

Article

« Impact anticipé de la réforme à la loi sur la faillite »

Jocelyn Martel

L'Actualité économique, vol. 72, n° 4, 1996, p. 417-432.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/602215ar>

DOI: 10.7202/602215ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : info@erudit.org

IMPACT ANTICIPÉ DE LA RÉFORME À LA LOI SUR LA FAILLITE*

Jocelyn MARTEL
Université de Cergy-Pontoise
THEMA

RÉSUMÉ – L'objectif principal de la réforme à la *Loi sur la faillite* réside dans l'utilisation accrue de la procédure de réorganisation financière au détriment de la procédure de faillite. La présente étude a pour but d'évaluer l'impact potentiel de cette réforme sur la base d'une banque de données originale comprenant 393 entreprises canadiennes en réorganisation financière. Les résultats de l'analyse empirique nous mènent aux conclusions suivantes : (i) l'assouplissement de la règle de vote devrait entraîner une augmentation du nombre de propositions acceptées de l'ordre de 1.5 points de pourcentage, (ii) la modification de la priorité accordée à une partie des créances gouvernementales devrait accroître le taux de succès et d'acceptation des propositions de l'ordre de 2.02 et 0.55 points de pourcentage respectivement, et (iii) les modifications apportées au gel des procédures pourraient entraîner une augmentation de l'utilisation de propositions provisoires ce qui résulterait dans une diminution de la probabilité d'acceptation par les créanciers non garantis. Finalement, la récente réforme à la Loi sur la faillite possède tout le potentiel d'attirer en réorganisation des entreprises dans la partie gauche de la queue de la distribution des entreprises en difficultés financières. Ceci devrait réduire l'efficacité du système de faillite canadien et imposer des coûts additionnels à notre économie.

ABSTRACT – The main objective of the new *Bankruptcy Act* is to promote the use of financial reorganization. Data from a sample of 393 financial reorganizations in Canada are used to determine whether or not this represents an improvement over the previous system and whether or not the objective to increase the proportion of reorganizations will be met. Results from the statistical and logit analyses suggest that (i) the new voting requirement should increase the number of accepted proposals by 1.5 percentage points, (ii) the

* Cet article constitue une version révisée du Chapitre 4 (Partie II) de ma thèse de doctorat. Je tiens à remercier la Direction des faillites du ministère de l'Industrie et de la Science pour l'accès aux dossiers de faillite et de réorganisation. Je suis également reconnaissant à Thomas Lemieux, Michel Poitevin, Jacques Robert, Jean-Jacques Laffont, Timothy Fisher, Nancy Olewiler, John Chant, Paul Lanoie, aux participants de la *Seventh John M. Olin Annual Conference in Law and Economics* pour leurs commentaires, à Stéphanie Lluís pour son aide technique et à CIRANO pour son aide financière lors de mon stage post-doctoral. Toutes erreurs ou omissions relèvent de ma responsabilité.

change in Crown priority should raise the success and acceptance rate by 2.02 and 0.55 percentage points respectively and (iii) the changes relating to stay of proceedings are expected to raise the use of holding proposals and thus reduce the likelihood of acceptance of a proposal by unsecured creditors. Finally, in its efforts to promote reorganization, the new bankruptcy regime is expected to attract firms in the tail of the distribution of financially distressed firms. This will worsen the screening properties of the bankruptcy system and make it more costly for the Canadian economy.

INTRODUCTION

Au mois de décembre 1992, le cadre législatif canadien en matière d'insolvabilité fut sensiblement modifié par l'entrée en vigueur d'une série de modifications à la Loi sur la faillite¹. Parmi les objectifs poursuivis par ces modifications, il en est un qui, du point de vue de l'efficacité économique, domine les autres, soit celui de la promotion de la réorganisation financière au détriment de la faillite dans le but d'accroître les chances de survie des entreprises en difficultés financières et, conséquemment, de sauver des emplois².

La contribution de cette étude repose dans l'évaluation de l'impact anticipé de trois aspects importants de ces modifications à la procédure de réorganisation en vertu de la Loi sur la faillite, c'est-à-dire : i) la priorité accordée aux créances gouvernementales, ii) l'assouplissement de la règle d'acceptation lors du vote sur une proposition, et iii) la structure temporelle d'une procédure de réorganisation et l'utilisation de propositions provisoires (*holding proposals*). Cette analyse se veut donc une extension de la seule autre étude canadienne comparable dans le domaine, soit celle menée par Fisher et Martel (1994a), qui avait également pour objectif d'évaluer l'impact potentiel de certains aspects de la réforme à partir d'une banque de données originale sur les entreprises en réorganisation. Par contre, elle s'en distingue par l'utilisation d'une nouvelle banque de données et par l'approche économétrique adoptée. En effet, alors que l'étude de Fisher et Martel (1994a) se concentrait sur le vote des créanciers lors d'une proposition de réorganisation, la présente étude considère non seulement le résultat du vote des créanciers, mais également le résultat final de la tentative de réorganisation suivant ce même vote.

