

Quelques propos introductifs sur la valorisation des PME dans la nouvelle loi

Objet de la contribution

1. L'article XX 83/17 de la nouvelle loi dispose que « Le tribunal examine si 4°) lorsqu'il y a des créanciers dissidents, le plan de réorganisation satisfait au critère du meilleur intérêt des créanciers ; il est satisfait au critère du meilleur intérêt des créanciers si aucun des créanciers dissidents ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan de réorganisation que celle dans laquelle il se trouverait au cas où n'est manifestement lésé par rapport à une situation au cours de laquelle une procédure normale de liquidation faillite aurait été suivie .

L'article XX 83/18 dispose au § 1 que Si le plan n'est pas approuvé dans une ou plusieurs des classes, le tribunal peut l'homologuer conformément à l'article XX.83/15 et être imposé aux classes dissidentes autorisées à voter, lorsque ce plan remplit au moins les conditions suivantes iii) au moins une des classes de parties affectées qui peut raisonnablement s'attendre à être payée si l'ordre normal des priorités en cas de liquidation était appliqué.

Dès lors, en vertu de l'article XX 83/17 le tribunal prend une décision sur la valeur de l'entreprise uniquement lorsqu'un plan de réorganisation est contesté par une partie affectée dissidente sur la base : a) du fait présumé de ne pas remplir le critère du meilleur intérêt des créanciers b) d'une violation alléguée des conditions relatives à une application forcée interclasse visée à l'article XX.83/18

2. Dans le cadre de l'ouvrage¹ que je consacre à la valorisation de l'entreprise en difficulté, je décris de très nombreuses méthodes reconnues par les doctrines américaine, anglaise et les différents pays qui connaissent ce concept de « valeur » pour procéder à l'évaluation d'une entreprise en difficulté comme si elle était en activité.

Je renvoie bien évidemment le lecteur à cet ouvrage qu'il est impossible de résumer ici, en quelques lignes. Il existe de nombreux ouvrages de doctrine² et de nombreuses publications même récentes.

¹ Manuel de la nouvelle procédure de restructuration Tome 2 : Valeur(s) (Bankruptcy Valuation) à paraître chez Anthemis

² RATNER I, GRANT STEIN & JOHN WEITNAUER, aux Etats Unis « Business évaluation and Bankruptcy" Wiley 2009, DAMADORAN « The Dark Side of Valuation » Pearson Ed 2010, SHAKED Israel et Robert F. REILLY, dans « A Practical Guide to Bankruptcy Valuation » SK GUPTA et CA VAIBHAV sur les mêmes principes en Inde « Distressed compagnies a study of considérations , approaches and Methods of Valuation » , HRDY Milan et Boshuslav SIMEK , sur la même Question en Tchéquie, dans « VALUATION OF THE COMPAGNY IN FINANCIAL DISTRESS » CONRADIE S. et Christiaan LAMPRECHT » A QSUANTITATIVE ANALYSIS OF VALUATION DISCLOSURE IN OUBLISHED B_USINESS RESCUE PLAN » VACCARI Eugenio « Promoting fairness in English insolvency valuation cases » International Insolvency Review Volume29, Issue2 Summer 2020 Pages 285-312. Gilson S, Edith S. Hotchkiss and Richard S. Ruback Valuation of Bankrupt Firms The Review of Financial Studies Vol. 13, No. 1 (Spring, 2000), pp. 43-74 (32 pages) Published By: Oxford University Press The Review of Financial Studies <https://www.jstor.org/stable/2646080>. TOLLENAER Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework : Chapitre 5 Initial Observations on Valuation and Valuation Terminology Get access Arrow. Nicolaes Tollenaar <https://doi.org/10.1093/oso/9780198799924.003.0005> Pages 99-.N52 Published: February 2019. MAXIM Andreea-Maria « Aspecte practice privind evaluarea în insolvență Practical matters regarding valuation during insolvency proceedings Published by: Universul Juridic <https://www.ceeol.com/search/article->

