons notre méthodologie et ses fondements théoriques. Dans une seconde partie, nous présentons

une analyse univariée des procédures collectives constituant notre échantillon. Cette analyse permet de dresser un panorama des systèmes de faillite plus complexe qu'un simple classement. Elle permet de discuter les fonctions qui expliquent le positionnement relatif des procédures (et non des seuls pays). Nous distinguons notamment les fonctions susceptibles d'affecter la valeur d'entreprise et les fonctions qui organisent le partage de cette valeur entre les *stakeholders*. La dernière partie conclut notre analyse.

## MÉTHODOLOGIE ET POSITIONNEMENT THÉORIQUE

Notre étude<sup>3</sup> compare les systèmes de faillite prévalant dans vingt pays<sup>4</sup> (seconde moitié des années 2000) : quatorze pays européens (Allemagne, Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, France, Hongrie, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Pologne, Roumanie, Royaume-Uni, Suisse) et six pays représentatifs d'une région non européenne (États-Unis, Argentine, Brésil, Chine, Afrique du Sud, Tunisie). Au total, l'échantillon rassemble 55 procédures, soit 2,8 procédures par pays en moyenne (cf. tableau 1).

120

**Tableau 1**  
**Structure de l'échantillon (pays et procédures collectives)**

Pays	Procédure (année d'implantation)	Pays	Procédure (année d'implantation)
Allemagne	Regelinsolvenzverfahren (1999)	Pologne	POSTEPOWANIE NAPRAWCZE (réorg.) (2003)
	Insolvenzplanverfahren (1999)		UPADI.OSC Z MOZLIWÓSCJĄ, Arrangement (2003)
Autriche	Insolvenzverfahren (2010)		Winding-up (liquidation) (2003)
Danemark	Bankruptcy procedure (1977,1997)	Roumanie	Mandat ad-hoc (2010)
	Suspension of Payments (1927,1984,2011)		Concordat (procédure préventive) (2010)
Espagne	Concurso (liquidation) (2004)		Procédure générale (2006)
Finlande	Restructuring proceedings (1993)	Royaume-Uni	Creditors Voluntary Liquidation (Companies Acts: 1850+)
	Bankruptcy (Liquidation) (2004)		Compulsory liquidation (Companies Acts: 1855)
France	Conciliation (2005,2008)		Administration (1986,2003)
	Sauvegarde (2005,2008)		Administrative Receivership (1986)
	Liquidation judiciaire (2005,2009)		Company Voluntary Arrangement (1986)
	Redressement judiciaire (2005,2009)	Suisse	Procédure concordataire (1997 et 1994)
Hongrie	CSÓDELJÁRÁS (bankruptcy proceedings) (1992)		Procédure de faillite (1889)
	FELSZÁMOLÁSI ELJÁRÁS (liquidation) (1992)	Afrique du Sud	Winding-up (by the Court) (1974)
Italie	Amminist. Straordinaria D. Grandi Imprese in Crisi (1999)		Winding-up (Voluntary) (1974)
	Concordato Fallimentare (2006)	Argentine	Judicial Management (1974)
	Accordi di Ristrutturazione dei Debiti (2005)		Concurso Preventivo (1995)
	Piani Attestati di Risanamento (2006)		Acuerdo Preventivo Extrajudicial (2002)
	Concordato Preventivo (sauvegarde) (2005)		Tableau 1
	Fallimento (liquidation) (1942)	Brésil	Liquidation- "Falência" (2005)
Luxembourg	Sursis de paiement (1870,1934)		"Recuperação Judicial" (réorg. judiciaire) (2005)
	Gestion contrôlée (1935)	Chine	Recuperação Extrajudicial (renég. privée) (2005)
	Faillite (1870)		Procédure de Réorganisation (2007)
Pays-Bas	Concordat préventif (1886)		Procédure de Liquidation (2007)
	Bankruptcy (Faillissement) (1896)	États-Unis	Procédure de Conciliation (2007)
	Suspension of Payments (Surseance van betaling) (1896)		Chapter 11 (reorganization) (1979)
		Tunisie	Chapter 7 (liquidation) (1979)
			Redressement des entreprises (1995)
			Faillite-Liquidation (1959)

Source : d'après les auteurs.

Notre approche adopte une démarche indiciaire (cf. *supra*), tout en proposant des pistes originales d'amélioration méthodologique.

Premièrement, les indices sont calculés au niveau des procédures elles-mêmes<sup>5</sup>. Ce choix permet d'inclure les législations dans lesquelles coexistent plusieurs parcours de faillite, étant entendu que la plupart des législations contemporaines proposent *a minima* deux familles de procédures : l'une dédiée à la liquidation, l'autre à la continuation. Au total, nous disposons de 157 indices binaires<sup>6</sup> par procédure. Chaque indice correspond à une question à laquelle répondent, en moyenne, deux experts nationaux<sup>7</sup> (praticiens et académiques) spécialistes reconnus du droit commercial et du droit de la faillite.

Deuxièmement, nos indices affinent la classification des créances par rang de priorité. La plupart des approches indiciaires distinguent créanciers *junior* (chirographaires) et *senior* (sécurisés et privilégiés). Notre approche retient une classification plus fine : (1) créances chirographaires, (2) frais de justice, (3) créances salariales, (4) créances publiques (État, collectivités locales), (5) créances sécurisées, elles-mêmes divisées en six sous-catégories : sûretés réelles sur un ou plusieurs actif(s) (*fixed charges*) avec/sans droit de rétention, sûretés réelles sur l'ensemble du patrimoine du débiteur (*floating charges*), créances assorties d'une clause de réserve propriété, créances liées au crédit-bail, sûretés personnelles (caution personne physique/personne morale).

Troisièmement, nos indices font l'objet d'une typologie définie *ex ante* permettant de réduire l'hétérogénéité qui pourrait affecter leur agrégation. Les indices binaires d'une même « famille » sont ainsi regroupés dans un chapeau thématique décrivant une fonction économique particulière du droit de la faillite. Nous distinguons dix grandes familles de fonctions que nous détaillons ci-après. Les indices relevant d'une seule et même fonction sont sommés, puis transformés en pourcentages, pour finalement déboucher sur un indicateur agrégé homogène (note/100). Notre article rassemble, pour chaque procédure<sup>8</sup>, les valeurs prises par ces indicateurs agrégés. Nous expliquons ci-dessous comment ces derniers capturent chacune des fonctions du droit de la faillite. Les annexes rassemblent la totalité des questions posées, à l'origine de 157 indices.

### *Fonction 1 : accessibilité – faciliter l'accès à la procédure collective*

Une procédure collective peut être plus ou moins aisée à déclencher et/ou accessible au débiteur et à ses créanciers. On distingue donc l'accessibilité du critère d'ouverture (conditions requises pour déclencher la procédure) et l'accessibilité aux *stakeholders* (qui, parmi eux, sont autorisés à déclencher la procédure).

La théorie financière suggère qu'une procédure collective accessible accroît les chances d'une résolution rapide et peu coûteuse du défaut en raison de son traitement plus précoce (Povel, 1999). Cependant une procédure facile à déclencher peut être utilisée de manière opportuniste par le débiteur et/ou par certains créanciers, si ladite procédure renforce leurs bénéfices privés. À l'extrême, des défauts stratégiques peuvent diminuer la valeur de l'entreprise et nuire au bien-être général (Delaney, 1999 ; White, 2007).

Pour mesurer l'accessibilité de la procédure, un premier chapeau englobe vingt-trois indices binaires (cf. annexe pour une liste complète des indices) : neuf indices relatifs aux critères de déclenchement de la procédure (indicateur agrégé ACCESS\_CRIT) et quatorze indices relatifs à l'étendue des *stakeholders* autorisés à déclencher celle-ci (indicateur agrégé ACCESS\_STAKE). Par exemple : « le tribunal ne peut pas s'opposer à l'ouverture de la procédure » (O/N) ; « les personnes morales de droit privé peuvent bénéficier de la procédure » (O/N), etc. Plus les notes ACCESS\_CRIT et ACCESS\_STAKE sont proches de 100 %, plus la procédure considérée est accessible.

### *Fonction 2 : flexibilité – assouplir le traitement judiciaire du défaut*

122

Les systèmes de faillite proposent généralement un menu de procédures, qui sont autant de moyens de résoudre les difficultés de l'entreprise. Cette résolution peut se faire dans un cadre plus ou moins rigide. Une procédure « rigide » offre (à l'extrême) une seule manière de traiter les difficultés : il est difficile d'y trouver des alternatives, informelles ou judiciaires. À l'opposé, une procédure « flexible » prévoit des solutions alternatives, permet de changer de procédure(s), voire de revenir à un accord informel.

Pour rendre compte de la flexibilité des procédures, l'indicateur FLEXIBILITY agrège cinq indicateurs binaires (cf. annexe) : « La personne à l'initiative de la procédure pouvait choisir une autre procédure » (O/N) ; « L'issue de la procédure peut être une autre procédure » (O/N) ; « La procédure peut être interrompue si le débiteur conclut un accord avec un/plusieurs créancier(s) » (O/N) ; « Le débiteur a la possibilité d'interrompre la procédure » (O/N) ; « Au moins un créancier peut interrompre la procédure » (O/N). Plus la note FLEXIBILITY est proche de 100 %, plus la procédure considérée est flexible.

### *Fonction 3 : valorisation/coûts de faillite – donner un « prix » à la procédure*

Le traitement judiciaire du défaut de paiement est coûteux. Les coûts directs renvoient aux frais de justice payés aux mandataires de justice

(administrateurs, liquidateurs, etc.). Les coûts indirects correspondent aux coûts d'opportunités liés à la faillite (projets avortés, perte de réputation, délais de renégociation accrus, etc.). Notons que si ces coûts grèvent la valeur d'entreprise, ils sont aussi la contrepartie d'un service (coordination des créanciers, audit, accompagnement du débiteur, etc.) qui peut profiter à l'ensemble des créanciers (Webb, 1987).

La mesure des coûts de faillite est une tâche difficile car elle requiert une analyse individuelle des dossiers de faillite, difficilement accessibles. Des études récentes estiment la moyenne des coûts directs (rapportés aux dettes) entre 2,7 % et 3,1 % pour la France, entre 0,1 % et 8 % pour le Royaume-Uni (selon la procédure : Blazy *et al.*, 2013a), et entre 2,1 % et 10,1 % (rapportés aux actifs) pour les États-Unis (selon la taille de l'entreprise : Lubben, 2010). Les coûts indirects, pour leur part, sont souvent approximés par la durée de la procédure. Blazy *et al.* (2013a) trouvent une durée moyenne comprise entre 3,1 et 11,6 mois pour la France, et entre 26,4 et 38,9 mois pour le Royaume-Uni. Bris *et al.* (2006) encadrent cette durée moyenne entre 24 et 28 mois pour les États-Unis.

L'enquête *Doing Business* (Banque mondiale, 2018) suit une méthodologie différente pour estimer les coûts de faillite, puisque fondée sur un cas fictif. Selon leur estimation, les coûts directs (rapportés au patrimoine) sont égaux à 9 % (France), 6 % (Royaume-Uni) et 10 % (États-Unis). Si ces chiffres ne sont pas éloignés des valeurs calculées sur dossiers réels, les classements entre pays divergent fortement. Ce n'est pas surprenant, compte tenu des différences fondamentales de méthodologie.

L'approche que nous développons est radicalement différente et se veut complémentaire des études mentionnées *supra*. Précisément, nous analysons le contenu de la législation de manière à mesurer le caractère « théoriquement coûteux » de la procédure, grâce à cinq indicateurs binaires qui composent l'indicateur agrégé COSTLY (cf. annexe). Par exemple, le fait que « la rémunération des mandataires de justice ne soit pas plafonnée » et/ou que leur profession « bénéficie de barrières à l'entrée » indique que ce pays peut présenter des coûts de faillite plus élevés que d'autres pays pour lesquels un tel plafond de rémunération existe et/ou dans lequel les mandataires de justice sont en concurrence. Les faits empiriques peuvent évidemment contredire cette prédiction : leur analyse va toutefois au-delà des limites du présent article, dont l'objet est d'étudier « le contenu des textes et non leurs effets ou la manière dont ils sont appliqués ». Plus la note COSTLY est proche de 100 %, plus la procédure considérée est théoriquement coûteuse (coûts directs et indirects).

*Fonction 4 : information – production d'information publique*

Les procédures collectives sont généralement rendues publiques<sup>9</sup>. En France, hormis les procédures confidentielles (mandat *ad hoc*, conciliation), l'ouverture d'une sauvegarde, d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire est publiée au BODACC.