La première partie de l'étude offre une discussion des trois aspects de la réforme à la Loi sur la faillite mentionnés ci-haut. La deuxième partie décrit la méthode d'estimation utilisée dans le cadre d'un jeu à deux étapes tel que défini par la procédure de réorganisation. La troisième partie de l'étude présente une description sommaire des caractéristiques des entreprises en réorganisation

1. Voir Bohémier (1992) et Fisher et Martel (1994a) pour une discussion plus approfondie de la réforme.

2. Dans le cadre de cet article, les termes faillite et liquidation sont utilisés comme synonymes, c'est-à-dire la vente des actifs d'une entreprise et la distribution aux créanciers des produits de cette vente. Toutefois, le lecteur est renvoyé à Aghion et Bolton (1992), Baird (1986) et Martel (1996a) pour une discussion plus approfondie de la distinction entre ces deux procédures.

financière en vertu de la Loi sur la faillite au Canada. Comme nous pourrons le constater, les entreprises canadiennes en réorganisation en vertu de la Loi sur la faillite sont principalement des petites et moyennes entreprises avec un actif moyen oscillant aux alentours de \$2.5 millions. La quatrième partie de l'étude fait état des résultats empiriques et de l'impact anticipé des différentes mesures sur le comportement des créanciers non garantis en réorganisation et sur l'issue des procédures. Les résultats de l'analyse empirique confirment les conclusions de Fisher et Martel (1994a) à l'effet que les modifications introduites en décembre 1992 auront vraisemblablement un impact mineur en comparaison des objectifs poursuivis par le législateur. En effet, alors que les modifications au statut des créances gouvernementales et à la règle de vote sur une proposition devraient accroître les taux d'acceptation et de succès des propositions, la nouvelle structure temporelle d'une réorganisation, qui pourrait résulter dans une plus grande utilisation des propositions provisoires, devrait avoir l'effet contraire. Finalement, l'étude conclut sur une discussion de la philosophie sous-jacente à l'objectif de promouvoir la réorganisation financière. L'application de cette philosophie dans le cadre canadien actuel en matière de faillite possède tout le potentiel d'accroître les erreurs de sélection en faillite, c'est-à-dire d'attirer en réorganisation des entreprises dans la partie gauche de la queue de la distribution des entreprises en difficultés financières, alors que ces mêmes entreprises auraient dû être éliminées par la procédure de liquidation.

1. ASPECTS IMPORTANTS DE LA RÉFORME

1.1 *Créances gouvernementales*

Selon la Loi sur la faillite de 1949, les créances des gouvernements fédéral et provinciaux jouissaient d'un statut privilégié et devaient être remboursées intégralement par le débiteur au moment de la confirmation de la proposition par la cour des faillites. La réforme de 1992 modifie cette priorité accordée aux créances gouvernementales en les reléguant au rang de créances ordinaires, à l'exception des créances pour déductions à la source pour l'impôt sur le revenu, les contributions pour le régime d'assurance-chômage et le régime des rentes du Canada ou du Québec, dont le remboursement intégral à l'intérieur des six mois suivant la confirmation doit être prévu par la proposition. Le but principal visé par ce changement est d'accorder une plus grande marge de manoeuvre aux entreprises au début de la réorganisation.

Comme le font remarquer Martel (1991, 1996b) et Fisher et Martel (1995, 1994a), le statut préférentiel accordé aux créances gouvernementales a pour effet de diminuer la probabilité qu'une firme réussisse sa tentative de réorganisation financière. En effet, le problème principal rencontré par les entreprises en réorganisation en est un de liquidité. Dans ces conditions, la procédure de réorganisation devrait aider à relâcher cette contrainte de liquidité afin d'accroître les chances de succès des entreprises. Or, l'obligation de remboursement intégral des créances

gouvernementales au moment de l'approbation ne peut qu'accroître ce problème de liquidité. Dans ces conditions, les modifications apportées à ce chapitre devraient accroître les chances de succès des entreprises en réorganisation. Pour les fins de l'analyse empirique, la proportion des créances gouvernementales dans les créances totales de l'entreprise est utilisée afin de mesurer l'impact des changements au statut de ce type de créances sur l'issue de la réorganisation³.

1.2 Règle de vote sur une proposition

Avant les amendements de 1992, une proposition de réorganisation était acceptée si les créanciers non garantis votaient en sa faveur par une majorité en nombre et une majorité de trois-quarts en valeur des créances non garanties des créanciers qui votaient lors de l'assemblée. Les créanciers garantis n'étaient pas liés par une proposition et n'avaient donc aucun droit de vote. Suite aux amendements adoptés, une proposition ne requiert plus que l'appui d'une majorité en nombre de créanciers non garantis dont les créances représentent au moins deux-tiers de la valeur des créances de ces mêmes créanciers votant sur la proposition⁴. Afin de déterminer l'effet de cet assouplissement dans le critère d'acceptation d'une proposition, nous devons examiner le résultat du vote sur les propositions rejetées en vertu de l'ancienne règle de votation, mais qui auraient été acceptées en vertu de la nouvelle règle⁵. *A priori*, nous pouvons anticiper un effet positif sur la probabilité d'acceptation d'une proposition.

Une autre raison pouvant justifier la modification dans la règle de vote a trait à l'impact potentiellement négatif de la présence d'un créancier ordinaire majeur lors du vote. En effet, un créancier ordinaire dont la créance représentait plus de 25 pour-cent des créances non garanties détenait, *de facto*, un droit de veto lors du vote sur une proposition. L'abaissement du critère de vote relativement à la valeur des créances pourrait donc être justifié afin d'amenuiser cette possibilité. *A priori*, cette inquiétude semble justifiée car, selon les données recueillies par Martel (1994), 43 pour-cent des dossiers de réorganisation implique un créancier ordinaire possédant plus de 25 pour-cent de la valeur des créances non garanties lors du vote. L'impact de cet amendement sera mesuré par l'utilisation d'une variable auxiliaire indiquant la présence d'un créancier ordinaire possédant plus de 25 pour-cent des créances non garanties.

3. Les créances gouvernementales sont exprimées en proportion des créances totales afin de réduire la sensibilité des estimateurs aux valeurs extrêmes et pour contrôler pour la taille de la firme.