3. On retiendra de l'article XX 83/17 et 18 et de la directive³ que la « mécanique » même de la nouvelle loi issue de la directive est de faire dépendre de la valeur le traitement de l'insolvabilité. Le paradigme à la base de la directive et de la loi est assez simple : si les créanciers préfèrent récupérer la valeur de liquidation, voire dans un meilleur scénario possible des actifs, ils n'adoptent pas un plan. Ils l'adoptent s'ils pensent que laisser ces actifs en possession du débiteur génèrera un revenu plus grand qui, distribué, leur apportera une maximalisation de l'intérêt de leur créance. Ce choix doit s'exprimer à travers une probabilité de recevoir ce paiement supplémentaire et cette probabilité se concrétise par la valeur du débiteur. Une valeur n'est qu'une anticipation à un moment donné de la valeur actuelle de ces cash-flow futurs pour décider, au moment du vote, s'il est préférable d'échanger une créance actuelle et sa valeur de liquidation contre une créance future, certes incertaine.
4. Comme a pu le juger la Cour Suprême⁴ américaine dans le Chapter 11, cette définition à la base de la loi implique nécessairement de recourir au moins à la méthode du Discount cash-flow. Cette méthode est en effet fondée sur l'actualisation à la date du vote de l'ensemble des flux financiers libres futurs qui pourraient être payés aux créanciers dans une période déterminée. La formule est fondée sur un taux puisqu'il s'agit d'actualiser une somme future. Il faut intégrer dans le taux, outre le taux d'intérêt, une prime de risque. Cette prime a deux composantes. Le facteur Bêta représente le risque spécifique à un secteur ou à une activité et se calcule de manière relativement objective sur base de comparables d'un même secteur. Le facteur Alpha est propre à l'entreprise concernée : il exprime la probabilité que cette entreprise parvienne à atteindre l'objectif de réaliser les cash-flows. Ces cash-flows sont projetés sur base d'une probabilité de réalisation d'un plan d'affaires qui, lui-même est fixé sur un horizon de temps déterminé in concreto en fonction de la perspective économique. Le plan d'affaire et de trésorerie doit être « retraité » pour arriver à représenter un élément sérieux d'évaluation. Toute la difficulté de l'exercice consiste donc à ne pas intégrer, à plusieurs reprises, des facteurs de risque identiques, par exemple en redressant les comptes en pensant qu'il n'est pas très probable d'atteindre ce résultat, ensuite en l'intégrant dans le facteur Bêta propre à ce secteur d'activité, puis dans le facteur Alpha lié à l'entreprise concernée.

L'étude concrète de cette valeur est donc un exercice méthodologiquement précis reconnu par la doctrine et par de nombreux experts. On retrouve en effet, sur le site des autorités de marché et en particulier, en France, de l'AMF, les rapports d'expertise obligatoirement déposés pour établir que la situation est équitable en présence de restructuration d'entreprises cotées. Ma documentation personnelle contient, par exemple, le rapport de CGG ou de Thomson. On peut donc considérer, avec plus d'une quinzaine de rapports d'expertise en ma possession, que la méthodologie suivie répond à des règles intellectuellement précises, admissibles et contrôlables par les juges, même si apparemment complexes à mettre en œuvre.

5. Les entrepreneurs personnes physiques et les PME peuvent choisir d'utiliser cette procédure ce qui implique que le tribunal puisse arrêter la valeur du débiteur et de ses actifs en faillite et en activité pour des PME.

detail?id=997458. S ANOOP JAIN « CORPORATE-RESTRUCTURING VALUATION AND INSOLVENCY (English, Paperback,) Publisher: S.CHAND ISBN: 9789384857226, 938485722X Edition: 1, 2015 Chapitre 13 14 et 15. WOOD J dans « The interprétation and value of corporate Rescue »

³ Article 11 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023>

⁴ Consolidated Rock Products Co V Du Boi Supreme Court 312 US.510 ;525-526 1941

La difficulté est évidemment plus grande en présence d'entités de petite taille, objet de la présente contribution. Celles-ci sont en effet affectées de facteurs de risque moins objectivables que dans le cas d'entreprises de plus grande taille.