Le caractère public de la procédure trouve sa justification dans le non-respect des engagements contractuels du débiteur. Les créanciers ayant la priorité sur les actionnaires, le défaut transforme leurs créances en créances résiduelles. La recherche d'efficacité commande donc que l'ensemble des créanciers soit informé de l'existence d'une procédure pouvant affecter non seulement la valeur de leur créance, mais aussi celle des actifs. Une fois la procédure déclenchée, l'entreprise peut bénéficier d'un audit de l'activité et d'une vérification de l'étendue de ses dettes. Les conclusions de cet audit sont généralement transmises aux créanciers (ou à leur représentant) et/ou au tribunal. Cette production d'information est bénéfique car elle réduit les risques d'erreurs d'arbitrage au moment du choix entre liquidation/continuation, et peut dissuader les défauts stratégiques (Townsend, 1979 ; Gale et Hellwig, 1985). À l'opposé, d'autres procédures (le plus souvent préventives) ne prévoient pas d'audit car elles privilégient la confidentialité afin de préserver la réputation du débiteur et d'éviter les comportements de « sauve-qui-peut » (Sutton et Callahan, 1987).

124

Pour rendre compte de la production d'information, nous construisons un indicateur agrégé INFORMATION à partir de onze indices binaires. Par exemple (cf. annexe pour une liste complète) : « un audit du débiteur a lieu durant la procédure » (O/N) ; « les partenaires de l'entreprise ont accès à l'information contenue dans le dossier de défaillance » (O/N), « la procédure n'est pas confidentielle » (O/N), etc. Plus la note INFORMATION est proche de 100 %, plus la procédure considérée est transparente, au sens où elle produit davantage d'information publique.

*Fonction 5 : protection des actifs – préserver le patrimoine du débiteur*

Les procédures collectives ont pour fonction première de préserver la valeur des actifs de l'entreprise en difficulté. Une procédure protégeant mal le patrimoine du débiteur ruinerait ses perspectives de redressement et pourrait diminuer *in fine* le recouvrement global des créanciers (Blazy et Chopard, 2004). En imposant des règles de management spécifiques, la procédure collective donne le temps nécessaire à la collecte d'information et à la prise de décision. Certains actes de gestion (licenciements, rémunération, investissements, etc.) peuvent être soumis à autorisation préalable (via requêtes et ordonnances). La

procédure peut permettre d'annuler des conventions qui nuiraient à l'entreprise (prononcé d'une période suspecte, par exemple). Il en va de même des mesures préventives (droit d'alerte, certification des comptes, prévention-détection, etc.) destinées à préserver l'activité en amont du défaut.

Notre indicateur relatif à la protection des actifs (PROTECT\_ASSETS) rassemble onze indices binaires (cf. annexe pour une liste complète). Par exemple : « la vente des actifs du débiteur est soumise à autorisation » (O/N) ; « la loi permet à certains partenaires d'alerter le dirigeant sur ses difficultés avant la procédure » (O/N), etc. Plus la note PROTECT\_ASSETS est proche de 100 %, plus la procédure considérée propose un éventail d'outils destinés à protéger les actifs du débiteur, sans préjuger de leur efficacité réelle.

#### *Fonction 6 : protection des créances – préserver la capacité de recouvrement*

Quelle que soit l'issue de la défaillance, l'apurement du passif repose sur le classement des créances (*ranking*) en fonction de leurs sûretés ou leurs privilèges. Par exemple, le droit français protège les intérêts des salariés qui bénéficient d'un « superprivilège ». À l'opposé, la procédure d'*administrative receivership* au Royaume-Uni privilégie les intérêts des banques détentrices d'une *floating charge*. Le *pool* de créanciers forme donc un ensemble hétérogène, dissimulant des divergences d'intérêts entre les catégories de créances, elles-mêmes déterminées par leur position respective dans l'ordre de priorité de remboursement. Aussi nous mesurons la capacité de la procédure collective à protéger le recouvrement des créanciers (*rights of recovery*) en tenant compte de cette hétérogénéité.

Pour rendre compte de ces différences, nous distinguons les frais de justice (PRACT), les créances salariales (EMPL), les créances publiques ou assimilées (STATE), les créances sécurisées (SECURED : gages, hypothèques, cautions, clauses de réserve de propriété, *leasing*) et les créances chirographaires (UNSEC)<sup>10</sup>. Des questions identiques sont posées pour chacune de ces classes, avec la possibilité de réponses différentes de l'une à l'autre. Un indicateur agrégé (PROTECT\_X) rassemble, pour chaque classe « X », deux à huit indices binaires (cf. annexe pour une liste complète) : par exemple, « les créances X peuvent être payées en dehors de la procédure » (O/N) ; « il n'existe pas de limite temporelle à leur déclaration » (O/N), etc. Pour chaque catégorie de créanciers « X », plus la note PROTECT\_X est proche de 100 %, plus la procédure considérée protège la capacité de recouvrement de ladite catégorie.

*Fonction 7 : coordination – intérêts individuels versus  
intérêts collectifs*

La renégociation informelle de la dette s'effectue généralement de manière non coordonnée. Deux risques peuvent compromettre l'efficacité d'une telle solution par opposition à la solution judiciaire. Premièrement, les créanciers peuvent ne pas dégager une majorité suffisante en faveur d'un accord, en raison de comportements de passager clandestin (Bolton et Scharfstein, 1996). Deuxièmement, les créanciers peuvent poursuivre individuellement et anarchiquement le débiteur en justice pour récupérer leur créance (*common pool problem* ; Jackson, 1986).

Il existe divers moyens de coordonner les créanciers, une fois la procédure déclenchée. En général, un syndic de faillite (mandataire judiciaire) représente et coordonne leurs intérêts. Sa tâche consiste à vérifier les créances en début de procédure et à organiser ensuite leur désintéressement. L'interdiction des paiements (*stay of claims*) et la suspension des poursuites individuelles (*statutory moratorium*) empêchent toute course anarchique des créanciers (Gertner et Scharfstein, 1991 ; Longhofer et Peters, 2004). La décision sur le sort du débiteur peut se faire sur une base collective (vote) ou centralisée (tribunal) : dans les deux cas, les créanciers sont soumis à un mécanisme de coordination. Enfin la procédure collective peut réduire les asymétries d'information entre les parties afin d'éviter qu'elles provoquent l'échec d'une solution négociée.

126

La force de cette coordination varie d'une procédure à l'autre et entre les pays. Pour rendre compte de ces différences, nous construisons, pour chaque catégorie de créanciers « X », un indicateur COORD\_X composé de cinq indices binaires (cf. annexe) : « les poursuites individuelles des créanciers X sont suspendues durant la procédure » (O/N) ; « ils sont soumis à l'interdiction des paiements » (O/N) ; « ils sont consultés durant la procédure » (O/N) ; « ils sont informés durant la procédure » (O/N) ; « un mandataire judiciaire représente leurs intérêts » (O/N). Plus la note COORD\_X est proche de 100 %, plus la catégorie de créanciers « X » bénéficie d'une bonne coordination dans la procédure.

*Fonction 8 : décision – faciliter la décision collective  
des créanciers (démocratie)*

Au terme de la procédure, l'entreprise peut être liquidée (actif par actif : *piecemeal liquidation* ; via une cession : *sale*) ou redressée par voie de continuation (*reorganization plan*). La question est de savoir à quelle catégorie de créanciers revient le pouvoir d'arbitrer entre ces issues. En théorie, seuls les créanciers résiduels disposent des meilleures

incitations, car c'est à eux que profite toute augmentation marginale de la valeur d'entreprise. Néanmoins leur identification est complexe car elle requiert une juste estimation de cette valeur selon que l'entreprise est liquidée ou continuée. En pratique, les systèmes de faillite divergent sur cette question. On peut isoler deux cas polaires : le droit français, où le sort du débiteur dépend d'une décision de justice<sup>11</sup> (tribunal de commerce), et le droit nord-américain (*Chapter 11*), dans lequel les *stakeholders* se prononcent par vote, le poids de chacun dépendant à la fois du montant de la créance et du degré de privilège.

L'indicateur DECISION\_X, composé de cinq à six questions binaires pour chaque classe de créanciers « X », résume la fonction décisionnelle (cf. annexe) : « les créanciers X sont consultés dans la prise de décision finale » (O/N) ; « ils disposent d'un droit de recours » (O/N) ; « ils votent sur le sort du débiteur » (O/N) ; « ils peuvent prendre le contrôle du débiteur » (O/N) ; « le tribunal ne peut pas leur imposer une solution qu'ils rejettent » (O/N). Plus la note DECISION\_X est proche de 100 %, plus la catégorie de créanciers « X » bénéficie d'un pouvoir de décision élevé dans la procédure.

### *Fonction 9 : sanction – sanctionner la faute de gestion*

Alors que la faillite correspondait à une sanction pénale en droit romain et dans les républiques italiennes du Moyen Âge (Soinne, 1995), les procédures collectives contemporaines contiennent un volet civil et, surtout, dissocient le sort du dirigeant de celui de l'entreprise (Marco, 1984). Les législations se sont dotées d'outils répressifs plus ou moins sophistiqués à l'encontre des dirigeants ayant commis une faute de gestion. En amont du défaut, les sanctions ont un rôle disciplinant : leur éventualité peut modifier les stratégies d'investissement des entreprises et leurs conditions de financement (Blazy *et al.*, 2013b). En aval du défaut, les sanctions protègent les créanciers (extension de la procédure au patrimoine du dirigeant, etc.) et le milieu des affaires (interdiction de gérer, emprisonnement, etc.).

Pour mesurer la sévérité des procédures, nous construisons l'indicateur SANCTION composé de six indices binaires (cf. annexe) : « le dirigeant fautif et/ou incompetent peut être évincé de la direction de l'entreprise » (O/N) ; « les dirigeants ayant contribué à appauvrir l'entreprise peuvent devoir combler personnellement le passif » (O/N) ; « les décisions engagées en amont du défaut peuvent être annulées si elles ont contribué à appauvrir l'entreprise » (O/N) ; « les dirigeants fautifs peuvent être interdits de gérer » (O/N) ; « les dirigeants fautifs peuvent faire l'objet de peines d'emprisonnement » (O/N) ; « des sanctions peuvent s'appliquer en cas de non-respect des

engagements pris dans le cadre d'une continuation » (O/N). Plus la note SANCTION est proche de 100 %, plus la procédure considérée sanctionne sévèrement la faute de gestion.

### *Fonction 10 : liquidation versus continuation*

La décision de liquider ou de redresser une entreprise défaillante relève, en théorie, de la comparaison entre ses valeurs de continuation et de liquidation (White, 1989). Or l'estimation de la valeur de continuation est difficile pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la poursuite de l'activité s'accompagne de mesures de restructuration et induit une prise de risque supplémentaire, ce que peuvent vouloir éviter certaines catégories de créanciers, notamment les banques si l'asymétrie d'information est trop marquée (Stiglitz et Weiss, 1981). Ensuite la valeur de continuation d'une entreprise est difficile à estimer car elle repose sur des hypothèses prévisionnelles et requiert le choix – délicat – d'un taux d'actualisation pertinent (Barthélémy *et al.*, 2009).

Cette décision peut être soumise au vote des créanciers (Stef, 2017) ou transférée à un juge (Fisher et Martel, 2007). Rien ne garantit cependant que ces mécanismes aboutissent à une issue collectivement optimale (manque de coordination, transitivité imparfaite des préférences individuelles, complexité inhérente à la fonction-objectif des tribunaux, biais comportementaux des juges, etc.).

De manière plus radicale, l'approche fondée sur la maximisation de la valeur d'entreprise est incomplète car elle n'envisage pas les effets externes liés à la liquidation d'une entreprise. Par exemple, la nécessité de protéger les salariés et le tissu industriel peut conduire le législateur à privilégier la continuation, même si celle-ci induit une valeur recouvrée moindre (Blazy *et al.*, 2011). Or un biais systématique en faveur de la continuation peut aussi avoir des effets négatifs pour l'économie, y compris dans la perspective d'une plus grande protection économique et sociale, car continuer à tort une activité déficitaire peut aggraver les conséquences du défaut ou s'opérer au détriment des partenaires de l'entreprise.