4. Voir également Fisher et Martel (1994a)

5. Afin de mesurer l'effet total de la modification de la règle de vote, nous devrions également examiner l'impact de cette modification sur la probabilité qu'une firme ayant choisi la faillite choisisse dorénavant la réorganisation. Or, il n'existe aucune donnée à ce sujet.

1.3 Gel des procédures et propositions provisoires

Une proposition provisoire constitue une pratique par laquelle un débiteur veut suspendre les procédures de ses créanciers jusqu'à une date ultérieure pour ensuite soumettre une proposition amendée pour fins d'approbation par les créanciers non garantis⁶. Lors du dépôt d'une telle proposition, les créanciers qui votent en sa faveur le font en anticipant de devoir voter sur une proposition amendée à l'intérieur d'une période de quelques mois. En repoussant dans le temps la divulgation des conditions du nouveau contrat entre les créanciers non garantis et le débiteur, une telle proposition a le désavantage d'accroître l'incertitude pour tous les créanciers. De plus, elle peut s'avérer une stratégie pour les entreprises non viables qui tentent par tous les moyens d'acheter du temps. Selon les données recueillies par Martel (1994), les propositions provisoires représentaient 24 pour-cent de toutes les propositions déposées.

Or, selon Bohémier (1992), les amendements apportés à la Loi sur la faillite relativement au gel des procédures en réorganisation auront pour effet de confirmer l'usage de ce type de proposition. En effet, selon le nouveau régime en vigueur, une personne insolvable peut signifier son intention de déposer une proposition concordataire ce qui entraîne automatiquement le gel des procédures de tous les créanciers, garantis et non garantis, pour une période maximale de 30 jours. À l'expiration de cette période, le débiteur peut obtenir de la cour des faillites une extension du gel des procédures par segments de 45 jours et cela pour une période maximale de 5 mois suivant cette première période de 30 jours. Dans ces conditions, il est à prévoir un accroissement dans le nombre de propositions qui auront des caractéristiques similaires aux propositions provisoires.

L'impact de ces modifications sera estimé à partir de deux variables, soit (i) la durée de la période entre le dépôt d'une proposition et le vote des créanciers et (ii) une variable auxiliaire qui est utilisée afin d'identifier les propositions provisoires.

2. ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RÉORGANISATION

Une procédure de réorganisation peut être décrite comme un jeu à deux étapes⁷. Dans un premier temps, un débiteur soumet une proposition de réorganisation à ses créanciers pour fins d'acceptation. Dans un deuxième temps, une proposition acceptée peut être un succès ou un échec⁸. Or, la décision des

6. Ce genre de proposition est mieux connue sous le nom de *holding proposal*. Voir Bohémier (1992).

7. Il existe une étape antérieure à ce jeu soit celle du choix de la firme entre la liquidation et la réorganisation. Cette étape dépasse le cadre de la présente analyse.

8. Une proposition est définie comme étant un succès lorsque le débiteur honore tous les termes de la proposition et que le syndic est libéré de ses fonctions.

créanciers d'accepter ou de rejeter une proposition dépend de plusieurs facteurs dont la probabilité de succès anticipée de la proposition. Soit y_{ij}^* le niveau d'utilité indirecte espéré du créancier i choisissant l'alternative j . Nous pouvons écrire :

$$y_{ij}^* = \beta' \tilde{p}(v_{ij}, x_{ij}) + \delta'_j w_i + \alpha'_j z_i + \varepsilon_{ij}$$

où $\tilde{p}(x_{ij})$ représente la probabilité de succès anticipée de la proposition qui dépend d'un ensemble de variables de politique publique, v_{ij} , et d'un autre ensemble de variables explicatives, x_{ij} , alors que w_i et z_i sont respectivement des vecteur de variables de politique publique et de caractéristiques du créancier i qui déterminent la probabilité d'acceptation d'une proposition. Étant donné que y_{ij}^* est non observable, la règle de décision est la suivante :

$$y_{ij} = 1 \quad \text{si } y_{ij}^* > y_{ik}^* \quad \forall k \neq j$$

$$y_{ij} = 0 \quad \text{autrement.}$$

La probabilité qu'une proposition soit acceptée est donnée par l'équation :

$$P_{ij} = \text{Prob}(y_{ij} = 1) = \frac{\exp[\beta' \tilde{p}_{ij} + \delta'_j w_i + \alpha'_j z_i]}{1 + \exp[\beta' \tilde{p}_{ij} + \delta'_j w_i + \alpha'_j z_i]} \quad (1)$$

Or, étant donné que la probabilité de succès de la proposition ne peut être observée, cette dernière équation ne peut être estimée directement. Nous posons donc que la probabilité de succès d'une proposition est donnée par l'équation suivante :

$$\tilde{p}_{ij} = \lambda'_j v_{ij} + \gamma'_j x_{ij} + \mu_{ij}$$

Même si \tilde{p}_{ij} ne peut être observée, nous pouvons définir une variable s telle que :

$$s_{ij} = 1 \quad \text{si la proposition est un succès}$$

$$s_{ij} = 0 \quad \text{si la proposition est un échec}$$

et la probabilité de succès d'une proposition est donnée par l'équation :

$$P_{ij} = \text{Prob}(s_{ij} = 1) = \frac{\exp[\lambda'_j v_{ij} + \gamma'_j x_{ij}]}{1 + \exp[\lambda'_j v_{ij} + \gamma'_j x_{ij}]} \quad (2)$$

Sous l'hypothèse d'exogénéité faible de la variable \tilde{p} , l'estimation se fera à l'aide d'un modèle logit à deux étapes⁹. Premièrement, l'équation (2) est estimée

9. L'exogénéité faible présume l'indépendance des termes d'erreur ε_{ij} et μ_{ij} . Cette procédure est moins efficace mais fournit des estimateurs convergents. Voir Engle, Hendry et Richard (1983). Voir également Montmarquette, Cannings et Mahseredjian (1996) pour une application alternative de cette méthode.