Le premier facteur de risque est évidemment humain. Plus l'entreprise dépend d'un seul dirigeant, plus les éléments propres à ce dirigeant, qu'ils soient liés à sa vie, à sa santé, à sa motivation, à sa compétence ou aux aléas qui peuvent le frapper, impacteront la valeur. Le second est lié aux sources de revenus : plus les sources de revenus d'une entreprise sont grandes, plus la dilution des risques spécifiques à chaque source par la mutualisation des risques qu'elle génère diminue le risque global. Le troisième facteur est lié à la capacité de résilience. L'exposition à des facteurs de risque multiples (ce qui est la caractéristique d'entreprises de plus grande taille) présente à la fois des inconvénients, mais également des avantages tels qu'un plus grand accès aux capitaux, une attractivité plus forte pour des acheteurs, une résilience fondée sur une capacité « d'attirer » des cadres compétents, ... La PME sera très affectée et peu résiliente en présence de facteurs imprévisibles comme la fermeture d'une rue pour y effectuer des travaux, l'arrivée de concurrents ou le changement, même temporaire, des habitudes de consommation. La PME est également soumise, bien plus que d'autres, aux aléas du changement de l'économie et des cycles comme des crises. Elle est surtout beaucoup plus éloignée des financements nécessaires à mettre en œuvre un retournement face aux crises à défaut souvent, pour leurs actionnaires, de disposer de capitaux propres suffisants. L'action des concurrents est bien plus destructrice en présence de PME qu'en présence d'acteurs leaders. Enfin, les PME occupent souvent des activités elles-mêmes changeantes et soumises à la mode des consommateurs : il suffit de penser aux restaurants, aux magasins de vente de vêtements, aux magasins de mobilier, ... Bref, tous ces facteurs impactent très sensiblement la capacité de rationaliser leur valeur

L'appréciation des tribunaux de la valeur du petit commerçant ou de la PME peut donc être moins facile. L'objet de cette contribution est de tenter d'apporter une approche raisonnable à ces questions.

SECTION 1. Un DCF

6. Le mécano implicite de l'article XX 83/17 n'exclut pas la nécessité de faire un Discounted cash-flow même pour des PME et commerçants. L'exposé des motifs de l'avant-projet reprend textuellement « *Contrairement au critère du meilleur intérêt des créanciers (dont la jauge est la valeur de liquidation (des actifs) de l'entreprise), la règle de la priorité absolue a pour jauge la valeur de réorganisation contenue dans le plan de réorganisation (estimée par exemple à l'aide de la méthode du Discounted cashflow). La règle de la priorité absolue garantit qu'une classe obtient sa part équitable dans la valeur de réorganisation (conformément au rang légal ou conventionnel qui existerait dans le cadre d'une liquidation)* ».

On connaît les avantages⁵ de la méthode DCF. Cette méthode prend en compte les flux de trésorerie futurs de l'actif, ce qui peut être important pour les actifs qui génèrent des revenus récurrents, tels que les entreprises ou les projets à long terme ; elle permet de tenir compte de l'incertitude des flux de trésorerie futurs en utilisant un taux d'actualisation qui reflète le risque associé à l'actif, elle peut être utilisée pour comparer des actifs ou des projets de différentes tailles ou avec des profils de risque différents, car elle permet de mettre tous les flux de trésorerie futurs sur un pied d'égalité en les actualisant à la même période. Elle permet de tenir

⁵ Tiré du livre précité et de la contribution de Alexis PALM, réviseur d'entreprise et juge consulaire

compte de l'impact du temps sur la valeur de l'actif en actualisant les flux de trésorerie futurs à une période de référence.

À contrario, ses principaux inconvénients sont qu'elle nécessite une prévision des flux de trésorerie futurs, ce qui peut être difficile, surtout dans les cas où l'actif est exposé à un risque élevé ou où il y a beaucoup d'incertitudes sur les futurs flux de trésorerie ; elle peut être sensible aux hypothèses de prévision et aux choix de taux d'actualisation, ce qui peut entraîner des différences importantes dans la valeur estimée selon les personnes qui effectuent l'analyse ; elle ne tient pas compte de certaines valeurs intrinsèques de l'actif, telles que la technologie ou la main-d'œuvre, qui ne sont pas reflétées dans les flux de trésorerie futurs prévus ; elle peut sous-estimer la valeur des actifs qui génèrent des flux de trésorerie irréguliers ou qui ont des profils de risque complexes, car il peut être difficile de prévoir ces flux de trésorerie et de les intégrer dans l'analyse.

En résumé, la méthode DCF est un outil utile pour évaluer la valeur d'un actif ou entreprise en prenant en compte ses flux de trésorerie futurs, en tenant compte de l'incertitude et du risque associés, et en comparant des actifs ou entreprises de différentes tailles et profils de risque. Cette méthode nécessite une prévision précise des flux de trésorerie et peut être sensible aux hypothèses et aux choix de taux d'actualisation. Elle peut également être difficile à utiliser dans certaines situations où il y a peu de données disponibles ou où l'actif a un profil de risque complexe.

