
Evaluation de la santé financière des entreprises belges à la suite de la crise du Covid-19 et analyse de la directive UE 2019/1023

Auteur : Pirard, Kathy

Promoteur(s) : Torsin, Wouter

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège

Diplôme : Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en droit

Année académique : 2022-2023

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/18849>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

**ÉVALUATION DE LA SANTÉ FINANCIÈRE DES
ENTREPRISES BELGES À LA SUITE DE LA
CRISE DU COVID-19 ET ANALYSE DE LA
DIRECTIVE UE 2019/1023**

Jury :
Promoteur :
Wouter TORSIN
Lecteurs :
Frédéric GEORGES
Didier VAN CAILLIE

Mémoire présenté par
Kathy PIRARD
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de gestion, à finalité
spécialisée en droit
Année académique 2022/2023

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma gratitude envers toutes les personnes qui ont contribué à la réalisation de ce mémoire.

En premier lieu, je tiens à exprimer ma profonde reconnaissance envers Messieurs Torsin et Georges, membres du jury de ce mémoire, pour la qualité de leur enseignement qui a suscité mon intérêt pour l'analyse financière et le droit de l'insolvabilité. Leur encadrement, leur disponibilité et leurs conseils judicieux ont été inestimables pour la réussite de ce travail.

Je tiens également à remercier Monsieur Van Caillie, membre du jury et lecteur de ce mémoire, pour le temps qu'il a consacré à la lecture de ce travail.

Un remerciement spécial à Maître De Sauvage pour son orientation précieuse et ses conseils avisés dans le choix de mon sujet juridique.

Enfin, je ne saurais oublier de remercier mes proches, en particulier mon père et mes grands-parents, pour leur soutien constant et leurs encouragements prodigués tout au long de la réalisation de ce mémoire et de mon parcours universitaire. Je souhaite accorder une mention spéciale à feu ma mère dont le soutien infaillible et la volonté de toujours apprendre ont été des éléments essentiels dans mon parcours éducatif.

NOTE DE SYNTHÈSE

La crise du Covid-19, survenue en 2020, a entraîné des répercussions significatives sur la santé financière des entreprises belges. Certains secteurs ont connu une diminution drastique de leur chiffre d'affaires, les contraignant à prendre des mesures telles que la réduction des dépenses et le recours à des emprunts pour assurer leur survie.

Le présent travail expose dans un premier temps le contexte économique suite à la survenance de la crise du Covid-19. Ensuite, il évalue l'incidence de la crise sanitaire sur la situation financière des petites et moyennes entreprises belges, en se concentrant sur trois éléments essentiels de l'analyse financière, à savoir la liquidité, la performance opérationnelle et la solvabilité. Une étude quantitative est menée afin d'analyser quelles entreprises ont été les plus durement touchées, en prenant en compte divers paramètres.

Dans un second temps, ce travail porte sur l'analyse de la directive européenne 2019/1023 et sa transposition en droit belge. Cette directive vise à harmoniser le droit de l'insolvabilité au sein de l'Union européenne en mettant l'accent sur les cadres préventifs de restructuration des entreprises. Une étude approfondie du projet de loi visant à transposer la directive en droit interne belge permet de mettre en évidence les instruments juridiques à disposition des entreprises en difficulté pour surmonter les crises successives auxquelles elles sont (et seront) confrontées et rétablir leur stabilité financière. Ainsi, cette analyse permet d'appréhender les opportunités et obligations juridiques qui s'offrent aux entreprises dans le contexte actuel, dans le but de favoriser leur résilience et leur pérennité.

Nombre de caractères : 197.708

ABSTRACT

The Covid-19 crisis which appeared in 2020 had a significant impact on the financial health of Belgian companies. Some sectors experienced a drastic drop in sales, forcing them to take measures such as cutting back on expenditure and resorting to borrowing to ensure their survival.