à partir d'un modèle logit en fonction de dix variables indépendantes soit, (i) la proportion des créances gouvernementales dans les créances totales, (ii) la proportion des paiements faits aux créanciers non garantis à l'intérieur des six mois suivant l'approbation de la proposition par la cour, (iii) le nombre de versements pour le remboursement du paiement proposé, (iv) une variable auxiliaire pour les propositions déposées à Montréal par opposition à Toronto, (v) une variable auxiliaire pour les propositions de débiteurs incorporés par opposition à ceux non incorporés, et (vi) une variable auxiliaire différente pour les cinq plus grosses industries dans l'échantillon¹⁰. L'utilisation de la proportion des créances gouvernementales comme variable explicative de la probabilité de succès d'une proposition découle du fait que le remboursement intégral de ces créances au moment de l'approbation par la cour ne peut qu'aggraver le problème de liquidité de la firme et diminuer la probabilité de succès en réorganisation. Nous pouvons donc anticiper un signe négatif pour le coefficient de cette variable explicative.

Deuxièmement, les paramètres estimés de cette équation de succès sont utilisés afin de calculer une valeur prédite de la probabilité de succès de chacune des propositions dans l'échantillon. Finalement, l'équation (1), qui définit la probabilité d'acceptation d'une proposition, est estimée à partir d'un autre ensemble de variables indépendantes, soit (i) le nombre de jours entre le dépôt et le vote sur la proposition, (ii) une variable auxiliaire pour la présence d'un créancier ordinaire possédant plus de 25 pour-cent des créances totales, (iii) une variable auxiliaire pour les propositions provisoires, (iv) le paiement anticipé en liquidation¹¹, (v) le paiement proposé en réorganisation, (vi) la probabilité de succès anticipée de la proposition, (vii) la proportion des paiements faits aux créanciers non garantis à l'intérieur d'un mois suivant l'approbation de la proposition par la cour, (viii) la variation du taux de chômage pour la période de six mois précédant le vote sur la proposition (ix) la proportion des créances garanties dans les créances totales et (x) le nombre d'amendements apportés à la proposition originale. Les variables (iv), (v), (vi) et (vii) ont pour but de caractériser la contrainte de participation des créanciers non garantis en réorganisation¹². Les variables de politique publique (i), (ii) et (iii) sont utilisées dans l'estimation de la probabilité

10. Voir Maddala (1983).

11. Le paiement anticipé en liquidation est défini comme suit : $((0.5 * \text{valeur au livre des actifs}) - \text{créances garanties} - \text{créances privilégiées}) / \text{créances ordinaires}$. Cette valeur se veut une borne supérieure car elle ne tient pas compte des coûts administratifs et du délai de remboursement en liquidation. En l'absence d'information sur le ratio de la valeur au marché à la valeur au livre, une valeur de 0.5 est utilisée. Cette approche est cohérente avec les résultats de Kryzanowsky et Holland (1984) selon lesquels le ratio de la valeur au marché à la valeur au livre des actifs des entreprises en faillite varie entre 0.425 et 0.525.

12. L'utilisation de deux mesures différentes de la proportion des paiements à court terme (1 mois et 6 mois) à deux étapes différentes de l'estimation a pour but de tester une présomption émise par Martel (1996b) à l'effet qu'en présence d'information asymétrique entre une entreprise et ses créanciers, la structure du contrat de réorganisation, et en particulier l'échelonnement des paiements dans le temps, peut être utilisée par cette première afin de transmettre de l'information crédible sur son niveau de viabilité et sur ses chances de succès en réorganisation. Le lecteur est renvoyé à Martel (1996b) pour une justification des différentes variables utilisées lors de l'estimation.

d'acceptation d'une proposition car elles jouent un rôle plus important à ce stade du jeu. *A priori*, nous pouvons anticiper un signe négatif pour ces trois coefficients estimés¹³.

3. CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES CANADIENNES EN RÉORGANISATION

Une des conditions nécessaires à l'étude de l'impact anticipé de la réforme à la Loi sur la faillite est l'existence de microdonnées sur les entreprises en réorganisation financière. Au Canada, seuls Fisher et Martel (1994b) avaient réussi à mettre sur pied une banque de données sur des entreprises en réorganisation dans le but d'étudier le comportement des créanciers lors d'une telle procédure. Cette banque de données contient des informations sur un échantillon de 338 entreprises qui ont soumis une proposition de réorganisation au cours de la période 1978-1987 aux bureaux régionaux de Halifax, Montréal, Toronto, Calgary et Vancouver. La présente étude utilise un nouvel échantillon composé de 393 entreprises en réorganisation financière pour la période 1977-1988 aux bureaux régionaux de Montréal et Toronto¹⁴. Le tableau 1 offre un aperçu de certaines caractéristiques des entreprises à l'étude.

Comme le rapporte le tableau 1, la valeur comptable moyenne au livre des actifs et des dettes des entreprises en réorganisation financière s'élèvent à \$2.45 et \$2.98 millions respectivement¹⁵. La majeure partie des entreprises en réorganisation sont de taille relativement petite avec 72 pour-cent des entreprises affichant une valeur comptable des actifs inférieure à \$1 million. Le nombre moyen de créanciers impliqués dans une telle procédure est de 110. Au moment de la réorganisation, les créances garanties, privilégiées et ordinaires représentent respectivement environ 32 pour-cent, 6 pour-cent et 60 pour-cent de la dette totale des entreprises. Outre le problème de liquidité rencontré par ces entreprises, elles ont également un ratio dette / actif élevé comme en fait foi le ratio moyen de 16.0 (médiane de 1.8).