Au total, les différents systèmes de faillite peuvent être plus ou moins orientés en faveur de l'une ou l'autre issue. Pour rendre compte du « biais » de liquidation/continuation, nous construisons deux indicateurs composés respectivement de vingt-cinq indices binaires (quatorze décrivant l'orientation proliquidation<sup>12</sup> de la procédure, onze décrivant son orientation procontinuation). Par exemple (cf. annexe pour une liste complète) : « le tribunal peut forcer la liquidation » (O/N) ; « le tribunal peut forcer la continuation » (O/N), etc. Plus chacune des deux notes EASE\_LIQUID et EASE\_REORG est proche de 100 %, plus la procédure considérée favorise l'une ou l'autre issue.

La partie suivante rassemble les valeurs des indicateurs précités sur cinquante-cinq procédures (préventives et curatives). Elle dresse un panorama des grands systèmes de faillite en Europe (quatorze pays) et au-delà de ses frontières (six pays).

### *ANALYSE STATISTIQUE : LES PROCÉDURES COLLECTIVES PAR GRANDES FONCTIONS*

L'analyse des procédures collectives par grandes fonctions permet de mettre en lumière deux dimensions fondamentales consistant à (1) maximiser la valeur d'entreprise, (2) partager cette valeur entre les créanciers. De ce point de vue, les procédures ne s'équivalent pas, comme en attestent les variations observées sur nos indicateurs. Cette hétérogénéité illustre les limites d'une opposition entre systèmes débiteur *versus* créancier (Fisher et Martel, 2012), ou d'un classement fondé sur l'origine du droit des pays (droit civil *versus* droit commun). Les oppositions entre systèmes de faillite reposent sur des critères manifestement plus complexes.

#### *Maximisation de la valeur d'entreprise*

Le tableau 2 (*infra*) rassemble, pour chaque pays et procédure, nos indicateurs agrégés (en prêtant une attention particulière à la législation française<sup>13</sup>). Chacun décrit une fonction susceptible d'influer sur la valeur d'entreprise : accessibilité, flexibilité, coûts de faillite, information, protection des actifs, sanction, biais en faveur de la liquidation-cession et/ou de la continuation. Ce tableau donne aussi les moyennes, les médianes et les écarts types des indicateurs. Les valeurs soulignées correspondent aux valeurs minimales et maximales. Les flèches descendantes (respectivement ascendantes) indiquent des valeurs inférieures (respectivement supérieures) au 1<sup>er</sup> (respectivement 3<sup>e</sup>) quartile.

Les restrictions de déclenchement imposées à certaines catégories de *stakeholders* sont plus prégnantes dans les procédures dédiées à la préparation d'un plan (renégociation de la dette). Il s'agit ici de lutter contre une utilisation opportuniste de la renégociation si trop de parties peuvent l'initier. L'indicateur ACCESS\_STAKE prend ainsi des valeurs plus faibles pour les procédures de renégociation<sup>14</sup>. En contrepartie, les procédures dédiées à la prévention doivent pouvoir être déclenchées le plus tôt possible, et donc reposer sur des critères peu restrictifs : comme en témoignent les valeurs élevées de l'indicateur ACCESS\_CRIT<sup>15</sup>, ce choix semble avoir été opéré par le législateur français<sup>16</sup> (sauvegarde, conciliation) et italien (*Concordato Preventivo*).

**Tableau 2**  
**Indicateurs juridiques de systèmes de faillite**

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
Allemagne	Regelinsolvenzverfahren (1999)	56 %	▲79 %	▼40 %	▲80 %	▲91 %	▲73 %	83 %	36 %	▲68 %
	Insolvenzplanverfahren (1999)	▲67 %	▲71 %	▼40 %	▲80 %	▲91 %	▲73 %	83 %	36 %	▲68 %
Autriche	Insolvenzverfahren (2010)	56 %	43 %	▼40 %	▲80 %	77 %	▲68 %	▲100 %	▲57 %	▼32 %
Danemark	Bankruptcy procedure (1977,1997)	▲67 %	43 %	▼20 %	▼5 %	▲86 %	64 %	▼50 %	50 %	▼41 %
	Suspension of Payments (1927,1984,2011)	▲67 %	▼29 %	60 %	▼25 %	82 %	▼36 %	▼50 %	▼29 %	▼41 %
Espagne	Concurso (liquidation) (2004)	▲67 %	57 %	60 %	▼25 %	82 %	▲82 %	83 %	▲64 %	50 %
Finlande	Restructuring proceedings (1993)	56 %	50 %	▲80 %	▲60 %	73 %	▲77 %	▼50 %	▼18 %	▲73 %
	Bankruptcy (Liquidation) (2004)	56 %	▲64 %	▲80 %	▼40 %	73 %	▲77 %	▼50 %	▲57 %	▼0 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
France	Conciliation (2005,2008)	▲89 %	43 %	60 %	▼20 %	▼18 %	▼14 %	▼0 %	▼0 %	▼36 %
	Sauvegarde (2005,2008)	▲89 %	▼36 %	60 %	50 %	▼55 %	55 %	▼0 %	▼11 %	▲64 %
	Liquidation judiciaire (2005,2009)	▼44 %	▲64 %	▼0 %	55 %	▲100 %	▲91 %	▲100 %	▲71 %	▼27 %
	Redressement judiciaire (2005,2009)	56 %	▲64 %	60 %	50 %	▲86 %	▲82 %	67 %	32 %	▲64 %
Hongrie	CSÖDELJÁRÁS (bankruptcy proceedings) (1992)	▼44 %	▲79 %	▼40 %	45 %	64 %	▼41 %	▼0 %	▼11 %	▲59 %
	FELSZÁMOLÁSI ELJÁRÁS (liquidation) (1992)	▼44 %	50 %	60 %	▼30 %	▼55 %	59 %	▲100 %	46 %	▼41 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
Italie	Amministrazione Straordinaria Delle Grandi Imprese in Crisi (1999)	▼22 %	50 %	▼40 %	▲90 %	▲86 %	59 %	67 %	39 %	▲68 %
	Concordato Fallimentare (2006)	▼11 %	43 %	▼0 %	▼40 %	▼50 %	50 %	83 %	▲64 %	50 %
	Accordi di Ristrutturazione dei Debiti (2005)	56 %	43 %	▲80 %	▼20 %	64 %	▼36 %	▼0 %	▼21 %	▼41 %
	Piani Attestati di Risanamento (2006)	▲67 %	50 %	▲80 %	▲60 %	▼36 %	▼32 %	▼0 %	▼18 %	▼27 %
	Concordato Preventivo (sauvegarde) (2005)	▲89 %	▼14 %	▲80 %	▼40 %	73 %	▼36 %	▼17 %	50 %	50 %
	Fallimento (liquidation) (1942)	▼33 %	▲86 %	▼20 %	▲60 %	▲86 %	55 %	67 %	▲61 %	50 %
Luxembourg	Sursis de paiement (1870,1934)	▼44 %	▼14 %	60 %	▼40 %	▼55 %	▲86 %	▲100 %	39 %	▲59 %
	Gestion contrôlée (1935)	▼33 %	▼7 %	▼40 %	▼40 %	77 %	55 %	83 %	▼29 %	▲59 %
	Faillite (1870)	▼44 %	43 %	▼20 %	▼40 %	▼23 %	55 %	83 %	32 %	▼0 %
	Concordat préventif (1886)	▼22 %	▼21 %	60 %	▲80 %	68 %	▼32 %	67 %	50 %	45 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
Pays-Bas	Bankruptcy (Faillissement) (1896)	56 %	▼36 %	▼20 %	▲60 %	▲86 %	▲73 %	83 %	▲54 %	50 %
	Suspension of Payments (Surseance van betalen) (1896)	▲78 %	▼36 %	60 %	55 %	73 %	▼41 %	▼50 %	▼14 %	45 %
Pologne	POSTĘPOWANIE NAPRAWCZE (réorg.) (2003)	56 %	43 %	60 %	▼40 %	▼50 %	▼32 %	67 %	▼0 %	▲73 %
	UPADŁOŚĆ Z MOŻLIWOŚCIĄ, Arrangement (2003)	▼33 %	▲71 %	▼40 %	▲100 %	▲86 %	59 %	▲100 %	50 %	▲59 %
	Winding-up (liquidation) (2003)	▼33 %	▲71 %	▼40 %	▲100 %	▲86 %	50 %	67 %	46 %	▼0 %
Roumanie	Mandat ad-hoc (2010)	▼44 %	▼21 %	60 %	▲60 %	▼0 %	0 %	67 %	▼7 %	▲68 %
	Concordat (procédure préventive) (2010)	▼33 %	▼7 %	▼40 %	50 %	59 %	50 %	83 %	▼7 %	50 %
	Procédure générale (2006)	56 %	▼36 %	▼20 %	55 %	▲86 %	▲68 %	▲100 %	▲57 %	50 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
Royaume-Uni	Creditors Voluntary Liquidation (Companies Acts : 1850+)	56 %	43 %	60 %	▲60 %	77 %	55 %	▲100 %	50 %	▲59 %
	Compulsory liquidation (Companies Acts : 1855)	▲89 %	▼29 %	▼40 %	▲80 %	77 %	▲68 %	▲100 %	▲54 %	▼27 %
	Administration (1986,2003)	▲67 %	50 %	▼40 %	45 %	77 %	▲68 %	▲100 %	39 %	▼41 %
	Administrative Receivership (1986)	56 %	57 %	▼20 %	▲60 %	59 %	▼41 %	67 %	▼21 %	▼32 %
	Company Voluntary Arrangement (1986)	56 %	▼7 %	▲80 %	▲60 %	73 %	▼32 %	83 %	43 %	▲59 %
Suisse	Procédure concordataire (1997 et 1994)	56 %	▲79 %	▲80 %	50 %	59 %	▲68 %	83 %	43 %	55 %
	Procédure de faillite (1889)	▲67 %	▲71 %	▲80 %	▼25 %	68 %	▲68 %	67 %	▲61 %	▼41 %
Afrique du Sud	Winding-up (by the Court) (1974)	56 %	50 %	▼40 %	▼40 %	73 %	▼41 %	▼33 %	39 %	▼9 %
	Winding-up (Voluntary) (1974)	▼44 %	50 %	60 %	▲60 %	73 %	▼41 %	▼33 %	▲79 %	▼0 %
	Judicial Management (1974)	56 %	50 %	▼40 %	▼40 %	▼45 %	45 %	▼33 %	32 %	45 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
Argentine	Concurso Preventivo (1995)	▲67 %	▼36 %	▲80 %	▼40 %	▲86 %	▲77 %	▲100 %	50 %	▲100 %
	Acuerdo Preventivo Extrajudicial (2002)	▲67 %	50 %	▲80 %	▼5 %	▼50 %	▼0 %	▼50 %	▼4 %	▲59 %
	Quiebra (Concurso Liquidatorio) (1995)	▲89 %	▲86 %	▲80 %	▼20 %	▲86 %	▲73 %	▲100 %	▲64 %	▼14 %
Brésil	Liquidation- “Falência” (2005)	56 %	▲71 %	▼40 %	▲80 %	77 %	50 %	▼50 %	▲64 %	55 %
	“Recuperação Judicial” (réorg. judiciaire) (2005)	▼44 %	▲71 %	60 %	50 %	▲86 %	▲68 %	▼50 %	50 %	▲64 %
	Recuperação Extrajudicial (renég. privée) (2005)	56 %	▼7 %	▲100 %	▲80 %	▼27 %	▼32 %	67 %	▼21 %	55 %
Chine	Procédure de réorganisation (2007)	▼33 %	50 %	▼40 %	50 %	▼50 %	▲68 %	▲100 %	46 %	55 %
	Procédure de liquidation (2007)	▼33 %	50 %	▼40 %	50 %	▼50 %	▲68 %	▲100 %	46 %	55 %
	Procédure de conciliation (2007)	▼33 %	50 %	▼40 %	50 %	▼50 %	▲68 %	▲100 %	▲54 %	55 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Accessibilité de la procédure (critère)	Accessibilité de la procédure ( <i>stakeholders</i> )	Flexibilité de la procédure	Coûts de faillite (potentiels)	Production d'information	Protection des actifs	Sanction des dirigeants	Biais en faveur de la liquidation	Biais en faveur de la continuation
		ACCESS _CRIT	ACCESS _STAKE	FLEXI- BILITY	COSTLY	INFOR- MATION	PROTECT _ASSETS	SANCTION	EASE _LIQUID	EASY _REORG
États-Unis	Chapter 11 (reorganization) (1979)	56 %	43 %	▲80 %	▲80 %	73 %	▲73 %	▼33 %	▼29 %	45 %
	Chapter 7 (liquidation) (1979)	56 %	43 %	▲100 %	▼40 %	▼50 %	64 %	▼50 %	▲54 %	▼41 %
Tunisie	Redressement des entreprises (1995)	▲67 %	▲79 %	60 %	▲60 %	▲95 %	▲95 %	▲100 %	43 %	▲68 %
	Faillite-liquidation (1959)	▼44 %	▲79 %	▼40 %	▲80 %	68 %	59 %	83 %	43 %	▼0 %
	Moyenne	53,9 %	48,4 %	52,7 %	52,4 %	67,4 %	56,0 %	67,0 %	39,7 %	46,2 %
	Médiane	55,6 %	50,0 %	60,0 %	50,0 %	72,7 %	59,1 %	66,7 %	42,9 %	50,0 %
	Écart type	17,3 %	20,9 %	23,0 %	21,6 %	20,5 %	20,4 %	30,6 %	19,0 %	21,0 %

Lecture du tableau : pour chaque colonne, les valeurs soulignées correspondent aux minima/maxima. Les flèches descendantes (respectivement ascendantes) indiquent les valeurs inférieures (respectivement supérieures) au premier (respectivement troisième) quartile.