Mais, c'est la seule qui approche le paradigme de base de la loi : échanger la valeur de réalisation des actifs contre la créance future issue de l'exploitation de ces mêmes actifs par le débiteur dans un plan détaillé.

7. Les prémisses de l'exercice - à savoir l'établissement d'un plan financier décliné selon plusieurs scénarios et redressé des risques que les prévisions ne se réalisent pas - sont de toutes façons nécessaires. Il faut au moins pouvoir décrire la capacité de remboursement des créanciers, laquelle dépend d'un plan financier et de la probabilité que ce plan financier se réalise.

Le juge devra aussi contrôler la viabilité, ce qui ne peut s'établir qu'au départ de la faisabilité du plan. Il doit apprécier s'il est probable que le débiteur puisse honorer les propositions qu'il fait. Il doit vérifier la viabilité économique du débiteur dans son secteur économique. Le fait que le juge doive également vérifier l'équité de la situation, c'est-à-dire l'équilibre entre le droit des créanciers, ne peut se construire que sur un plan financier.

La nécessité pour le débiteur d'établir un tel plan financier, même simplifié, en tout cas dans une mesure compatible avec la taille de l'entreprise, permet aussi de s'assurer d'un minimum de compétences nécessaires du management qui doit présenter des garanties pour ne pas maintenir, dans le champ économique, des acteurs sans aucune forme de compétence. Le contrôle financier de la situation d'une entreprise ainsi que le contrôle budgétaire, la capacité d'analyser objectivement des chiffres, même réduits, font partie des éléments du certificat de base et évitera à de nombreux commerçants le risque de l'interdiction professionnelle, de l'absence d'effacement des dettes et/ou de la responsabilité fondée sur les articles XX.225 ou XX.227.

Ce plan financier et sa probabilité de réussite sont les éléments nécessaires au calcul de la valeur en DCF. Il n'est pas nécessairement excessif de demander l'établissement d'un tel plan financier. La simulation dans un plan financier entre un compte d'exploitation et un compte de

trésorerie est relativement aisée à réaliser. L'expert-comptable peut procéder rapidement à cette étude ; un avocat moyennement bien formé en matière d'insolvabilité pourrait y procéder. Il n'y a donc, en réalité, aucune raison de ne pas réaliser un plan financier et, par conséquent, de faire une évaluation sommaire de la valeur en DCF.

8. La formule DCF oblige à identifier un facteur Bêta. C'est la sensibilité d'un secteur d'activité.

La science de la mathématique financière, sur base d'études faites sur de grands nombres de cas sur les titres des sociétés cotées, a établi qu'il existait un écart entre la valeur de la moyenne du marché et la valeur des titres plus ou moins volatile. Cette règle a été exprimée en mathématique par une formule de calcul d'élasticité de l'action concrète par rapport au marché. C'est le facteur Bêta. Le coefficient Bêta est, dit autrement, la mesure de sensibilité d'un titre au risque d'un marché. Le facteur Bêta peut d'abord être calculé sur base de l'historique d'un titre. Le Bêta d'une entreprise a pu être constaté comme largement supérieur à 1 à la fin des années 90, de telle sorte que l'action était volatile et le risque fort, tandis qu'à l'arrivée de la maturité sur un marché, le risque Bêta est descendu à 0.6, réduisant d'autant la volatilité et le risque. Il dépend aussi du cycle de maturité des entreprises. Les Bêtas sont l'expression d'une sensibilité du secteur de l'entreprise à la conjoncture économique : plus un secteur est sensible à la conjoncture, plus une entreprise est sensible à la structure des coûts : plus la part des coûts fixes est importante dans le coût total des coûts, plus le point mort est élevé et plus les flux de trésorerie sont volatiles, plus le Bêta est élevé ; de plus une entreprise est sujette à sa structure financière : plus une société est endettée, plus elle doit payer des frais financiers et plus son Bêta est élevé. Un taux de Bêta de 1 veut dire qu'il n'y a pas spécialement de risque. Le Bêta des titres de dette est de l'ordre de 0 à 0.5. Le Bêta des actions est supérieur à 0.5 et dépasse 1. Le Bêta peut dépasser un au moins jusque 2. Plus la série de valeurs considérées est grande, plus le calcul (qui est un calcul mathématique de régression) est crédible. Des calculs de Bêta sur Euronext sont disponibles. Pour en citer quelques-uns, à titre d'illustration : Sanofi : 0.54, Danone : 0.55, Pernod Ricard : 0.62. Mais aussi, à l'autre bout des Bêtas : Airbus : 1.63, Safran : 1.61, ING : 1.52, Volkswagen : 1.37.