13. Les variables explicatives sont associées à une des deux étapes du jeu selon leur effet maximal anticipé. Toutefois, cela n'exclut pas la possibilité que plusieurs d'entre elles puissent avoir un impact sur les deux étapes du jeu. Par contre, ces effets sont partiellement pris en compte par l'inclusion de la probabilité de succès prédite lors de l'estimation de la probabilité d'acceptation d'une proposition.

14. Ce nouvel échantillon n'est pas un sous-échantillon de celui de Fisher et Martel, mais origine plutôt d'un nouveau tirage parmi la population des entreprises en réorganisation à Montréal et Toronto. L'échantillon est représentatif de la distribution des dossiers entre les deux bureaux et les années couvertes par l'étude.

15. Les valeurs monétaires sont exprimées en dollars canadiens de juin 1993.

TABLEAU 1

CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES EN RÉORGANISATION AU CANADA¹

Variables	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
Actif ²	2 453.309	350.874	19 674.204	0.00	385 765.05
Passif	2 981.584	783.890	15 875.596	22.00	301 750.68
Créances garanties	1 610.431	201.254	12 247.279	0.00	237 437.86
Créances ordinaires	1 008.831	438.754	2 024.847	11.70	25 659.25
Créances privilégiées	111.459	23.744	321.962	0.00	4 653.79
Créances gouvernementales	76.137	15.094	204.747	0.00	2 424.72
Créances pour déductions à la source	39.164	5.919	134.480	0.00	1 952.88
Créances salariales ³	54.527	17.053	111.759	0.53	806.69
Créances salariales par travailleur	1.396	0.750	3.294	0.04	29.21
Nombre de créanciers	110.100	68.000	141.540	4.00	1 257.00
Passif / actif	16.005	1.767	211.130	0.44	4 100.00
Créances garanties / actif ⁴	0.781	0.539	3.372	0.00	65.00
Créances gouvernementales / passif	0.045	0.021	0.067	0.00	0.50
Créances gov. / créances privilégiées	0.593	0.694	0.384	0.00	1.00
Déductions à la source / créances gov.	0.418	0.324	0.406	0.00	1.00
Paiement anticipé en liquidation ⁵	7.208	0.000	15.569	0.00	100.00
Paiement en réorganisation	38.157	30.000	28.143	0.00	124.00
Proportion des paiements comptants	7.230	0.000	23.234	0.00	100.00
Proportion des paiements différés	91.141	100.000	25.885	0.00	100.00
Proportion des paiements en actions	1.629	0.000	12.378	0.00	100.00
Nombre de versements	3.050	2.000	4.121	0.00	36.00
Période pour le remboursement (mois)	14.011	9.000	16.027	0.00	120.00
% paiements comptants (< 1 mois)	9.742	0.000	27.083	0.00	100.00
% paiements avant 3 mois	50.224	0.000	42.634	0.00	100.00
% paiements avant 6 mois	62.906	0.000	38.899	0.00	100.00
% paiements avant 12 mois	78.364	0.000	31.544	0.00	100.00

NOTES :

1. La taille de l'échantillon est de 393 propositions.
2. Les valeurs de l'actif, du passif et des créances sont exprimées en milliers de dollars canadiens de juin 1993 en utilisant le déflateur du PDB (séries D20556, Cansim).
3. Basé sur un échantillon de 125 propositions avec des créances salariales positives.
4. Ne tient pas compte d'une proposition dont le ratio est de 2953.
5. Les variables de paiement sont exprimées en pourcentage.

En moyenne, une proposition de réorganisation prévoit le remboursement de 38.1 cents pour chaque dollar de créances ordinaires. Ces paiements prennent généralement deux formes, soit des paiements comptants au moment de l'approbation de la proposition par la cour des faillites, soit des paiements différés sur une période pouvant varier de 1 mois à 10 ans. Selon les données, la période moyenne pour le remboursement des créances ordinaires est de 14 mois suivant l'approbation de la cour et 78 pour-cent du remboursement promis est versé en moins d'un an suivant cette approbation. Au niveau du vote, 75 pour-cent des propositions sont acceptées par les créanciers non garantis et 72 pour-cent de ces propositions sont un succès. Ceci implique qu'une firme canadienne en réorganisation en vertu de la Loi sur la faillite a une probabilité de 54 pour-cent d'en ressortir avec une nouvelle structure du capital. Finalement, les données appuient la thèse voulant que le système canadien en matière de réorganisation offre une solution rapide aux problèmes des entreprises en difficultés financières. En effet, il s'écoule, en moyenne, seulement 50 jours entre le dépôt d'une proposition et le vote des créanciers sur cette même proposition.

4. RÉSULTATS

Sur la base des estimations et de l'analyse statistique des données, nous pouvons maintenant étudier l'impact potentiel des différentes mesures introduites par la Loi C- 22¹⁶.