This paper first presents the economic context following the Covid-19 crisis. It then assesses the effect of the crisis on the financial health of Belgian small and medium-sized companies, focusing on three key elements of financial analysis: liquidity, operational performance, and solvency. A quantitative study is conducted to analyze which companies have been hit the hardest, taking various parameters into account.

Secondly, the paper analyzes the European Directive 2019/1023 and its transposition into Belgian law. This directive aims to harmonize insolvency law within the European Union, with an emphasis on preventive corporate restructuring frameworks. An in-depth study of the draft law aimed at transposing the directive into Belgian law highlights the legal instruments available to companies in difficulty to overcome the successive crises they are and will be confronted with. The analysis provides an insight into the legal opportunities and obligations available to companies in this context, with a view to fostering their resilience and longevity.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES.....	13
LISTE DES GRAPHIQUES	15
LISTE DES TABLEAUX.....	17
LISTE DES ABRÉVIATIONS.....	19
INTRODUCTION	21
REVUE DE LA LITTÉRATURE	23
1. Impact économique de la crise sanitaire	23
1.1. Mise en contexte	23
1.2. Au niveau macroéconomique	24
1.3. La politique économique	28
1.3.1. Aides fédérales.....	28
1.3.2. Aides régionales.....	30
2. Impact sur la structure financière des entreprises : une certaine hétérogénéité	32
2.1. Comparaison avec la crise financière de 2008-2009	35
2.2. Le rôle du secteur financier	38
2.3. Les changements qualitatifs sur le long terme	38
2.4. Le risque d'insolvabilité à long terme.....	39
3. Formulation des hypothèses.....	40
DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE	41
1. Sélection de l'échantillon.....	41
2. Modèles de recherche et variables	42
2.1. Modèle 1a	43
2.2. Modèle 1b.....	44
2.3. Modèle 1c	45
RÉSULTATS EMPIRIQUES.....	47
1. Statistiques descriptives	47
2. Analyse de corrélation	48
3. Analyse des régressions	48
3.1. Résultats principaux	49
3.2. Tests de robustesse	50
3.2.1. Sous-échantillon A : CR pendant <i>versus</i> avant le Covid-19.....	50
3.2.2. Sous-échantillon B : ROA pendant <i>versus</i> avant le Covid-19.....	52
3.2.3. Sous-échantillon C : RS pendant <i>versus</i> avant le Covid-19.....	52
3.2.4. Sous-échantillon D : CR élevé <i>versus</i> faible pendant le Covid-19.....	53
3.2.5. Sous-échantillon E : CR élevé <i>versus</i> faible avant le Covid-19.....	54
3.2.6. Sous-échantillon F : ROA élevé <i>versus</i> faible pendant le Covid-19.....	55
3.2.7. Sous-échantillon G : ROA élevé <i>versus</i> faible avant le Covid-19.....	56
3.2.8. Sous-échantillon H : RS élevé <i>versus</i> faible pendant le Covid-19.....	57
3.2.9. Sous-échantillon I : RS élevé <i>versus</i> faible avant le Covid-19.....	58
DISCUSSION.....	61

PARTIE JURIDIQUE	65
1. Le droit belge face à la crise du Covid-19	65
2. Contextualisation du droit de l'insolvabilité : d'une exclusion vers une préservation de l'entreprise en difficulté	66
3. La directive (UE) 2019/1023.....	68
3.1. Origine et objectifs	68
3.2. Sa transposition en droit belge : tout vient à point à qui sait attendre	70
3.2.1. La phase extrajudiciaire.....	70
3.2.1.1. L'accord amiable.....	70
3.2.1.2. Rôle de la chambre des entreprises en difficulté.....	71
3.2.1.3. Apparition d'un nouvel acteur.....	71
3.2.1.4. La médiation d'entreprise.....	72
3.2.1.5. La notion de prépack.....	73
3.2.1.6. Réorganisation judiciaire privée.....	74
3.2.1.7. Le transfert sous autorité judiciaire.....	75
3.2.1.8. Faillite silencieuse.....	76
3.2.2. La procédure de réorganisation judiciaire.....	78
3.2.2.1. Rappel théorique.....	78
3.2.2.2. Évolution de 2009 à 2021.....	78
3.2.2.3. Dispositions communes.....	79
3.2.2.4. PRJ - accord amiable.....	81
3.2.2.5. PRJ - accord collectif.....	81
3.2.3. Vers un droit européen harmonisé de l'insolvabilité ?	88
CONCLUSION.....	89
BIBLIOGRAPHIE.....	93
LEGISLATION	93
JURISPRUDENCE	94
DOCTRINE	95
SOURCES INTERNET.....	97
ANNEXES	101