Mais c'est là que commencent les difficultés pour une PME Ce n'est pas dans la littérature scientifique que l'on trouvera les éléments utiles pour calculer la valeur du bêta pour de petites et moyennes entreprises. Elles sont trop diversifiées, trop hétérogènes, trop spécifiques et la documentation est trop imprécise. C'est peine perdue. En réalité, il faut choisir d'autres méthodes qui font l'objet de cette section.

La petite entreprise n'appartient pas de manière homogène ou caractérisée à des secteurs pour lesquels des bêtas sur le marché sont nécessairement pertinents. Comme le livre le mentionne, le facteur Bêta varie usuellement entre 0 et 2, 1 représentant une valeur normale de marché moyen.

Il est donc recommandé pour une PME de retenir, au départ, un Bêta de 1. Pour discuter ce Bêta entre parties aux intérêts opposés, on utilisera des méthodes empiriques. La première est la réalisation de grilles d'analyse spécifiques basées sur une cotation réalisée par l'analyste au départ d'une étude Swot. Le praticien de la restructuration et/ou l'avocat, le juge délégué ou le tribunal, procéderont rapidement, après un interrogatoire limité du débiteur, à une analyse Swot. Les forces et les faiblesses, les opportunités et les dangers seront quantifiés sur une échelle de 0 à 10 et un calcul moyen permettra de placer les risques spécifiques à cette étude en facteur de détermination de valeur. Un stress test sera également appliqué. Sur base d'un interrogatoire limité du débiteur, il est possible de définir quels sont les événements de nature

à entraîner la déperdition totale ou la réussite importante du débiteur. Une cotation sera faite. On peut, en outre, réaliser une grille d'analyse qualitative. Elle reproduit, par secteur d'activité et par type d'activité, des critères qui permettent d'apprécier, en théorie, la qualité de gestion d'un débiteur. On examinera bien sûr la qualité de sa gouvernance, de son financement, de son implication personnelle en termes de risque financier par l'existence de caution ou d'hypothèque sur ses biens personnels, de compétences avérées ou d'activités nouvelles, d'échec antérieur, ... On examinera également le produit, le marché, le secteur et son évolution globale ainsi que la concurrence spécifique attachée à son activité

Tous ces éléments de bons sens, s'ils sont quantifiés et motivés, peuvent donner un score. Le scoring des grandes entreprises ou la notation des obligations répondent, mais à un niveau bien plus élevé, à une logique identique. Sont examinés, avec sens critique, les éléments caractérisant la pérennité de l'activité ou la qualité du management, en lien avec le projet économique illustré par les plans d'affaires et les résultats prévisionnels. Il n'y a aucune raison de ne pas faire de même, même grossièrement ou sommairement, avec les petites entreprises. Cela devrait d'ailleurs être la fonction essentielle de la partie prescriptive des plans de restructuration.

SECTION 2. Une méthode sectorielle

9. Pour discuter la valeur du Béta et surtout pour valider et /ou conforter ou discuter le résultat du DCF, l'analyste utilisera ensuite une méthode sectorielle.

Pour la plupart des commerces et petites PME, il existe des indicateurs de valeur sectorielle basés sur des agrégats financiers faciles à identifier comme le chiffre d'affaires, la marge brute, le nombre d'unités de quelque chose (par exemple, le nombre de chambres d'un hôtel), le taux de rotation des créances ou des stocks, ... Les autorités fiscales ont bien sûr développé des indicateurs et des bases de données lorsque, comme c'est le cas dans certains pays, il s'agit d'apprécier l'impôt afférent à ces opérations. C'est le cas de la France. En Belgique, il existe également des indicateurs sectoriels pour ceux qui procèdent à la cession des fonds de commerce de commerçants ou de petites PME. On connaît le multiple applicable, en moyenne, à la vente d'une étude notariale, d'un cabinet d'avocats, d'un expert-comptable, d'un agent immobilier, d'un boulanger, d'un boucher, d'un garagiste, ...