Source : d'après les auteurs.

À l'instar de la plupart des procédures allemandes ou britanniques, les procédures françaises se distinguent par une flexibilité moyenne ou faible<sup>17</sup> : le passage de l'une à l'autre est plus difficile à opérer qu'aux États-Unis, par exemple, où l'indicateur FLEXIBILITY est très supérieur à la moyenne<sup>18</sup> : le choix d'une procédure y revêt un caractère moins irréversible, et autorise encore des arbitrages de procédures, alors même que la solution judiciaire a été engagée.

Si l'analyse des coûts de faillite théoriques fait apparaître des situations contrastées<sup>19</sup>, les procédures françaises présentent un indicateur COSTLY proche de la moyenne (à l'exception de la conciliation, procédure plus légère, donc moins coûteuse). Cette position intermédiaire peut être reliée au fait que les administrateurs et les mandataires judiciaires exercent en France une profession libérale réglementée (rémunération fixée par décret). En Europe, le cas français contraste avec les systèmes de faillite allemands et britanniques, théoriquement plus coûteux, chacun pour des raisons différentes. En Allemagne tout d'abord, les dossiers impécunieux n'ont pas accès à la procédure collective. Au Royaume-Uni ensuite, la rémunération des *insolvency practitioners* (souvent des compagnies d'audit) est susceptible de varier plus librement malgré la supervision éventuelle d'un *liquidation committee*<sup>20</sup>. En outre, les procédures britanniques peuvent être longues à clôturer (Blazy et Nigam, 2018). Hors Europe, les procédures nord-américaines présentent des oppositions intéressantes : la réorganisation (*Chapter 11*) est plus coûteuse *a priori* que la liquidation (*Chapter 7*). Le *Chapter 11* nord-américain – souvent considéré comme un *benchmark* en matière de résolution du défaut – a donc un coût pour la collectivité, ce qui pourrait justifier son utilisation pour les plus grosses affaires<sup>21</sup>.

S'agissant de production d'information, nous avons vu que les procédures transparentes peuvent nuire à la confidentialité des renégociations. Le cas français est symptomatique de cet arbitrage entre transparence et confidentialité : les procédures dédiées à la prévention (conciliation, sauvegarde) présentent des indicateurs INFORMATION assez faibles qui contrastent avec les valeurs élevées pour le redressement et la liquidation judiciaires. On observe une opposition semblable en Italie, en Roumanie et au Brésil<sup>22</sup>.

La plupart des systèmes de faillite prévoient des règles de protection des actifs spécifiques, par exemple en annulant/forçant certains contrats, en limitant la revente d'actifs, en évinçant tout ou partie de l'équipe dirigeante, etc. Un premier groupe de pays partagent une caractéristique commune sur l'indicateur PROTECT\_ASSETS (France, Roumanie, Royaume-Uni<sup>23</sup>, Brésil et, dans une moindre mesure, Luxembourg, Pays-Bas) : chacun oppose les procédures judiciaires « classiques » – protectrices des actifs – aux procédures préventives (ou assimilées) –, dans

lesquelles le patrimoine du débiteur est sensiblement moins protégé. On peut interpréter l'esprit qui sous-tend cette dualité : dans un cadre préventif, déroger aux règles de droit commun n'est pas justifié, au risque d'enlever toute force aux engagements contractuels. À côté de ce premier groupe de pays, d'autres systèmes de faillite se distinguent : tantôt peu protecteurs (Italie, Pologne, Danemark, Hongrie, Afrique du Sud), tantôt très protecteurs des actifs (Allemagne, Espagne, Finlande, Suisse, États-Unis<sup>24</sup>, Chine, Tunisie).

La plupart des systèmes de faillite prévoient des mesures de discipline managériale. L'indicateur SANCTION rend compte de cette dimension<sup>25</sup> et fait apparaître un antagonisme entre les systèmes plus répressifs (Autriche, Luxembourg, Pologne, Roumanie, Royaume-Uni, Chine, Tunisie) et les autres, plus indulgents (Danemark, Finlande, Italie, Pays-Bas, Brésil, États-Unis). Le cas nord-américain reflète la particularité du climat des affaires : la défaillance ne revêt pas le caractère infamant que l'on peut lui prêter, par exemple, en France (Lee *et al.*, 2010 ; Peng *et al.*, 2010). La législation française présente, pour sa part, l'originalité d'un régime « hybride » en matière de sanction des dirigeants : pour promouvoir la prévention, le législateur a amoindri le caractère répressif de la conciliation et de la sauvegarde. À l'opposé, la liquidation judiciaire compte parmi les procédures les plus sévères<sup>26</sup>.

138

La littérature oppose fréquemment les systèmes de faillite selon leur orientation pro-débiteur/pro-créancier. Aussi intéressante soit-elle, cette opposition nous semble être du second ordre au regard de la distinction entre systèmes favorisant la continuation/liquidation. C'est d'ailleurs sur cette opposition que les pays ont le plus amendé leurs législations, souvent en faveur du sauvetage des entreprises. Ainsi, depuis 2002, l'*Enterprise Act* britannique mentionne un ensemble d'objectifs que l'on peut interpréter de manière hiérarchisée<sup>27</sup>. Cette gradation rejoint celle retenue en France : la procédure de sauvegarde doit « faciliter la réorganisation de l'entreprise afin de permettre la poursuite de l'activité économique, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif » (art. L620-1, Code de commerce). Les indicateurs EASE\_LIQUID/EASE\_REORG mesurent respectivement l'orientation pro-liquidation/pro-continuation des procédures. Sans surprise, ces indicateurs sont anticorrélés. Les procédures de liquidation (ou destinées à favoriser cette issue) prennent des valeurs EASE\_LIQUID plus élevées (à des degrés divers toutefois), et inversement pour les procédures préventives et/ou préparant un plan. En France, la conciliation et la sauvegarde affichent ainsi une orientation clairement pro-continuation (EASE\_LIQUID faible)<sup>28</sup>. Au Royaume-Uni, les procédures facilitant la continuation (EASE\_REORG élevé) se limitent à celles déclenchées volontairement par le débiteur (quelle

que soit l'issue qu'elles préparent). Le législateur britannique donne ainsi en quelque sorte une « prime au sauvetage » en cas de déclenchement intentionnel.

### *Partage de la valeur d'entreprise*

Le tableau 3 (*infra*) rassemble les indicateurs susceptibles d'influencer le partage de valeur entre les différents *stakeholders*. Ce partage dépend des droits dont chacun dispose dans la procédure. Nous distinguons six catégories de créances : frais de justice (PRACT), salariés (EMPL), créances publiques (STATE), créances privées sécurisées (SECURED), chirographaires (UNSEC), actionnaires (SHARE). Pour chaque catégorie « X », nous identifions généralement trois fonctions : protection du recouvrement (PROTECT\_X), coordination (COORD\_X), pouvoir décisionnel (DECISION\_X).

L'indicateur PROTECT\_PRACT<sup>29</sup> reflète le degré de protection des frais de justice. *Ceteris paribus*, une valeur élevée signifie que les praticiens de la faillite opèrent dans un contexte favorable à leur rémunération (exclusion des dossiers impécunieux, exception à l'interdiction des paiements). Cette protection peut être interprétée de diverses manières. D'un côté, les frais de justice garantissent le bon fonctionnement de la procédure : une protection insuffisante peut désinciter les praticiens à s'investir dans les dossiers dont ils ont la charge. D'un autre côté, une protection excessive peut créer des rentes de situation dommageables dès lors que les frais sont prélevés sur la valeur d'entreprise. Quelle que soit la procédure considérée, la France (ainsi que le Danemark, l'Espagne, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Chine et la Tunisie) affiche des valeurs identiques proches de la moyenne, suggérant une configuration équilibrée<sup>30</sup>, éloignée des deux écueils précités. Aux extrêmes, plusieurs pays (tous européens<sup>31</sup>) protègent davantage les frais de justice, notamment en cas de réorganisation. D'autre pays, au contraire, protègent relativement peu les praticiens (Roumanie, Afrique du Sud, Argentine, Brésil, États-Unis). Cette faible protection des frais de justice n'a vraisemblablement pas les conséquences négatives attendues sur le système nord-américain, qu'il est d'usage de considérer comme exemplaire du fait de ses bonnes performances en matière de recouvrement et de sauvetage des entreprises.

Les indicateurs de protection calculés sur les autres classes de créanciers (salariés, créances publiques, sécurisées et chirographaires) font apparaître des différences importantes d'un système à l'autre : en privilégiant certaines catégories de *stakeholders*, le législateur crée des incitations (en amont et en aval du défaut) qui peuvent influencer la gouvernance des entreprises, les conditions d'octroi de prêt, le marché du travail, etc.