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Multiples mesures de confinement pour lutter contre la pandémie de Covid-19 en Belgique (Coppens et al., 2021).

Figure 2 : Reprise du travail intérimaire (Banque nationale de Belgique, 2021).

Figure 3 : L'impact sur le revenu des ménages (Coppens et al., 2021).

Figure 4 : Nombre d'hospitalisations Covid-19 en Belgique (Sciensano, sd).

Figure 5 : Procédures de licenciement massif suite aux confinements (travailleurs concernés) (Banque nationale de Belgique, 2021).

Figure 6 : Performance des entreprises comparée entre les deux crises (Dhyne & Duprez, 2021).

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Diagramme circulaire présentant la distribution de l'échantillon total

Graphique 2 : Distribution de la variable ROA_{it}

Graphique 3 : Distribution de la variable CR_{it}

Graphique 4 : Distribution de la variable RS_{it}

Graphique 5 : Distribution de la variable VA_{it}

Graphique 6 : Distribution de la variable $TAILLE_{it}$

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Organigramme de la procédure d'échantillonnage et les critères d'exclusion

Tableau 2 : Description de l'échantillon

Tableau 3 : Définitions des variables

Tableau 4 : Statistiques descriptives

Tableau 5 : Matrice de corrélation de Pearson

Tableau 6 : Modèle 1a

Tableau 7 : Modèle 1b

Tableau 8 : Modèle 1c

Tableau 9 : CR pendant *versus* avant le Covid-19

Tableau 10 : ROA pendant *versus* avant le Covid-19

Tableau 11 : RS pendant *versus* avant le Covid-19

Tableau 12 : CR élevé *versus* faible pendant le Covid-19

Tableau 13 : CR élevé *versus* faible avant le Covid-19

Tableau 14 : ROA élevé *versus* faible pendant le Covid-19

Tableau 15 : ROA élevé *versus* faible avant le Covid-19

Tableau 16 : RS élevé *versus* faible pendant le Covid-19

Tableau 17 : RS élevé *versus* faible avant le Covid-19

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ASBL	Association sans but lucratif
BCE	Banque centrale européenne
BECRIS	Belgian Extended Credit Risk Information System
Bel-first	Financial Reports and Statistics on Belgian and Luxembourg Companies
CDE	Code de droit économique
Covid-19	Coronavirus disease-19
ERMG	Economic Risk Management Group
FMI	Fonds monétaire international
HoReCa	Hôtellerie, Restauration, Cafés
NACE	Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté européenne
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ONSS	Office national de sécurité sociale
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PRJ	Procédure de réorganisation judiciaire
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
SRIW	Société régionale d'investissement de Wallonie
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne

INTRODUCTION

En 2019, les autorités sanitaires de Wuhan, en Chine, ont détecté l'émergence d'un nouveau virus, désigné sous le nom de Covid-19. Ce dernier s'est rapidement propagé à l'échelle internationale, entraînant une pandémie de grande envergure. En mars 2020, la Belgique a été confrontée à cette crise sanitaire sans précédent, engendrant un nombre important d'infections et de décès. Face à cette situation critique, le gouvernement belge a pris des mesures draconiennes, bien que nécessaires, pour endiguer la propagation du virus et préserver la santé publique. Toutefois, ces mesures de confinement ont eu des conséquences économiques dévastatrices, dont l'ampleur a été difficilement anticipée. En effet, de nombreuses entreprises ont été contraintes de suspendre, voire d'arrêter leurs activités, entraînant ainsi un impact considérable sur leur situation financière.