Ces multiples sectoriels sont compris dans une fourchette assez grande (parfois du simple au double), de telle sorte que l'analyse devra encore choisir le plus pertinent entre le plus petit multiplicateur et le plus grand. C'est l'étude que nous venons de citer au paragraphe précédent qui permettra d'avoir une approche plus fine du multiple. Des praticiens pourraient également constituer des bases de données pertinentes de la valeur d'acquisition de telles activités. Lorsqu'elles sont acquises par des sociétés, elles se retrouvent très souvent dans le bilan. Lorsqu'elles ont été acquises en personnes physiques, les curateurs peuvent facilement connaître cette valeur. Les intermédiaires en matière de cession connaissent les pratiques de marché en matière de maison de repos, de commerces variés et divers. Une base de données pertinente peut donc être constituée. On peut également inclure dans cette base de données, les prix pratiqués par les curateurs de faillite mais surtout, dans le cas de PRJ transfert si celle-ci a été constituée à un niveau plus ou moins centralisé. La synthèse de tous ces éléments permet d'approcher, de manière relativement sérieuse, la valeur en activité d'un commerçant, d'une PME petite ou moyenne.

SECTION 3. Le facteur Alpha ou la décote de valeur

10. Que ce soit la méthode DCF ou la méthode sectorielle, il faut intégrer le risque qu'une entreprise marquée du sceau des difficultés ne parvienne pas à assurer la faisabilité du plan ou sa viabilité, de telle sorte que les flux attendus doivent être tenus pour moindre. Plus cette prime de risque (intégrée dans le taux d'actualisation) ou cette décote de valeur (un % appliqué sur la valeur sectorielle qui n'intègre pas de prime de risque) est importante, plus l'horizon de temps (durée de réalisation des flux) nécessaire à calculer le DCF sera court, plus la valeur sera réduite.

Au pire, si cette décote ou cette prime est très importante, cela signifie que le plan ne sera pas faisable ou que l'entreprise n'est pas viable.

Ces deux valeurs sont censées représenter la probabilité que le débiteur arrive à mettre en œuvre son plan de restructuration.

Dans un certain nombre de cas, les outils qu'on utilise pour les plus grandes entreprises, comme l'étude binomiale, peuvent être utiles. Pour mémoire, il s'agit d'un calcul relativement simple fondé sur une formule mathématique de probabilité incluant, pour quelques facteurs déterminants, la chance que ce facteur se réalise et le degré de confort qu'a l'analyste dans l'énonciation de cette probabilité. Nous l'avons, par exemple, appliqué avec succès à une entreprise qui exploitait deux hôtels à Bruxelles. Durant la crise sanitaire, elle n'avait plus de clients, sa clientèle étant essentiellement composée d'eurocrates et d'hommes d'affaires de passage à Bruxelles. Il s'agissait d'apprécier si la fin de la crise Covid, d'une part, et les pratiques en matière de télétravail d'autre part, allaient raisonnablement restaurer le niveau de clientèle antérieur et éventuellement continuer à l'accroître comme cela c'était le cas avant la crise du Covid. Une étude de probabilité a donc été faite et a donné, en termes de prime de risque, un résultat concret affectant la valeur en activité sans risque. L'exemple est intéressant dans la mesure où, trois ans plus tard, l'activité a pu être cédée. Il a donc été possible de comparer l'étude réalisée avant la cession et la connaissance du prix, avec le prix pratiqué par l'acheteur, pour décrire la prime spécifique. Elle n'était pas très éloignée. L'exemple a ses limites, car les facteurs enclenchant la probabilité étaient définis et limités, comme mentionné ci-dessus.

Des études plus complexes comme celle de Monte-Carlo ou celle des options réelles se sont souvent avérées fallacieuses pour des PME de taille moyenne, même si elles aident à éviter les biais cognitifs du juge ou de l'analyste.