**Tableau 3**  
**Indicateurs juridiques de systèmes de faillite**

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protec- tion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Coordi- nation	Déci- sion
		PRO- TECT _PRACT	PRO- TECT _EMPL	COORD _EMPL	DECI- SION _EMPL	PRO- TECT _STATE	COORD _STATE	DECI- SION _STATE	PRO- TECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECI- SION _SECU- RED	PRO- TECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECI- SION _UNSEC	COORD _SHARE	DECI- SION _SHARE
Allemagne	Regelinsolvenzverfahren (1999)	▲100 %	▼17 %	▲80 %	▲67 %	▼0 %	▲80 %	▲60 %	▼27 %	▲80 %	▲60 %	▼0 %	80 %	40 %	33 %	▲50 %
	Insolvenzplanverfahren (1999)	▲100 %	NA	▲80 %	▲83 %	NA	▲80 %	▲100 %	NA	▲80 %	▲100 %	NA	80 %	▲100 %	▲67 %	▲50 %
Autriche	Insolvenzverfahren (2010)	▲100 %	50 %	60 %	▲67 %	▼17 %	60 %	▲60 %	▲86 %	▼27 %	57 %	38 %	60 %	▲60 %	33 %	▲50 %
Danemark	Bankruptcy procedure (1977,1997)	50 %	50 %	60 %	▲83 %	33 %	60 %	▲100 %	59 %	37 %	29 %	▲63 %	60 %	40 %	▼0 %	25 %
	Suspension of Payments (1927,1984,2011)	50 %	▼33 %	40 %	▼17 %	33 %	▼40 %	40 %	71 %	34 %	▼20 %	▲50 %	80 %	40 %	▼0 %	▼0 %
Espagne	Concurso (liquidation) (2004)	50 %	▼17 %	▲100 %	▲50 %	33 %	▲80 %	40 %	65 %	45 %	▲60 %	25 %	80 %	40 %	▲67 %	25 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protec- tion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Coordi- nation	Déci- sion
		PRO- TECT _PRACT	PRO- TECT _EMPL	COORD _EMPL	DECI- SION _EMPL	PRO- TECT _STATE	COORD _STATE	DECI- SION _STATE	PRO- TECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECI- SION _SECU- RED	PRO- TECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECI- SION _UNSEC	COORD _SHARE	DECI- SION _SHARE
Finlande	Restructuring proceedings (1993)	▲100 %	▲83 %	▼20 %	▼0 %	▼0 %	60 %	▲60 %	49 %	60 %	▲60 %	25 %	60 %	▲60 %	▲67 %	25 %
	Bankruptcy (Liquidation) (2004)	50 %	50 %	40 %	▼0 %	▼0 %	▲80 %	40 %	▼10 %	▲80 %	40 %	▼0 %	80 %	40 %	▼0 %	▼0 %
France	Conciliation (2005,2008)	50 %	▲83 %	▼0 %	▼17 %	▲100 %	▼0 %	▼20 %	▲98 %	▼0 %	▼20 %	▲100 %	▼0 %	▼20 %	33 %	▲50 %
	Sauvegarde (2005,2008)	50 %	▲83 %	40 %	33 %	▼17 %	▲80 %	40 %	49 %	74 %	▼14 %	38 %	80 %	▼20 %	33 %	▼0 %
	Liquidation judiciaire (2005,2009)	50 %	▲83 %	60 %	▼17 %	33 %	▲80 %	▼20 %	51 %	63 %	▼0 %	▲50 %	80 %	▼0 %	▲67 %	▼0 %
	Redressement judiciaire (2005,2009)	50 %	▲83 %	40 %	33 %	▼17 %	▲80 %	40 %	39 %	▲77 %	▼14 %	38 %	80 %	▼20 %	33 %	▼0 %
Hongrie	CSÖDELJÁRÁS (bankruptcy proc.) (1992)	50 %	▲67 %	▼20 %	▼0 %	▼0 %	60 %	▼20 %	▼11 %	60 %	▼20 %	▼0 %	60 %	▼20 %	33 %	▲75 %
	FELSZÁMOLÁSI ELJÁRÁS (liquid.) (1992)	50 %	▼33 %	40 %	▲50 %	▼17 %	▼40 %	40 %	▼11 %	40 %	40 %	▼0 %	▼40 %	40 %	33 %	25 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protec- tion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Coordi- nation	Déci- sion
		PRO- TECT _PRACT	PRO- TECT _EMPL	COORD _EMPL	DECI- SION _EMPL	PRO- TECT _STATE	COORD _STATE	DECI- SION _STATE	PRO- TECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECI- SION _SECU- RED	PRO- TECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECI- SION _UNSEC	COORD _SHARE	DECI- SION _SHARE
Italie	Amministrazione Straordinaria Delle Grandi Imprese in Crisi (1999)	50 %	▼33 %	40 %	33 %	▼0 %	▲80 %	▲60 %	59 %	31 %	▼20 %	▼13 %	▼40 %	▼20 %	33 %	▼0 %
	Concordato Fallimentare (2006)	▲100 %	▼33 %	60 %	▲50 %	▼17 %	60 %	▲60 %	46 %	60 %	▲60 %	▼0 %	60 %	▲60 %	33 %	▲50 %
	Accordi di Ristrutturazione dei Debiti (2005)	▲100 %	▲100 %	60 %	▲50 %	▲100 %	▼40 %	40 %	▲100 %	40 %	40 %	▲100 %	▼40 %	40 %	▲67 %	▲75 %
	Piani Attestati di Risanamento (2006)	50 %	▲100 %	▼20 %	▼17 %	▲100 %	▼0 %	▼0 %	▲100 %	▼0 %	▼0 %	▲100 %	▼0 %	▼0 %	▲67 %	25 %
	Concordato Preventivo (sauvegarde) (2005)	▲100 %	▲67 %	60 %	▲50 %	▼17 %	60 %	▼20 %	46 %	60 %	26 %	▲50 %	60 %	▲80 %	▲67 %	▲75 %
	Fallimento (liquidation) (1942)	50 %	▼33 %	60 %	33 %	33 %	60 %	40 %	61 %	49 %	37 %	▼13 %	60 %	40 %	33 %	25 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protection	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Coordination	Décision
		PROTECT _PRACT	PROTECT _EMPL	COORD _EMPL	DECISION _EMPL	PROTECT _STATE	COORD _STATE	DECISION _STATE	PROTECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECISION _SECU- RED	PROTECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECISION _UNSEC	COORD _SHARE	DECISION _SHARE
Luxembourg	Sursis de paiement (1870,1934)	▼0 %	▲67 %	40 %	▼17 %	▲83 %	▼0 %	▼0 %	▲83 %	▼0 %	▼0 %	▲75 %	80 %	▲60 %	▼0 %	▼0 %
	Gestion contrôlée (1935)	▲100 %	▼17 %	60 %	▲50 %	▼17 %	60 %	▲60 %	▼32 %	60 %	▲60 %	▼13 %	60 %	▲60 %	▼0 %	25 %
	Faillite (1870)	▼0 %	▲67 %	40 %	▼0 %	▲50 %	▼40 %	▼0 %	▲80 %	▼23 %	▼9 %	▲75 %	▼40 %	▼0 %	▼0 %	▼0 %
	Concordat préventif (1886)	50 %	▲83 %	▼0 %	▲50 %	▲100 %	▼0 %	▼20 %	▲100 %	▼0 %	▼17 %	25 %	60 %	▲60 %	▼0 %	▼0 %
Pays-Bas	Bankruptcy (Faillissement) (1896)	50 %	50 %	60 %	33 %	▲50 %	60 %	▼20 %	49 %	60 %	50 %	▲50 %	60 %	▲80 %	33 %	▼0 %
	Suspension of Payments (Surseance van betaling) (1896)	50 %	▲67 %	60 %	▼17 %	▲83 %	▼40 %	▼20 %	60 %	60 %	33 %	▲50 %	80 %	▲60 %	▲67 %	▲50 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice	Employés			Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protection	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Coordination	Décision
		PROTECT_PRACT	PROTECT_EMPL	COORD_EMPL	DECISION_EMPL	PROTECT_STATE	COORD_STATE	DECISION_STATE	PROTECT_SECU-RED	COORD_SECU-RED	DECISION_SECU-RED	PROTECT_UNSEC	COORD_UNSEC	DECISION_UNSEC	COORD_SHARE	DECISION_SHARE
Pologne	POSTĘPOWANIE NAPRAWCZE (réorg.) (2003)	50 %	▼33 %	60 %	33 %	▼17 %	60 %	40 %	▼37 %	57 %	51 %	25 %	60 %	40 %	33 %	25 %
	UPADŁOŚĆ Z MOŻLIWOŚCIĄ, Arrangement (2003)	▲100 %	50 %	60 %	33 %	33 %	60 %	40 %	39 %	57 %	51 %	▲50 %	60 %	40 %	33 %	25 %
	Winding-up (liquidation) (2003)	▲100 %	▲83 %	▲80 %	▼17 %	▲67 %	60 %	▼20 %	73 %	▲80 %	23 %	▲50 %	80 %	▼20 %	33 %	25 %
Roumanie	Mandat ad-hoc (2010)	▼0 %	▲67 %	▼0 %	▼17 %	▲67 %	▼0 %	▼20 %	67 %	▼20 %	▼20 %	▲75 %	80 %	▼0 %	33 %	25 %
	Concordat (procédure préventive) (2010)	50 %	▼33 %	▼0 %	▼17 %	33 %	▼0 %	▼20 %	56 %	▼20 %	▼20 %	25 %	▼20 %	▼20 %	33 %	25 %
	Procédure générale (2006)	50 %	▼33 %	▲80 %	▼17 %	33 %	▲80 %	▼20 %	50 %	60 %	40 %	25 %	80 %	▼20 %	▲67 %	0 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protec- tion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Coordi- nation	Déci- sion
		PRO- TECT _PRACT	PRO- TECT _EMPL	COORD _EMPL	DECI- SION _EMPL	PRO- TECT _STATE	COORD _STATE	DECI- SION _STATE	PRO- TECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECI- SION _SECU- RED	PRO- TECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECI- SION _UNSEC	COORD _SHARE	DECI- SION _SHARE
Royaume-Uni	Creditors Voluntary Liquidation (Companies Acts: 1850+)	50 %	▲83 %	60 %	▲50 %	▲50 %	▲100 %	▲80 %	▲93 %	57 %	▲74 %	38 %	80 %	▲80 %	33 %	25 %
	Compulsory liquidation (Companies Acts: 1855)	50 %	▲100 %	40 %	▼0 %	▲50 %	▲100 %	40 %	▲100 %	57 %	40 %	38 %	80 %	▲60 %	▲67 %	25 %
	Administration (1986,2003)	50 %	▲100 %	60 %	33 %	▲50 %	▲80 %	▼20 %	68 %	▲80 %	40 %	38 %	80 %	40 %	33 %	▼0 %
	Administrative Receivership (1986)	50 %	▲100 %	▼20 %	▼17 %	▲67 %	▼40 %	▼20 %	▲100 %	▼26 %	40 %	38 %	▼40 %	▼20 %	▼0 %	25 %
	Company Voluntary Arrangement (1986)	50 %	50 %	▼20 %	▲50 %	▲67 %	▼40 %	▲60 %	▲100 %	▼20 %	▲60 %	▲75 %	60 %	▲60 %	33 %	▲50 %
Suisse	Procédure concordataire (1997 et 1994)	▲100 %	50 %	▼0 %	33 %	▲83 %	▼20 %	▼20 %	70 %	▼28 %	44 %	▲75 %	80 %	▲80 %	33 %	25 %
	Procédure de faillite (1889)	50 %	50 %	60 %	▼17 %	33 %	60 %	▼0 %	63 %	48 %	48 %	25 %	80 %	▲60 %	▼0 %	25 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protec- tion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Coordi- nation	Déci- sion
		PRO- TECT _PRACT	PRO- TECT _EMPL	COORD _EMPL	DECI- SION _EMPL	PRO- TECT _STATE	COORD _STATE	DECI- SION _STATE	PRO- TECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECI- SION _SECU- RED	PRO- TECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECI- SION _UNSEC	COORD _SHARE	DECI- SION _SHARE
Afrique du Sud	Winding-up (by the Court) (1974)	▼0 %	▼17 %	▼0 %	▼0 %	▼17 %	▲80 %	▼0 %	▼30 %	▲80 %	▼0 %	▼0 %	80 %	▼0 %	▲67 %	▼0 %
	Winding-up (Voluntary) (1974)	50 %	▼33 %	40 %	▼0 %	▼0 %	60 %	▼0 %	▼7 %	64 %	▼0 %	▼0 %	80 %	▼0 %	33 %	▼0 %
	Judicial Management (1974)	50 %	▼33 %	40 %	▼0 %	▼17 %	▲80 %	▼0 %	43 %	▲80 %	▼0 %	38 %	80 %	▼0 %	33 %	25 %
Argentine	Concurso Preventivo (1995)	▼0 %	▼33 %	40 %	▲83 %	▼17 %	▲80 %	40 %	71 %	47 %	50 %	▼0 %	▲100 %	▲80 %	▲100 %	▲50 %
	Acuerdo Preventivo Extrajudicial (2002)	▼0 %	▲67 %	▼0 %	▼17 %	33 %	▼20 %	▼20 %	▲77 %	▼0 %	▼20 %	▼0 %	60 %	▲60 %	▼0 %	▲50 %
	Quiebra (Voncursu Liquidatorio) (1995)	50 %	▼33 %	▲80 %	▲50 %	▼17 %	60 %	▼20 %	49 %	30 %	23 %	▼0 %	80 %	40 %	▼0 %	▼0 %
Brésil	Liquidation- "Falência" (2005)	▼0 %	50 %	60 %	▼17 %	▲50 %	▼40 %	▼20 %	65 %	53 %	33 %	38 %	▼40 %	▼20 %	▲67 %	25 %
	"Recuperação Judicial" (réorg. judiciaire) (2005)	▼0 %	▼17 %	▲100 %	▲100 %	▼17 %	60 %	40 %	▼29 %	▲100 %	▲100 %	▼13 %	▲100 %	▲100 %	▲100 %	▲100 %
	Recuperação Extrajudicial (renég. privée) (2005)	50 %	▼33 %	▼20 %	▲67 %	▲50 %	▼0 %	▼0 %	47 %	60 %	▲93 %	25 %	60 %	▲80 %	▲100 %	▲100 %