Cependant, toutes les entreprises n'ont pas été touchées de manière uniforme par cette crise. Ainsi, l'objet central de ce mémoire est de procéder à une analyse approfondie des répercussions du Covid-19 sur la structure financière des entreprises belges, et de constater d'éventuelles disparités entre elles.

En outre, de nombreuses entreprises demeurent actuellement confrontées aux répercussions persistantes de la crise économique, laquelle s'est prolongée par une crise énergétique et le conflit en Ukraine. Dans ce contexte, il peut être nécessaire d'envisager un cadre de restructuration pour les entreprises. La directive européenne n°2019/1023¹ vise précisément à harmoniser le droit de l'insolvabilité au niveau de l'Union européenne. Elle offre aux entreprises en difficulté financière des possibilités de restructuration à un stade précoce afin d'éviter l'insolvabilité et, par conséquent, leur liquidation.

Le plan de ce mémoire est le suivant. La première section est dédiée à une revue littéraire approfondie, abordant notamment l'impact de la crise sur l'activité économique en Belgique et en examinant les mesures de soutien instaurées par les autorités fédérales et fédérées. Ensuite, l'incidence de la crise économique sera évaluée à l'aune de la liquidité, de la performance et de la solvabilité des entreprises belges. Des hypothèses seront alors formulées. La deuxième section se rapporte à la méthodologie et aux données utilisées afin de tester les hypothèses. Les résultats de cette recherche sont présentés de manière exhaustive dans la troisième section. Enfin, la dernière section permet d'engager une discussion quant à la transposition de la directive européenne susmentionnée dans le contexte spécifique de la Belgique.

¹ Directive (UE) 2019/1023 du Parlement et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes et modifiant la directive (UE) 2017/1132 (directive sur la restructuration et l'insolvabilité), *J.O.U.E.*, L 172, 26 juin 2019.

REVUE DE LA LITTÉRATURE

1. Impact économique de la crise sanitaire

1.1. Mise en contexte

Il paraît judicieux de mettre en contexte l'évolution du Covid-19, en Belgique, afin de permettre l'évaluation de son étendue. En effet, l'impact socio-économique dû à la pandémie évolue selon diverses vagues identifiées (Working group Social impact Corona crisis, 2020). En 2020, quatre phases principales peuvent être observées.

La première phase s'étend de mars 2020 à fin avril 2020. Celle-ci est caractérisée par des mesures sanitaires strictes. La population a été contrainte de se confiner afin de limiter la propagation du virus et de protéger la santé publique. Le 14 mars 2020, le secteur de l'HoReCa a été contraint de suspendre ses activités (Coppens et al., 2021).

Par la suite, une seconde série de mesures a été mise en œuvre, incluant la fermeture des magasins non-essentiels, des restrictions sur la mobilité, ainsi qu'un ralentissement voire un arrêt des activités des entreprises. Effectivement, au niveau de la mobilité, seuls les déplacements pour des raisons de première nécessité étaient autorisés (c.à.d. essentiellement s'approvisionner en nourriture, se rendre au travail ou chez le médecin). Au niveau des entreprises, le télétravail était rendu obligatoire dans la mesure où il était techniquement réalisable. Ce premier confinement a donc entraîné de nombreuses perturbations économiques (voir *infra*) et ce, même pour les secteurs touchés indirectement par la crise (par exemple, le secteur de la construction). Lors de cette première phase, des mesures de soutien à l'économie ont été prises par les autorités belges afin de maintenir le pouvoir d'achat des ménages ainsi que la liquidité des entreprises. Ces mesures d'aide, notamment le chômage temporaire, ont joué un rôle important sur le marché de l'emploi. Cela a permis de garder des taux d'emploi et de chômage stables. Par ailleurs, de nombreux indépendants ont eu recours au droit passerelle. Les autorités leur ont également permis le report du paiement des cotisations de sécurité sociale (Working group Social impact Corona crisis, 2020).