4.1 *Créances gouvernementales*

Les résultats d'estimation présentés au tableau 2 appuient la thèse voulant que le statut préférentiel accordé jadis aux créances gouvernementales représentait une entrave à la réussite d'une firme en réorganisation. En effet, une augmentation de 1 pour-cent de la proportion des créances gouvernementales dans les créances totales d'une firme entraîne une réduction de la probabilité de succès d'une proposition de l'ordre de 0.77 pour-cent. Or, étant donné qu'une augmentation de 1 pour-cent de la probabilité de succès anticipée entraîne une augmentation de la probabilité d'acceptation d'une proposition de l'ordre de 0.27 pour-cent (colonne 4 du tableau 2), il s'en suit qu'une augmentation de 1 pour-cent de la proportion des créances gouvernementales résulte également dans une réduction de la probabilité d'acceptation de l'ordre de 0.21 pour-cent. Selon les données, les créances gouvernementales représentent, en moyenne, 4.5 pour-cent des créances totales d'une entreprise en réorganisation. Comme les créances pour déductions à la source représentent, en moyenne, 41.8 pour-cent de ces dernières, ceci implique que les créances pour déductions à la source représentent, en moyenne, 1.88 pour-cent des créances totales d'une entreprise en réorganisation.

16. L'effet des variables explicatives sur la probabilité de succès ou d'acceptation d'une proposition est calculé à la valeur moyenne de chaque variable et rapporté dans la colonne « variation de la probabilité ». Dans le cas des variables auxiliaires, la variation de la probabilité mesure l'effet d'une variation discrète, voir Gunderson, Kervin et Reid (1986).

TABLEAU 2
RÉSULTATS D'ESTIMATION

Variables explicatives ¹	Probabilité de succès		Probabilité d'acceptation	
	Coefficients logit ²	Variation de la probabilité	Coefficients logit ³	Variation de la probabilité
<i>Variables de politique publique</i>				
Proportion des créances gouvernementales	-4.2782* (2.3287)	-0.7670		
Période entre le dépôt et le vote (jours)			-0.0032 (0.0022)	0.0006
Créancier ordinaire majeur (variable auxiliaire)			0.1857 (0.2715)	0.0332
Proposition provisoire (variable auxiliaire)			-1.1837** (0.4141)	-0.2713
<i>Autres variables</i>				
Paiement anticipé en liquidation			-0.7807 (0.9605)	-0.1464
Paiement en réorganisation			0.2752 (0.5283)	0.0516
Probabilité de succès anticipée			1.4634* (0.8726)	0.2744
Proportion des paiements avant 1 mois			1.1314** (0.4613)	0.2121
Proportion des paiements avant 6 mois	1.5437** (0.4797)	0.2767		
Nombre de versements	-0.0564 (0.0407)	-0.0101		
Δ taux de chômage (6 mois)			-0.2842** (0.1301)	-0.0533
Proportion des créances garanties			0.3470 (0.5964)	0.0651
Montréal (variable auxiliaire)	-1.1788** (0.4094)	-0.2643		
Entreprise incorporée (variable auxiliaire)	-0.2948 (0.4973)	-0.0569		
Nombre d'amendements			2.2233** (0.4024)	0.4169
<i>Industries</i>				
Mines	0.1297 (0.8973)	0.0224		
Construction	-0.4153 (0.4801)	-0.0824		
Communications	1.2492 (1.1176)	0.1535		
Hébergement, restauration & divertissement	-0.1626 (0.6861)	-0.0304		
Services personnels et domestiques	0.2243 (0.4267)	0.0378		

NOTES :

- ** et * désignent des variables statistiquement significatives à un niveau de 5 et 10 pour-cent respectivement. Les valeurs critiques sont de 1.96 et 1.65 pour un test bilatéral. Les écarts-types sont rapportés entre parenthèses.
- L'échantillon est de 235 propositions et le taux de succès est de 73.77 pour-cent. R² de Cragg-Uhler = 0.228
- L'échantillon est de 384 propositions et le taux d'acceptation est de 75.0 pour-cent. R² de Cragg-Uhler = 0.272.

La réforme de 1992 aura donc pour effet de réduire la proportion des créances gouvernementales à être remboursées au moment de la confirmation de l'ordre de 2.62 points de pourcentage ce qui devrait entraîner une augmentation de la probabilité de succès et d'acceptation d'une proposition de l'ordre de 2.02 et 0.55 points de pourcentage respectivement.

Par contre, nous devons noter que les amendements introduits par la Loi C-22 n'entraînent pas une réduction des créances pour déductions à la source, mais plutôt un report dans leur remboursement. Les résultats d'estimation se veulent donc une borne supérieure à l'impact anticipé de ces modifications.

4.2 *Vote*

L'analyse des 393 propositions commerciales contenues dans l'échantillon révèle que 99 de ces propositions ont été rejetées par les créanciers non garantis et que seulement six de ces propositions auraient été acceptées si la nouvelle règle de votation avait été en vigueur. Nous pouvons donc anticiper que l'assouplissement du critère d'acceptation entraînera une augmentation d'environ 1.5 points de pourcentage du taux d'acceptation des propositions.

Les résultats de l'estimation empirique suggèrent que la présence d'un créancier ordinaire possédant plus de 25 pour-cent de la valeur totale des créances n'a toutefois pas d'impact significatif sur la probabilité d'acceptation d'une proposition.

4.3 *Gel des procédures et propositions provisoires*

Tel que mentionné précédemment, les modifications au gel des procédures en réorganisation pourraient avoir des conséquences à deux niveaux, soit (i) augmenter la durée des procédures normales et (ii) accroître le nombre de propositions provisoires. D'après les travaux de Fisher et Martel (1994a), une augmentation de la période entre le dépôt et le vote sur une proposition a un effet négatif et significatif sur la probabilité d'acceptation. Or, les résultats présentés au tableau 2 montrent que, même si le coefficient de cette variable est négatif, son effet est non significativement différent de zéro.