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés			Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protection	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Protection	Coordination	Décision	Coordination	Décision	
		PROTECT _PRACT	PROTECT _EMPL	COORD _EMPL	DECISION _EMPL	PROTECT _STATE	COORD _STATE	DECISION _STATE	PROTECT _SECURED	COORD _SECURED	DECISION _SECURED	PROTECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECISION _UNSEC	COORD _SHARE	DECISION _SHARE	
Chine	Procédure de Réorganisation (2007)	50 %	▼33 %	▲100 %	▲67 %	▼0 %	▲80 %	▲60 %	▼7 %	▲100 %	▲60 %	38 %	▲100 %	▲60 %	▼0 %	▼0 %	
	Procédure de Liquidation (2007)	50 %	▼33 %	▲100 %	▲67 %	▼0 %	▲80 %	▲60 %	▼0 %	▲100 %	▲60 %	38 %	▲100 %	▲60 %	▼0 %	▼0 %	
	Procédure de Conciliation (2007)	50 %	▼33 %	▲100 %	▲67 %	▼0 %	▲80 %	▲60 %	▼0 %	▲100 %	▲60 %	38 %	▲100 %	▲60 %	▼0 %	▼0 %	
États-Unis	Chapter 11 (reorganization) (1979)	▼0 %	▼0 %	▲100 %	▲67 %	▼0 %	▲100 %	▲60 %	▼2 %	▲100 %	▲80 %	▼0 %	▲100 %	▲80 %	▲67 %	▲50 %	
	Chapter 7 (liquidation) (1979)	50 %	▼0 %	▲100 %	▲50 %	33 %	▲80 %	▲60 %	▼7 %	▲86 %	▲66 %	▼0 %	▲100 %	▲80 %	▲100 %	25 %	
Tunisie	Redressement des entreprises (1995)	50 %	▲67 %	▼0 %	▼17 %	▲83 %	▼20 %	▼20 %	▲83 %	▼20 %	▼13 %	▲63 %	▼20 %	▼20 %	33 %	25 %	
	Faillite-Liquidation (1959)	50 %	▲67 %	40 %	▼0 %	▲83 %	▼40 %	▼20 %	▲83 %	▼27 %	▼20 %	▲75 %	▼40 %	▼20 %	33 %	▼0 %	

Pays	Procédure (année d'implantation)	Frais de justice		Employés		Créances publiques			Créances sécurisées (ensemble)			Créances chirographaires			Actionnaires	
		Protec- tion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Protec- tion	Coordi- nation	Déci- sion	Coordi- nation	Déci- sion
		PRO- TECT _PRACT	PRO- TECT _EMPL	COORD _EMPL	DECI- SION _EMPL	PRO- TECT _STATE	COORD _STATE	DECI- SION _STATE	PRO- TECT _SECU- RED	COORD _SECU- RED	DECI- SION _SECU- RED	PRO- TECT _UNSEC	COORD _UNSEC	DECI- SION _UNSEC	COORD _SHARE	DECI- SION _SHARE
	Moyenne	51,8%	52,5 %	49,1 %	34,8 %	37,3 %	55,3 %	34,5 %	54,8 %	51,9 %	38,5 %	35,6 %	66,9 %	43,6 %	37,6 %	26,4 %
	Médiane	50,0%	50,0 %	60,0 %	33,3 %	33,3 %	60,0 %	40,0 %	57,0 %	57,1 %	40,0 %	37,5 %	80,0 %	40,0 %	33,3 %	25,0 %
	Écart type	30,1%	26,7 %	30,2 %	25,9 %	30,6 %	28,3 %	24,3 %	29,5 %	28,0 %	25,3 %	28,2 %	23,6 %	27,3 %	29,2 %	25,9 %

Lecture du tableau : pour chaque colonne, les valeurs soulignées correspondent aux minima/maxima. Les flèches descendantes (respectivement ascendantes) indiquent les valeurs inférieures (respectivement supérieures) au premier (respectivement troisième) quartile. NA = données non disponibles.

Source : d'après les auteurs.

Ainsi l'orientation bien connue de la législation française en faveur des salariés est confirmée par les valeurs élevées prises par l'indicateur PROTECT\_EMPL, quelle que soit la procédure considérée. Plus intéressant, cette protection des salariés semble résulter d'un arbitrage en défaveur des créances publiques<sup>32</sup> (PROTECT\_STATE). Par rapport aux autres législations (notamment allemande), le système de faillite français n'apparaît pas moins protecteur des créanciers sécurisés (PROTECT\_SECURED). Toutefois les créanciers chirographaires bénéficient d'un niveau de protection assez proche (PROTECT\_UNSECURED), ce qui réduit l'attractivité des garanties dans le cadre d'une procédure collective. Il peut en résulter une moindre surveillance des actifs du débiteur par les créanciers détenteurs de sûretés réelles.

Le droit de la faillite nord-américain n'apparaît pas très protecteur des intérêts des créanciers<sup>33</sup>, quelle que soit la catégorie considérée. Tout d'abord, cette caractéristique est cohérente avec l'orientation *shareholders* du droit des sociétés nord-américain. Ensuite les bonnes performances des procédures nord-américaines (Banque mondiale, 2018) peuvent être vues comme une protection indirecte des créanciers. Franks et Torous (1994) suggèrent enfin qu'aux États-Unis, les créanciers optent plus volontiers pour la renégociation de gré à gré, ce qui peut découler d'une protection modérée de leurs créances dans le cadre des procédures collectives.

149

Si l'on étend l'analyse au reste de l'échantillon, les procédures protégeant le plus les créances salariales sont britanniques (*compulsory liquidation, administration, receivership*). Les créances publiques, pour leur part, sont mieux protégées dans les procédures dédiées à la réorganisation/prévention : conciliation française, concordat luxembourgeois, *accordi di ristrutturazione* et *piani attestati di risanamento* (Italie). Ces procédures protègent également fortement les créances sécurisées. S'y ajoutent plusieurs procédures britanniques (*compulsory liquidation, receivership, CVA*), dont la législation est réputée protectrice des créances bancaires (Davydenko et Franks, 2008). Enfin les créances chirographaires sont mieux protégées dans le cadre de procédures préventives ou dédiées à la réorganisation en France (conciliation) et en Italie (*accordi di ristrutturazione, piani attestati di risanamento*).

Au-delà de la protection des créanciers, le partage de valeur dépend aussi de la manière dont ceux-ci se coordonnent. À l'exception des créanciers chirographaires (pour lesquels la tendance est moins marquée), une règle générale<sup>34</sup> semble se dessiner sur l'ensemble de l'échantillon : les indicateurs de coordination (COORD\_X) prennent des valeurs plus élevées dans les procédures non préventives (c'est-à-dire curatives, dont celles préparant la liquidation). De manière fort

logique, si le législateur autorise les stratégies non-coordonnées dans le cadre d'une renégociation en amont du défaut (l'objectif étant de laisser les arbitrages stratégiques s'opérer librement selon le pouvoir de négociation de chacun), celles-ci doivent disparaître dès lors que la procédure reprend son caractère curatif. Sur ce point, le cas nord-américain<sup>35</sup> est intéressant : on y trouve les indicateurs de coordination les plus élevés : que l'entreprise soit continuée (*Chapter 11*) ou liquidée (*Chapter 7*), les procédures imposent un niveau de coordination des *stakeholders* très supérieur à la moyenne. Il s'ensuit une nette opposition entre la solution judiciaire (fortement coordonnée) et la solution de marché (de gré à gré).

Les *stakeholders* (actionnaires compris) n'ont pas tous le même pouvoir décisionnel dans la procédure. Sur l'ensemble de l'échantillon, l'indicateur DECISION\_X prend des valeurs moyennes décroissantes pour (1) les créances chirographaires, (2) les créances sécurisées, (3) les créances salariales et publiques et (4) les actionnaires. Sur ces catégories, plusieurs groupes se distinguent<sup>36</sup>. Tout d'abord, les pays accordant un pouvoir de décision important aux créanciers : Allemagne, Autriche, Finlande (hors salariés), Chine<sup>37</sup> et États-Unis<sup>38</sup>. À l'opposé, l'ouverture de la procédure implique une perte de pouvoir décisionnel en France, en Hongrie, en Roumanie, en Afrique du Sud et en Tunisie. En France, le sort du débiteur dépend de la décision d'un juge consulaire : les créanciers perdent généralement la main une fois la procédure collective déclenchée.

150

## CONCLUSION

Le fonctionnement des systèmes de faillite est un élément déterminant d'attractivité, surtout si l'on considère les procédures collectives comme des outils de transmission du capital et de restructuration de l'activité. Pour faciliter leurs décisions d'implantation, les investisseurs doivent disposer d'outils comparatifs mesurant la qualité du droit. Cet article s'inscrit dans cette voie. Nous isolons dix fonctions économiques des procédures collectives : accessibilité, flexibilité, coûts de faillite, information, protection des actifs, protection des créances, coordination, décision, sanction, orientation pro-liquidation/pro-continuation.

L'analyse univariée dégage plusieurs faits saillants. Les procédures françaises notamment apparaissent accessibles mais peu flexibles, sans être plus coûteuses que la moyenne. La France offre un menu de procédures permettant d'arbitrer entre (1) transparence et confidentialité, (2) protection des actifs et respect des règles de droit commun. Les créances salariales y sont relativement plus protégées, au détriment

des créances publiques, mais pas des créances sécurisées. L'ensemble des créanciers voient leur pouvoir décisionnel fortement amoindri par rapport aux autres pays.

Le classement des systèmes de faillite, du meilleur au moins performant, est un exercice probablement vain car ce droit est pluridimensionnel par nature. Un classement par fonctions nous semble préférable. En adoptant cette démarche, nous confirmons que l'opposition simple (simpliste ?) entre systèmes pro-débiteur/pro-créancier ou selon l'origine juridique des pays (droit civil, droit commun) est trop rudimentaire pour fonder les décisions d'investissement. Chaque système de faillite présente des forces et des faiblesses clairement identifiables, qui varient selon les catégories de *stakeholders*.

## NOTES

1. Un créancier détient des droits « résiduels » lorsqu'un accroissement marginal de la valeur d'entreprise augmente la valeur de sa créance.
2. En France, par exemple, l'Insee constate que « la restauration (...) est dominée par les très petites entreprises : elles représentent 56 % de la valeur ajoutée et 52 % de l'emploi salarié ». Source : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/1379758>.
3. Cette étude est issue du projet PLAFILOI (2007-2010) financé par le FNR Luxembourg, dans le cadre du *strand 4* de l'appel à projets VIVRE-2 (FNR Luxembourg) : « *The place of a small country in the Grande Région, the European Union, and a globalized world* » (Fonds national de la recherche, 2010). Ce projet a été piloté successivement par Régis Blazy (Université de Strasbourg) pour la partie économique, puis Pierre-Henri Conac (Université du Luxembourg) pour la partie juridique.
4. Sont exclues les législations harmonisées relevant de l'intégration régionale, telles que l'Organisation pour l'harmonisation en Afrique du droit des affaires (OHADA).
5. Il demeure possible de calculer une « note globale » par pays en effectuant une moyenne arithmétique des notes obtenues sur chaque procédure. Cette approche n'a pas notre préférence car elle donne le même poids aux procédures au sein d'un même pays. Toutefois, elle permet de comparer nos résultats aux approches-pays développées par LLSV et la Banque mondiale.
6. Tous les indicateurs issus du projet PLAFILOI ne sont pas utilisés dans cet article qui se concentre sur les créances antérieures (nées avant le déclenchement de la procédure). Si l'on inclut les indicateurs relatifs aux créances postérieures et si l'on distingue les différentes classes de créanciers sécurisés, on atteint un total de 367 indices.
7. La liste officielle des experts ayant participé au projet PLAFILOI est disponible sur demande.
8. Les indices binaires à la base de ces notes peuvent être trouvés dans Blazy *et al.* (2013a) pour deux pays : la France et le Royaume-Uni.
9. Dans la tradition vénitienne du *XVI<sup>e</sup>* siècle, il était d'usage de rompre le banc des marchands défaillants (*bancarotta*), signalant ainsi à la communauté le défaut de l'un d'entre eux.
10. Pour les fonctions « coordination » et « information », nous considérons également la classe des actionnaires (SHARE).
11. Depuis 2005, l'instauration en France de comités de créanciers pour les plus grosses affaires (plus de 150 salariés ou chiffre d'affaires supérieur à 20 M€) tempère cette observation.
12. Y compris la cession de l'entreprise à un repreneur.
13. Loi n° 2005-845 de sauvegarde des entreprises, 26 juillet 2005.