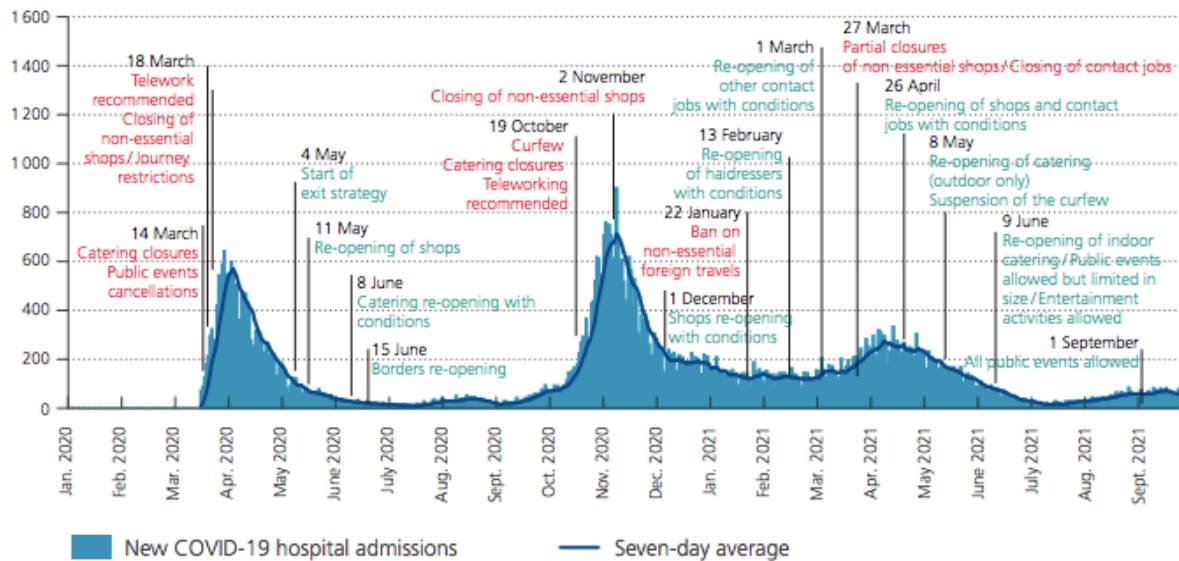
La deuxième phase concerne les mois de mai et juin 2020. Lors de cette période, les mesures sanitaires se sont allégées. Cependant, un retour rapide à la situation économique d'antan s'est avéré difficile. Les mesures d'aide sont donc restées nécessaires pour la majorité des secteurs d'activité. Cette phase n'a pas été marquée par un impact significatif sur les taux d'emploi et de chômage. Une légère hausse du taux de chômage est toutefois constatée.

La troisième phase est analysée comme une période de stabilité. Celle-ci s'étend du mois de juillet jusqu'au mois de septembre 2020. Dans la plupart des secteurs, le chômage temporaire est limité mais il reste toutefois supérieur par rapport aux années antérieures. Une certaine stabilité pour d'autres indicateurs du marché du travail peut également être observée.

La quatrième phase a lieu à partir d'octobre 2020 jusqu'à approximativement mi-mai 2021. Une nouvelle vague de cas positifs au Covid-19 a stoppé la reprise économique. Les secteurs premièrement touchés sont l'HoReCa ainsi que le secteur des arts, spectacles et activités récréatives, qui pour la seconde fois, ont été contraints de suspendre le cours de leurs activités. Lors de cette phase, une augmentation du recours au chômage temporaire est constatée.