Par contre, l'analyse empirique confirme bien l'aversion des créanciers face au dépôt d'une proposition provisoire. La probabilité d'acceptation d'une telle proposition est de 27 pour-cent inférieure à celle des autres propositions. Nous pouvons donc affirmer que, *ceteris paribus*, une augmentation de l'utilisation de propositions provisoires entraînera une diminution du nombre de propositions acceptées, ce qui réduira d'autant le niveau d'efficacité du processus de réorganisation et imposera des coûts additionnels sur le système canadien en matière d'insolvabilité.

4.4 Autres résultats

Outre les résultats discutés ci-dessus, le tableau 2 rapporte d'autres résultats qui méritent notre attention¹⁷. Premièrement, la **probabilité de succès** d'une proposition augmente avec la proportion des paiements proposés aux créanciers à l'intérieur des six mois suivant la confirmation de la proposition par la cour des faillites. Ce résultat tient en contrôlant pour le fait que les entreprises font face à une contrainte de liquidité au moment de la réorganisation, tel que capté par le coefficient négatif de la variable mesurant la proportion des créances gouvernementales dans les créances totales de la firme. Ceci est cohérent avec la théorie proposée par Martel (1996b) à l'effet qu'une firme viable peut utiliser la proportion des paiements à court terme (période inférieure à six mois) aux créanciers non garantis comme mécanisme de transmission d'information à l'endroit de ces mêmes créanciers relativement à sa viabilité future. Deuxièmement, la probabilité de succès d'une proposition déposée au bureau régional de Montréal est significativement inférieure à celle d'une proposition déposée au bureau régional de Toronto. Par ailleurs, un test de ratio de vraisemblance permet de rejeter l'hypothèse que tous les paramètres, à l'exception des variables auxiliaires, sont conjointement égaux à zéro avec une statistique du χ^2 égale à 21.39 avec 4 degrés de liberté¹⁸.

Troisièmement, la **probabilité d'acceptation d'une proposition** augmente avec la probabilité de succès d'une proposition telle qu'anticipée par les créanciers non garantis. Ceci confirme l'importance des croyances des créanciers sur le succès d'une procédure de réorganisation. Quatrièmement, la probabilité d'acceptation augmente avec la proportion des paiements proposés à l'intérieur d'une période d'un mois suivant la confirmation de la proposition, tout en contrôlant pour l'effet des paiements à court terme (six mois) sur la probabilité de succès. Cinquièmement, le nombre d'amendements apportés à une proposition a un effet positif et significatif sur la probabilité d'acceptation ce qui confirme l'importance des négociations entre le débiteur et ses créanciers lors d'une réorganisation. Ces résultats confirment ceux obtenus précédemment par Fisher et Martel (1995, 1994a). Toutefois, contrairement à ce qu'ils obtiennent, le paiement anticipé en liquidation, le paiement total non escompté en réorganisation et l'importance des créanciers garantis ne semblent pas avoir d'effet significatif sur le vote des créanciers non garantis. Finalement, un test de ratio de vraisemblance rejette l'hypothèse que tous les paramètres, à l'exception des variables auxiliaires, sont conjointement égaux à zéro avec une statistique du χ^2 égale à 49.99 avec 8 degrés de liberté¹⁹.

17. Voir Martel (1996b) pour une discussion approfondie de ces résultats.

18. La valeur critique est de 9.48 à un niveau de confiance de 5 pour-cent.

19. La valeur critique est de 15.51 à un niveau de confiance de 5 pour-cent.

CONCLUSION

Historiquement, le législateur visait deux objectifs précis avec la procédure de réorganisation en vertu de la Loi sur la faillite. Dans un premier temps, cette procédure devait offrir un second souffle aux entreprises en difficultés financières afin de leur permettre d'en arriver à une nouvelle entente avec leurs créanciers. Dans un deuxième temps, elle devait permettre, en théorie, de sauver des entreprises de la faillite et ainsi de sauvegarder des emplois. Or, il faut bien voir que ces deux objectifs peuvent être contradictoires sur le plan de l'efficacité économique. Le but de cette étude était donc d'évaluer l'impact potentiel de différentes modifications apportées à la Loi sur la faillite au Canada.

L'analyse empirique permet d'en arriver aux conclusions suivantes. Les modifications apportées au statut des créances gouvernementales devraient aider à relâcher la contrainte de liquidité des entreprises et leur accorder une plus grande marge de manoeuvre au moment de la réorganisation. Ceci devrait contribuer à augmenter la probabilité de succès et d'acceptation d'une proposition. De plus, l'assouplissement de la règle de vote devrait entraîner une augmentation marginale dans le taux d'acceptation des propositions. Par contre, la nouvelle structure temporelle de la procédure de réorganisation pourrait engendrer une plus grande utilisation des propositions provisoires, ce qui aurait pour conséquence de réduire le taux d'acceptation.

Par ailleurs, même si la présente étude n'a pu aborder cette question directement, il semble également plausible de croire que les changements apportés au niveau de la protection des salariés imposeront un fardeau financier supplémentaire sur les entreprises en réorganisation. En effet, depuis décembre 1992, les créances salariales, jusqu'à un montant maximum de \$2,000 par travailleur, doivent être entièrement remboursées par le débiteur au moment de l'approbation de la proposition par la cour. De plus, les créanciers salariaux n'ont plus le droit de vote sur une proposition à moins que leurs créances individuelles dépassent cette limite de \$2,000, auquel cas ils peuvent voter sur la base de ces montants excédentaires. Or, le retrait du droit de vote des salariés aura pour effet d'éliminer un allié naturel des entreprises en réorganisation car l'option alternative, soit la liquidation, entraîne la perte automatique de leurs emplois. Ces mesures pourraient entraîner une diminution de la probabilité de succès et d'acceptation d'une proposition. Ces résultats tendent donc à appuyer les conclusions de Fisher et Martel (1994a) à l'effet que les amendements apportés à la Loi sur la faillite auront un impact modeste sur le résultat final d'une procédure de réorganisation.