14. CVA (Royaume-Uni), gestion contrôlée (Luxembourg), concordat (Roumanie), *recuperação extra-judicial* (Brésil).
15. Pour des raisons similaires mais symétriques, certaines procédures dédiées à la liquidation prennent aussi des valeurs élevées pour ce même indicateur (*compulsory liquidation*, Royaume-Uni ; *concurso liquidatorio*, Argentine). Le fait de pouvoir déclencher facilement la liquidation est un moyen de limiter l'érosion des actifs du débiteur et de discipliner celui-ci car il sait que son patrimoine peut être liquidé facilement.
16. Depuis 2005, la législation française facilite la prévention (Roussel Galle, 2017). Cette tendance, initiée en 1984, se retrouve dans nos indicateurs d'accessibilité. Toutefois leur caractère préventif nécessite de restreindre le nombre d'initiateurs potentiels. Notons qu'à l'inverse de la sauvegarde (ouverte aux entreprises solvables), la conciliation (anciennement règlement amiable) peut être déclenchée alors que l'entreprise est en cessation de paiement. Cette spécificité peut surprendre au regard du caractère confidentiel de cette procédure.
17. C'est également le cas dans certains pays d'Europe du Nord et de l'Ouest (Autriche, Danemark, Luxembourg, Pays-Bas), d'Europe de l'Est (Hongrie, Roumanie, Pologne), en Chine et en Afrique du Sud, où les procédures apparaissent généralement peu flexibles.
18. L'indicateur FLEXIBILITY prend aussi des valeurs élevées en Finlande, en Suisse et en Argentine.
19. L'indicateur COSTLY prend des valeurs minimales pour le Danemark, l'Espagne et l'Argentine, et maximales pour l'Autriche, la Pologne (deux procédures sur trois), le Brésil et la Tunisie.
20. *UK Insolvency Act 1986, rules 4.218 & 4.127 : "Fixing of remuneration"*.
21. Cette prédiction théorique est relativisée par les études empiriques sur données nord-américaines qui ne confirment pas, dans les faits, de différences de coûts significatives entre *Chapter 11* et *Chapter 7* (Bris et al., 2006). Selon le classement *Doing Business 2018*, les États-Unis se situent légèrement au-dessus de la moyenne de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) en matière de coûts de faillite (mais en dessous de la moyenne européenne et d'Asie centrale). Source : <http://français.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>.
22. Les autres pays sont plus homogènes d'une procédure à l'autre. D'un côté, les procédures transparentes (INFORMATION élevé) caractérisent l'Allemagne, le Danemark, les Pays-Bas, la Pologne (deux procédures sur trois) et la Tunisie. D'un autre côté, les procédures produisant moins d'information se retrouvent au Luxembourg et en Hongrie. Hors Europe, INFORMATION prend aussi des valeurs faibles en Chine et aux États-Unis, qui semblent avoir opté pour un traitement judiciaire du défaut plus confidentiel.
23. Notons le cas particulier de l'*administrative receivership* au Royaume-Uni. Cette procédure permet au créancier détenteur d'une *floating charge* d'initier la procédure en nommant un *receiver* chargé de diriger l'entreprise dans l'intérêt exclusif de ce créancier. Dans un tel contexte, on peut comprendre la faible valeur prise par l'indicateur PROTECT\_ASSETS (41 %) : l'*administrative receivership* incite fortement son initiateur à assurer lui-même le contrôle des actifs du débiteur.
24. Le système nord-américain tire avantage de sa capacité à protéger la valeur des actifs : cette protection ne se limite pas à la liquidation (*Chapter 7*), mais intervient aussi dans un contexte de réorganisation (*Chapter 11*).
25. Sans préjuger de l'application effective des sanctions par les tribunaux.
26. On retrouve une opposition similaire entre procédures en Hongrie.
27. « *To facilitate company rescue and to produce better returns for creditors* » (Armour et Mokal, 2005).
28. On observe la même tendance dans trois pays d'Europe de l'Est : Pologne (réorganisation), Roumanie (mandat *ad hoc*, concordat préventif) et Hongrie. Hors Europe, la procédure argentine de prévention présente aussi des valeurs faibles pour l'indicateur EASE\_LIQUID.
29. Il est intéressant de rapprocher cet indicateur de l'indicateur COSTLY (cf. *supra*).
30. À l'opposé, le Luxembourg et la Chine affichent des niveaux variables, d'une procédure à l'autre.
31. Allemagne, Autriche, Finlande (réorganisation), Italie (trois procédures de réorganisation/prévention), Pologne (deux procédures sur trois), Suisse.
32. Hors procédure de conciliation : les créances publiques y sont davantage protégées que la moyenne.
33. Contrairement au Royaume-Uni, autre pays de *common law*.

34. À l'exception des procédures chinoises qui affichent des indicateurs de coordination très élevés, quelle que soit la procédure considérée, y compris celle dédiée à la conciliation.
35. Dont se rapproche le système allemand (concernant les enjeux de coordination).
36. Certains pays sont plus hétérogènes en fonction de la procédure déclenchée (Italie et Luxembourg).
37. Les procédures chinoises donnent cependant moins de pouvoir décisionnel aux actionnaires.
38. Sans surprise, les actionnaires bénéficient d'un pouvoir décisionnel important aux États-Unis.

## BIBLIOGRAPHIE

- ARMOUR J., HSU A. et WALTERS A. G. (2008), « Corporate Insolvency in the United Kingdom: the Impact of the Enterprise Act 2002 », *European Company and Financial Law Review*, n° 5, pp. 135-158.
- ARMOUR J. et MOKAL R. J. (2005), « Reforming the Governance of Corporate Rescue: the Enterprise Act 2002 », *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, pp. 28-64.
- BAIRD D. et JACKSON T. (2007), « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: a Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », Ch. 21 in *Economic Analysis of the Law*, Blackwell Publishing.
- BANQUE MONDIALE (2018), « Reforming to Create Jobs », *Doing Business Annual Report 2018*.
- BATHÉLÉMY F., FISHER T. et MARTEL J. (2009), « What Discount Rate Should Bankruptcy Judges Use? Estimates from Canadian Reorganization Data », *International Review of Law and Economics*, vol. 29, n° 1, pp. 67-72.
- BLAZY R. et CHOPARD B. (2004), « Ex-Post Efficiency of Bankruptcy Procedures: a General Normative Framework », *International Review of Law and Economics*, vol. 24, n° 4, pp. 447-471.
- BLAZY R., CHOPARD B., FIMAYER A. et GUIGOU (2011), « Employment Preservation vs. Creditors' Repayment under Bankruptcy Law: the French Dilemma? », *International Review of Law and Economics*, vol. 31, n° 2, pp. 126-141.
- BLAZY R., CHOPARD B. et NIGAM N. (2013a), « Building Legal Indexes to Explain Recovery Rates: an Analysis of the French and English Bankruptcy Codes », *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, n° 6, pp. 1936-1959.
- BLAZY R., DEFFAINS B., UMBHAUER G. et WEILL L. (2013b), « Severe or Gentle Bankruptcy Law: Which Impact on Investing and Financing Decisions? », *Economic Modelling*, n° 34, pp. 129-144.
- BLAZY R. et NIGAM N. (2018), « Corporate Insolvency Procedures in England: the Uneasy Case for Liquidations », *LARGE, Working Paper*, n° 2018-02.
- 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, n° 2, pp. 331-375.
- BOLTON P. et SCHARFSTEIN D. S. (1996), « Optimal Debt Structure and the Number of Creditors », *Journal of Political Economy*, vol. 104, n° 1, pp. 1-25.
- BRIS A., WELCH I. et ZHU N. (2006), « The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization », *Journal of Finance*, n° 60, pp. 1253-1303.
- CAMPBELL T. (1979), « Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n° 14, pp. 913-924.
- COUWENBERG O. et DE JONG A. (2008), « Costs and Recovery Rates in the Dutch Liquidation-Based Bankruptcy System », *European Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 105-127.
- DAVYDENKO S. et FRANKS J. (2008), « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 2, pp. 565-608.
- DELANEY K. (1999), *Strategic Bankruptcy: How Corporations and Creditors Use Chapter 11 to their Advantage*, University of California Press.
- DU MARAIS B., BLANCHET D. et DORBEC A. (2006), *Des indicateurs pour mesurer le droit ? Les limites méthodologiques des rapports Doing Business*, La Documentation française.

- FISHER T. et MARTEL J. (2007), « Does it Matter How Bankruptcy Judges Evaluate the Creditors' Best-Interests Test? », *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 81, n° 4, pp. 497-514.
- FISHER T. et MARTEL J. (2012), « The Impact of Debtor-Friendly Reforms on the Performance of a Reorganization Procedure », *SSRN paper*, 18 janvier.
- FONDS NATIONAL DE LA RECHERCHE (2010), « Banks, Financial Markets and Legislations », PLAFILOI, Research Project, Rapport, n° 06/31/17, Luxembourg, [http://paperjam.lu/sites/default/files/old-files/fichiers\\_contenus/rapports\\_annuels/2011/uni\\_rapport\\_annuel\\_2010.pdf](http://paperjam.lu/sites/default/files/old-files/fichiers_contenus/rapports_annuels/2011/uni_rapport_annuel_2010.pdf).
- FRANKS J. R. et TOROUS W. N. (1994), « A Comparison of Financial Restructuring in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations », *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n° 3, pp. 349-370.
- FRANKS J. R. et TOROUS W. N. (1996), « Lessons from a Comparison of US and UK Insolvency Codes », in Bhandari J. et Weiss L., *Corporate Bankruptcy – Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press, Chapitre 29, pp. 450-466.
- GALE D. et HELLMIG M. (1985), « Incentive-Compatible Debt Contracts: He One-Period Problem », *Review of Economic Studies*, vol. 52, n° 4, pp. 647-663.
- GERTNER R. et SCHARFSTEIN D. (1991), « Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law », *Journal of Finance*, n° 48, pp. 1189-1221.
- GRUNERT J. et WEBER M. (2009), « Recovery Rates of Commercial Lending: Empirical Evidence for German Companies », *Journal of Banking and Finance*, n° 33, pp. 505-513.
- HARAVON M. (2009), « Doing Business 2009: mesurer l'efficacité des faillites ? », *Recueil Dalloz*, vol. 29, n° 4/7365e, pp. 244-249.
- HAUGEN R. A. et SENBET L. W. (1978), « The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure », *Journal of Finance*, n° 33, pp. 383-393.
- JACKSON T. H. (1986), « Of Liquidation, Continuation and Delay: an Analysis of Bankruptcy Policy and Non-Bankruptcy Rules », *American Bankruptcy Law Journal*, n° 60, p. 399.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SCHLEIFER H. et VISHNY R. W. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, n° 52, pp. 1131-1150.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SCHLEIFER H. et VISHNY R. W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, n° 106, pp. 1113-1155.
- LEE S. H., YAMAKAWA Y., PENG M. W. et BARNEY J. (2011), « How Do Bankruptcy Laws Affect Entrepreneurship Development Around the World? », *Journal of Business Venturing*, vol. 26, n° 5, pp. 505-520.
- LONGHOFFER S. D. et PETERS S. R. (2004), « Protection for Whom? Creditor Conflicts in Bankruptcy », *American Law and Economics Review*, n° 6, pp. 249-284.
- LUBBEN S. (2010), « What We 'Know' about Chapter 11 Cost Is Wrong », *Seton Hall Public Law Research Paper*, n° 1718047.
- MARCO L. (1984), « Les défaillances d'entreprises et la crise en France (1974-1983) », *Revue d'économie politique*, pp. 676-687.
- MÉNARD C. et DU MARAIS B. (2008), « Can We Rank Legal Systems According to their Economic Efficiency? », *Journal of Law & Policy*, vol. 26, n° 55, pp. 55-80.
- MORRISON E. (2007), « Bankruptcy Decision Making: an Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies », *Journal of Law and Economics*, n° 50, pp. 381-419.
- PENG M. W., YAMAKAWA Y. et LEE S. H. (2010), « Bankruptcy Laws and Entrepreneur-Friendliness », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 34, n° 3, pp. 517-530.
- POVEL P. (1999), « Optimal Soft or Tough Bankruptcy Procedures », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 15, n° 13, pp. 659-684.
- RASMUSSEN R. K. (1992), « Debtor's Choice: a Menu Approach to Corporate Bankruptcy », *Texas Law Review*, n° 71, p. 51.
- ROUSSEL GALLE P. (2017), *Droit des entreprises en difficulté*, LexisNexis.
- SOINNE B. (1995), *Traité des procédures collectives*, LexisNexis (Litec).
- STEF N. (2015), « Cost Sharing and Bankruptcy Law Orientation », in Langenfeld J. (éd.), *Economic and*

*Legal Issues in Competition, Intellectual Property, Bankruptcy and the Cost of Raising Children*, Emerald Group Publishing, n° 27, pp. 181-207.

STEF N. (2017), « Voting Rules in Bankruptcy Law », *Review of Law and Economics*, vol. 13, n° 1.

STIGLITZ J. et WEISS A. (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, vol. 71, n° 3, pp. 393-410.

SUTTON R. et CALLAHAN A. (1987), « The Stigma of Bankruptcy: Spoiled Organizational Image and its Management », *Academy of Management Journal*, vol. 30, n° 3, pp. 405-435.

TOWNSEND R. (1979), « Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification », *Journal of Economic Theory*, vol. 21, n° 2, pp. 265-293.