À partir de mi-mai 2021, la situation, jusque-là critique, s'est améliorée. La politique en matière de vaccination voit ses efforts reconnus et entraîne une perspective de croissance. Sur le marché du travail, le recours au chômage temporaire et au droit passerelle a considérablement diminué, tandis que le nombre de postes vacants a augmenté.

La Figure 1 réalisée par la Banque nationale de Belgique reprend les différentes mesures de confinement et de déconfinement imposées pour faire face à la pandémie.



Source: Sciensano.

Figure 1 : Multiples mesures de confinement pour lutter contre la pandémie de Covid-19 en Belgique (Coppens et al., 2021).

1.2. Au niveau macroéconomique

Dans un second temps, il est nécessaire de disposer d'une vue globale de l'impact du Covid-19 sur l'économie belge.

Au niveau macroéconomique, l'économie belge a été fortement affectée par la crise liée au coronavirus. Cette dernière est la plus grave récession belge depuis la seconde guerre mondiale (Service économique de Bruxelles, 2021). Une diminution significative du PIB² belge a été enregistrée lors des premier et second trimestres de l'année 2020. Globalement, le PIB a chuté de 6,3% en 2020 (Coppens et al., 2021).

La diminution du PIB peut s'expliquer de deux façons. D'une part, au niveau de la production, la valeur ajoutée des secteurs d'activité a diminué. D'autre part, il y a eu une forte diminution des consommations privées et des investissements entraînant ainsi une baisse de la demande intérieure au niveau des dépenses (Minne & Reusens, 2021). À cet égard, l'incertitude liée à la crise est le principal facteur de la diminution du PIB. En effet, cette incertitude a conduit à une augmentation de l'épargne des ménages tandis que les entreprises ont réduit leurs investissements.

Outre le choc dans la demande, les entreprises des divers secteurs d'activité ont subi des perturbations au niveau de l'offre. Ces troubles ont débuté avant même l'apparition du virus en Belgique (Coppens et al., 2021). Les ralentissements économiques des pays liés à la Belgique dans les chaînes de valeur mondiale ont créé un effet en cascade sur l'économie belge (SPF Economie, 2022).

² Produit intérieur brut.

Indubitablement, la fermeture de nombreuses usines chinoises est à l'origine des disruptions dans la chaîne d'approvisionnement avec les entreprises belges. Ces perturbations mettent en exergue la fragilité du système logistique qui est principalement causée par un manque de diversification et basée sur une stratégie de réduction des coûts (Dejean, sd).

De nombreuses recherches sont effectuées afin de rendre la chaîne logistique plus résiliente à l'avenir. (À ce sujet : Modgil et al. (2021) soulignent le rôle de l'intelligence artificielle dans ce contexte ; Cherrafi et al. (2022) mettent en exergue le rôle qui peut être apporté par l'économie circulaire et par les technologies digitales dans la résilience de la chaîne logistique).

Les mesures restrictives liées à la crise du Covid-19 ont donc impacté d'une part, les fournisseurs et d'autre part, les clients des entreprises. Toutefois, le choc subi par ces deux groupes a été partiellement transmis aux entreprises. Selon Dhyne & Duprez (2021), « un quart du choc affectant leurs fournisseurs et près de la moitié de celui affectant leurs clients ont été transmis aux entreprises » (p. 82). Les relations commerciales peuvent donc transmettre les effets d'un choc aux secteurs d'activité qui n'étaient pas directement visés par les mesures de restriction.

Par ailleurs, la dette publique a fortement augmenté, notamment, à cause d'une diminution des rentrées fiscales. En effet, les autorités publiques ont soutenu financièrement (voir les mesures *infra*) les indépendants et les salariés grâce notamment au droit passerelle et au droit de chômage temporaire. À ce même moment, le PIB se contractait, ce qui a donc provoqué automatiquement une augmentation de la dette publique (Organisation internationale de la Francophonie, 2020). Cette dernière est estimée à 11,6 milliards d'euros pour les années 2020 et 2021, soit 1,2% du PIB sur cette période (Piette & Tielens, 2022).