On peut également soulever une incohérence dans les modifications apportées par la Loi C-22 entre d'un côté le traitement accordé aux créances gouvernementales et de l'autre côté, celui accordé aux créances salariales. Tel que mentionné, la réforme a retiré le droit de vote aux travailleurs dont les créances sont inférieures à \$2000. Cette approche est justifiée par le principe voulant que les créanciers qui sont intégralement remboursés ne devraient pas avoir un droit de regard sur l'avenir de la firme. Or, de façon ironique, les gouvernements conservent leur droit

de vote sur une proposition pour les créances pour déductions à la source, alors que la nouvelle loi stipule qu'une proposition doit nécessairement prévoir le remboursement intégral de ces créances au moment de l'approbation de la proposition. L'application de ce double critère peut non seulement affecter le bon fonctionnement d'une procédure de réorganisation, mais semble peu équitable en ce qui a trait au traitement de la masse des créanciers.

Finalement, nous ne pourrions passer sous silence un aspect discutable de la philosophie sous-jacente à la réforme à l'effet qu'il est préférable de favoriser la réorganisation financière au détriment de la liquidation. En effet, la liquidation est souvent perçue comme un événement négatif qui cause des pertes d'emplois pour les travailleurs et des pertes financières pour la presque totalité des créanciers. Or, du point de vue de l'efficacité économique, le rôle d'une loi sur la faillite ne devrait pas en soi résider dans la promotion de la réorganisation financière de toutes les entreprises insolvable, mais plutôt dans le sauvetage des entreprises insolvable mais viables. Ceci peut être rendu possible par la mise en place de mesures visant à maximiser la valeur des opérations des entreprises, en permettant le redéploiement d'actifs vers des utilisations plus efficaces et en laissant le sort des entreprises dans les mains de ceux qui sont directement lésés par la faillite, c'est-à-dire les créanciers. Or, les données recueillies par Martel (1994) sur la situation financière des entreprises canadiennes en faillite suggèrent fortement que, dans son empressement à promouvoir la réorganisation, le législateur a instauré un régime qui attirera plus que toutes autres les entreprises dans la queue gauche de la distribution des entreprises en difficultés financières. En effet, selon ces mêmes données, la situation financière de ces entreprises est catastrophique auquel cas leur liquidation était de toute évidence la seule solution efficace. Le nouveau régime va possiblement réduire l'efficacité du système de faillite canadien ce qui se traduira dans des coûts additionnels à notre économie.

BIBLIOGRAPHIE

- AGHION, P., et P. BOLTON (1992), « An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting », *Review of Economic Studies*, 59 : 473-494.
- BAIRD, D. (1986), « The Uneasy Case for Corporate Reorganization », *Journal of Legal Studies*, 15, janvier : 127-147.
- BOHÉMIER, A. (1992), *Faillite et Insolvabilité*, Tome 1, édition Thémis, Université de Montréal.
- ENGLE, R., D. HENRY, et J. RICHARD (1983), « Exogeneity », *Econometrica*, 51, mars : 277-304.
- FISHER, T., et J. MARTEL (1995), « The Creditors' Financial Reorganization Decision : New Evidence from Canadian Data », *Journal of Law, Economics and Organization*, 11, avril : 112-126.

- FISHER, T., et J. MARTEL (1994a), « Will the Bankruptcy Reforms Work? An Empirical Analysis of Financial Reorganization in Canada », *Canadian Public Policy*, XX, septembre : 265-277.
- Fisher, T., et J. Martel (1994b), « Financial Reorganization in Canada », *Canadian Business Economics*, 2, hiver : 54-66.
- GOUVERNEMENT DU CANADA, *Loi sur la faillite*, L.R.C. 1985, c. B-3.
- GOUVERNEMENT DU CANADA, *Loi modifiant la Loi sur la faillite et la loi de l'impôt sur le revenu en conséquence* (Loi C-22), L.C. 1992, c. 27.
- GUNDERSON, M., J. KERVIN, et F. REID (1986), « Logit Estimates of Strike Incidence from Canadian Contract Data », *Journal of Labor Economics*, 4, avril : 257-276.
- KRYZANOWSKY, L., et J. HOLLAND (1984), « Bankruptcies and Commercial Arrangements in Canada », *Bulletin d'insolvabilité*, Bureau du Surintendant des faillites, 4, septembre : 3-10.
- MADDALA, G. (1983), *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- MARTEL, J. (1996a), « Solutions au stress financier : un survol de la littérature », *L'Actualité économique*, 72, mars : 51-78.
- MARTEL, J. (1996b), « Asymmetric Information and the Structure of Financial Reorganization Contracts: Theory and Evidence », Document non publié, University de Cergy-Penthoise (THEMA), Octobre : 1-58.
- MARTEL, J. (1994), « Commercial Bankruptcy and Financial Reorganization in Canada », cahier de recherche 94c-2, CIRANO, septembre : 1-38.
- MARTEL, J. (1991), « Bankruptcy Law and the Canadian Experience : An Economic Appraisal », *Canadian Public Policy*, 1, mars : 52-63.
- MONTMARQUETTE, C., K. CANNINGS, et S. MAHSEREDJIAN (1996), « Probability of Graduation, Expected Earnings of College Students and The Choice of College Major », document non-publié, département de sciences économiques, Université de Montréal, juillet : 1-29.
-