Dans le cadre de l'ouvrage que nous avons écrit, nous avons étudié 40 cas d'entreprises, 10 de chaque catégorie, c'est-à-dire 10 physiques ou personnes physiques exerçant sous le couvert de sociétés quasiment unipersonnelles, 10 petites PME, 10 moyennes PME et 10 grandes entreprises. Nous avons pris volontairement des dossiers qui bénéficiaient d'une certaine ancienneté depuis le vote de la PRJ. Nous avons également demandé au professeur de l'U Mons Xavier BREDART de mettre en œuvre son modèle de prévisibilité de la faillite sur les dossiers qui existaient encore quelques années après le vote de la PRJ. Dans ses conclusions, reproduites dans l'ouvrage en attente d'édition, celui-ci considère que, pour un certain nombre d'entre elles, le pronostic s'est avéré plus profitable qu'il n'y paraissait. Dis autrement, si l'on compare la probabilité de faillite du modèle Graydon ou de l'indice de santé financière de la BNB avant procédure de restructuration, avec le même résultat après procédure de restructuration, et si on examine en même temps les probabilités de Graydon quant à la réussite d'une entreprise qui

se soumet à la PRJ en constatant combien tombent en faillite dans les 5 ans, on constate qu'il est possible de construire un indicateur qui affiche une certaine pertinence de la probabilité de réussite

Il serait donc faux de prétendre qu'une telle prévisibilité n'est que subjective, donc cognitive, et inclut les a priori que chacun d'entre nous peut avoir à l'encontre de telle ou telle catégorie de petits commerçants ou de petites PME. Ce n'est pas parce que tous les vendeurs de tels produits sont tombés en faillite dans notre expérience que celui qui se présente devant nous va nécessairement tomber en faillite et ce n'est pas parce que certains secteurs économiques sont usuellement très fragiles, voire vecteurs de fraude, que tous les acteurs de ces mêmes secteurs ne parviennent pas à fonder des entreprises particulièrement rentables et viables, tout en ne commettant pas d'infractions.

Le danger, en la matière, est le biais cognitif parfaitement décrit par la doctrine en matière d'évaluation d'entreprise. Le juge doit se méfier de lui-même et de l'approche qu'il peut avoir en fonction de la position qu'il occupe dans l'évaluation du résultat de l'activité économique.

Conclusions provisoires

11. On aurait donc tort de penser qu'il n'est pas possible d'évaluer des commerçants ou des petites, voire certaines moyennes entreprises. Des processus méthodologiques, certes moins fiables que s'agissant de plus grandes entreprises, existent.

Il faut cependant conclure à partir des 40 exemples et en particulier des cas de personnes physique, des TPE ou PME qu'à vrai dire, ce caractère peu fiable ou moins fiable de l'évaluation est souvent secondaire.

En réalité, dans beaucoup de petites entreprises, la valeur recherchée, c'est-à-dire celle qui permettrait de mettre, dans la monnaie, des créanciers autres que les créanciers garantis dépend très souvent de facteurs exogènes facilement identifiables. Le débiteur qui aurait conservé, dans son patrimoine, à l'actif, des biens immobiliers ou des machines ou des créances (dont certaines importantes) verra sa valeur essentiellement influencée par le cumul de la valeur de l'actif net avec la valeur de rendement ; la valeur de l'actif net jouant un rôle déterminant qui fera dépasser le solde des créanciers garantis. En effet, les créanciers garantis que sont les banques ont pour pratique, et en particulier depuis Bâle 4, de limiter le montant de leur crédit à un certain pourcentage des fonds propres et un certain pourcentage de la valeur nette de réalisation de leurs garanties. Il est donc fréquent qu'en présence d'actifs immobilisés ou circulants de bonne qualité, la question de la détermination de la valeur ne se joue pas à un euro près. La simple analyse du bilan permet de considérer que la valeur en vente de gré à gré, dans de bonnes conditions, des actifs ou de réalisation des circulants opère l'effet recherché par la directive de dépasser la valeur des garanties. De même, dans ces mêmes cas, la valeur en liquidation de ces actifs fait qu'une proposition de paiement satisfait facilement ce critère. Ce test, que j'ai appelé dans mon ouvrage « prima facie », permet d'écarter la nécessité de faire une évaluation détaillée de nombres d'entreprises. Il n'est pas exagéré de dire que les commerçants et petites PME, qui disposent d'une assise importante d'actifs, resteront les bénéficiaires de la réforme puisque, même en présence d'un passif fort important les empêchant de réussir une réorganisation judiciaire classique où il faut obtenir 50% en nombre et en volume de créances, ils pourront, imposer un plan avec une seule classe de créanciers soit de privilégiés spéciaux, soit de chirographaires.

Cette conclusion ne prend volontairement pas en compte, pour le format de la contribution, la question de la priorité absolue aménagée, visée par la loi qui fera l'objet d'une étude approfondie dans l'ouvrage consacré aux travaux de Bruxelles. Il fallait bien inciter à acquérir et à lire ce second ouvrage...