WEBB D. C. (1987), « The Importance of Incomplete Information in Explaining the Existence of Costly Bankruptcy », *Economica*, n° 54, août, pp. 279-288.

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

WHITE M. J. (2007), « Bankruptcy Law », *Handbook of Law and Economics*, n° 2, pp. 1013-1072.

## ANNEXE

## Liste des indices binaires (×157)

ACCESSIBILITY ► ACCESS_CRIT ; ACCESS_STAKE	PROTECT_ASSETS
The triggering criteria does not require the value of the firm's assets to exceed the expected legal costs.	The contracts that took place before bankruptcy can be cancelled if they decreased the value of assets.
The triggering criteria relies (partially or not) on present financial difficulties (cash shortage, delays...).	Before the procedure, some stakeholder(s) can warn the Court in case of first difficulties.
The triggering criteria relies (partially or not) on present non financial difficulties (social conflict...).	Before the procedure, the Court can interview the manager(s) in case of first difficulties.
The triggering criteria relies (partially or not) on future / expected financial difficulties.	During the procedure, the economic value of the debtor's assets is assessed and checked.
The triggering criteria relies (partially or not) on future / expected non-financial difficulties.	During the procedure, an audit of the restructuring opportunities (if they exist) is performed.
The triggering criteria does not require any difficulty, financial or not, present or future.	During the procedure, the debtor's assets cannot be freely sold or liquidated.
The procedure applies to companies ruled by the private Law (commercial unit, artisans...)	During the procedure, major decisions (firing, investing,...) are subjected to a legal authorization.
The procedure applies to liberal professionals (doctors, attorneys...).	During the procedure, the continuation of previous contracts (supplies, electricity...) can be enforced.
The procedure applies to agricultural companies (farmers...).	During the procedure, the breach of previous contracts can be enforced (if those contracts may alter the assets).
The debtor (manager or shareholder) can trigger the procedure.	During the procedure, legal practitioners (administrators, experts...) can help the manager(s) to run the firm.
The Court(s) can trigger the procedure.	During the procedure, faulty and/or incompetent manager(s) can be fired from the direction of the company.
Debtor's employees can trigger the procedure.	<b>PROTECT_PRACT</b>
The State & public claims can trigger the procedure.	The firm's assets must exceed the expected legal costs.
Secured creditor(s) can trigger the procedure.	Bankruptcy costs can be paid during the procedure (i.e. they escape the stay of claims).
Unsecured creditor(s) can trigger the procedure.	<b>PROTECT_EMPL</b>
Any other stakeholder (account supervisor, customers, etc.) can trigger the procedure.	Employees (prior claims) Can be declared anytime to the Court (i.e. there is no time limitation).
The debtor cannot oppose to the triggering (when (s)he has not decided to trigger him(her)self).	Employees (prior claims) Can be paid outside the procedure (i.e. they escape the statutory moratorium).
The Court (in charge of the corporate bankruptcy affairs) cannot oppose to the triggering.	Employees (prior claims) Benefit from insurance system that covers their claims (unpaid wages).
Debtor's employees cannot oppose to the triggering.	Employees (prior claims) No debt reduction.

The State & public claims cannot oppose to the triggering.	Employees (prior claims) No delays.
Secured creditor(s) cannot oppose to the triggering. (whatever the type of collateral)	Employees (prior claims) Once the procedure is ended, they recover the right to sue the debtor.
Unsecured creditor(s) cannot oppose to the triggering.	<b>COORD_EMPL</b>
Any other stakeholder(s) (account supervisors, customers...) cannot oppose to the triggering.	Employees A legal practitioner mandatory represents them.
<b>FLEXIBILITY</b>	Employees Stay of claims.
The bankruptcy initiator could have chosen another procedure.	Employees Statutory moratorium (i.e. no individual legal proceedings).
The outcome of the procedure can be another procedure.	Employees They have advisory power on important decision(s) during the procedure.
The bankruptcy procedure can be aborted if the debtor and the creditor(s) find a private agreement.	Employees They are granted information right(s) during the procedure.
The debtor can abort the bankruptcy procedure.	<b>DECISION_EMPL</b>
One (at least) creditor(s) can abort the bankruptcy procedure.	Employees They have advisory power on the final decision (liquidation vs. continuation).
<b>COSTLY_PROC</b>	Employees They vote on the final decision (and/or have a veto power on the decision). [x2 indexes]
The firm's assets must exceed the expected legal costs.	Employees The Court cannot impose a solution that they do not agree with.
The practitioners do not operate under perfect competition i.e. some barriers limit free entrance.	Employees They have a right of appeal.
The legal costs are freely invoiced by the practitioners. Put 'N' if the legal fees are determined by the Law.	Employees Eventually, they can take the control of the bankrupt firm.
The amount of the legal costs does not have to be approved by the creditor(s).	<b>PROTECT_STATE</b>
Legal limit to the maximal duration of the procedure (range from 0 to 1).	State & public (prior claims) Can be declared anytime to the Court (i.e. there is no time limitation).
<b>INFORMATION</b>	State & public (prior claims) Can be paid outside the procedure (i.e. they escape the statutory moratorium).
The procedure is not confidential.	State & public (prior claims) Can be paid during the procedure (i.e. they escape the stay of claims).
The law entitles stakeholders (employee...) to alert the manager on the difficulties, prior to bankruptcy.	State & public (prior claims) No debt reduction.
Any stakeholder has an access to information in the bankruptcy files, before the procedure is ended.	State & public (prior claims) No delays.
Any stakeholder has an access to information in the bankruptcy files, once the procedure is ended.	State & public (prior claims) Once the procedure is ended, they recover the right to sue the debtor.

Court and/or practitioner(s) may share information they gather with the creditors (whatever their type).	COORD_STATE
An audit of the debtor takes place during the procedure (origin(s) of the default, last financial reports...).	State & public claims A legal practitioner mandatory represents them.
Some experts can be hired to audit the firm.	State & public claims Stay of claims.
The value of the debtor's assets is checked. (market value)	State & public claims Statutory moratorium (i.e. no individual legal proceedings).
The value of the claims is checked. (some may be accepted or rejected)	State & public claims They have advisory power on important decision(s) during the procedure.
Pre-estimation of the debtor's liquidation value is performed during the bankruptcy process.	State & public claims They are granted information right(s) during the procedure.
Pre-estimation of the debtor's continuation value is performed during the procedure (forecast accounting).	
<b>DECISION_STATE</b>	<b>SANCTION (FAULTY MANAGEMENT)</b>
State & public claims: They have advisory power on the final decision (liquidation vs. continuation).	The manager's decisions that took place before bankruptcy can be cancelled if they decreased the value of assets.
State & public claims: They vote on the final decision (and/or have a veto power on the decision).	During the procedure, faulty and/or incompetent manager(s) can be fired from the direction of the company.
State & public claims: The Court cannot impose a solution that they do not agree with.	Manager having contributed to impoverish the debtor (voluntarily or not) may be put to jail.
State & public claims: They have a right of appeal.	Manager having contributed to impoverish the debtor may have to personally repay for the company's debts.
State & public claims: Eventually, they can take the control of the bankrupt firm.	Manager having contributed to impoverish the debtor may not be allowed to restart a new business.
<b>PROTECT_SECURED (all types: fixed, floating, personal guarantees...)*</b>	Sanctions may apply when the commitments of a continuation plan (if any) are not respected eventually.
	<b>FACILITATING LIQUIDATION &amp; SALE</b> ▶ <b>EASE LIQUID</b>
Secured claims (prior, personal guarantees): During the procedure, the guarantee may have to repay.	
Secured claims (prior, fixed charge, leasing...): If they are not repaid, they can take back their asset(s).	The objectives of the law a-priori promote piecemeal liquidation over continuation.
Secured claims (prior claims): Can be declared anytime to the Court (i.e. there is no time limitation).	The objectives of the law a-priori promote sale as a going concern over continuation.
Fixed Secured (prior claims): Can be paid outside the procedure (i.e. they escape the statutory moratorium).	The company can (or must) be piecemeal liquidated at the end of the procedure.
Fixed Secured (prior claims): Can be paid during the procedure (i.e. they escape the stay of claims).	The Court can force liquidation.

Fixed Secured (prior claims): No debt reduction.	Some specific stakeholder(s) can force liquidation.
Fixed Secured (prior claims): No delays.	A liquidator facilitates/monitors the liquidation process (if liquidation is decided eventually).
Fixed Secured (prior claims): Once the procedure is ended, they recover the right to sue the debtor.	A fast (or simplified) liquidation procedure may prevail for the smallest companies (or the simplest files).
<b>COORD_SECURED (all types: fixed, floating, personal guarantees...)*</b>	The company (or a part of it) can (or must) be sold as a going concern at the end of the procedure.
Secured claims: A legal practitioner mandatory represents them.	A liquidator facilitates/monitors the sale (if sale is decided eventually).
Secured claims: Stay of claims.	The Court can force a sale (as a going concern).
Secured claims: Statutory moratorium (i.e. no individual legal proceedings).	Some specific stakeholder(s) can force a sale as a going concern.
Secured claims: They have advisory power on important decision(s) during the procedure.	Rival buyout offers can be proposed to the Court at the end (or during) the procedure.
Secured claims: They are granted information right(s) during the procedure.	Auctions can take place at the end of (or during) the procedure (either on the firm itself or its assets).
<b>DECISION_SECURED (all types: fixed, floating, personal guarantees...)*</b>	In case if sale, the buyer cannot be punished if (s)he does not respect initial commitments (restructuring...)
Secured claims: They have advisory power on the final decision (liquidation vs. continuation).	<b>FACILITATING CONTINUATION</b> ► <b>EASE_CONTIN</b>
Secured claims: They vote on the final decision (and/or have a veto power on the decision).	The objectives of the law a-priori promote continuation over piecemeal liquidation.
Secured claims: The Court cannot impose a solution that they do not agree with.	The objectives of the law a-priori promote sale as a going concern over sale (as a going concern).
Secured claims: They have a right of appeal.	A continuation plan can (or must) be decided (or voted) at the end of the procedure.
Secured claims: Eventually, they can take the control of the bankrupt firm.	The Court can force a continuation plan.
<b>PROTECT_UNSECURED (junior claims)</b>	Some specific stakeholder(s) can force a continuation plan.
Unsecured (prior claims): In case of liquidation, the proceeds are not the definitive basis for their repayment.	An administrator prepares/facilitates/monitors the plan (if continuation is decided eventually).
Unsecured (prior claims): In case of sale, the buyout price is not the definitive basis for their repayment.	Continuation Plan: Delays can be imposed on some creditors.
Unsecured (prior claims): Can be declared anytime to the Court (i.e. there is no time limitation).	Continuation plan: Delays (if any) are not time-limited.
Unsecured (prior claims): Can be paid outside the procedure (i.e. they escape the statutory moratorium).	Continuation Plan: Debt reductions can be imposed on some creditors.
Unsecured (prior claims): Can be paid during the procedure (i.e. they escape the stay of claims).	Public aids (direct or indirect) can be granted to the reorganizing firms.
Unsecured (prior claims): No debt reduction.	The manager(s) can stay, if their firm is reorganized.

Unsecured (prior claims): No delays.

Unsecured (prior claims): Once the procedure is ended, they recover the right to sue the debtor.

**COORD\_UNSECURED (junior claims)**

Unsecured claims: A legal practitioner mandatory represents them.

Unsecured claims: Stay of claims.

Unsecured claims: Statutory moratorium (i.e. no individual legal proceedings).

Unsecured claims: They have advisory power on important decision(s) during the procedure.

Unsecured claims: They are granted information right(s) during the procedure.

**DECISION\_UNSECURED (junior claims)**

Unsecured claims: They have advisory power on the final decision (liquidation vs. continuation).

Unsecured claims: They vote on the final decision (and/or have a veto power on the decision).

Unsecured claims: The Court cannot impose a solution that they do not agree with.

Unsecured claims: They have a right of appeal.

Unsecured claims: Eventually, they can take the control of the bankrupt firm.

(\*) Secured claims encompass:

– FIXED COLLATERAL WITHOUT A RETENTION RIGHT (i.e. attached to specific asset(s): mortgages...);

– FIXED COLLATERAL WITH A RETENTION RIGHT (i.e. attached to specific asset(s): pledge, trust...);

– FLOATING COLLATERAL (i.e. not attached to specific asset: for instance, in the UK: floating charges);

– PERSONAL GUARANTEE FROM AN INDIVIDUAL;

– PERSONAL GUARANTEE FROM A COMPANY;

– OWNER OF THE PROPERTY (i.e. serving as security);

– LEASING.