Concernant l'incidence de la crise sanitaire sur le marché du travail, celle-ci se révèle globalement circonscrite. Les deux indicateurs importants pour évaluer l'évolution de la situation sur le marché du travail sont le taux d'emploi et le taux de chômage. En considérant l'ensemble de la population selon ces indicateurs, l'impact de la crise s'avère relativement limité sur le marché du travail pour l'année 2020.

D'une part, une décroissance de 29.000 postes occupés est observée pour la population occupée³, faisant varier le taux d'emploi⁴ de 65,3% en 2019 à 64,7 % en 2020. D'autre part, le nombre de chômeurs a légèrement augmenté de 8.800 individus, entraînant une hausse du taux de chômage de 5,4% en 2019 à 5,6% en 2020.

La stabilité relative de ces taux sur la période entre 2019 et 2020 peut être expliquée par les diverses mesures de soutien mises en œuvre, telles que :

- le recours au chômage temporaire pour les salariés, permettant de préserver les emplois malgré les difficultés économiques rencontrées par les entreprises ;
- le recours au droit passerelle pour les indépendants, leur offrant une forme de protection financière face aux perturbations engendrées par la crise ;
- le recours au télétravail, qui a permis de maintenir une certaine continuité dans les activités professionnelles tout en préservant la santé des travailleurs.

³ Population occupée = nombre de personnes qui ont effectivement un emploi.

⁴ Taux d'emploi = pourcentage de personnes occupées au sein de la population âgée de 15 à 64 ans. <https://www.iweps.be/indicateur-statistique/population-active-taux-dactivite-taux-demploi-taux-de-chomage-administratifs-commune/>, consulté le 24 novembre 2022.

Toutefois, en considération des données chiffrées pour l'année 2021, une hausse du taux de chômage est à noter (6,3%). Cette augmentation trouve principalement son origine dans la révision de la classification des individus bénéficiant du chômage temporaire pendant une période excédant trois mois, désormais catégorisés comme chômeurs et non plus comme actifs sur le marché du travail depuis 2021. Cette modification se révèle être une simple adaptation des définitions de l'emploi et du chômage émises par le Bureau international du travail (BIT) selon les informations fournies par Statbel (2022).

La crise du Covid-19, bien que présentant un impact globalement limité sur le marché du travail, n'a néanmoins pas omis d'exercer une influence variable sur les diverses catégories de la population, comme en témoignent les recherches menées par Coppens et al. (2021). Effectivement, certaines personnes ont été davantage touchées que d'autres par la pandémie. Parmi les groupes les plus durement affectés figurent les jeunes âgés de 15 à 24 ans, les individus ayant un niveau d'éducation faible ou moyen, ainsi que les ressortissants d'un pays hors Union européenne. Ces segments de la population ont subi les répercussions les plus sévères de la crise sur le marché du travail, se traduisant par une exposition plus prononcée au chômage temporaire et une chute significative de leur taux d'emploi au cours de l'année 2020. Cette situation trouve son explication dans deux raisons principales.

D'une part, ces groupes démographiques étaient particulièrement vulnérables aux effets économiques de la pandémie, étant souvent surreprésentés dans des secteurs d'activité particulièrement sensibles à la conjoncture économique. D'autre part, la nature précaire de l'emploi pour certains individus appartenant à ces catégories de population a amplifié leur exposition aux perturbations sur le marché du travail. Les contrats de travail temporaires ou précaires ont été particulièrement sujets à résiliation, entraînant ainsi une réduction des opportunités professionnelles pour ces individus. Cette réalité est étayée par les données présentées dans le graphique ci-dessous (Figure 2), émanant du groupe « Economic Risk Management Group » (ERMG), qui met en évidence une diminution drastique du volume d'heures prestées par les travailleurs intérimaires au cours de l'année 2020.

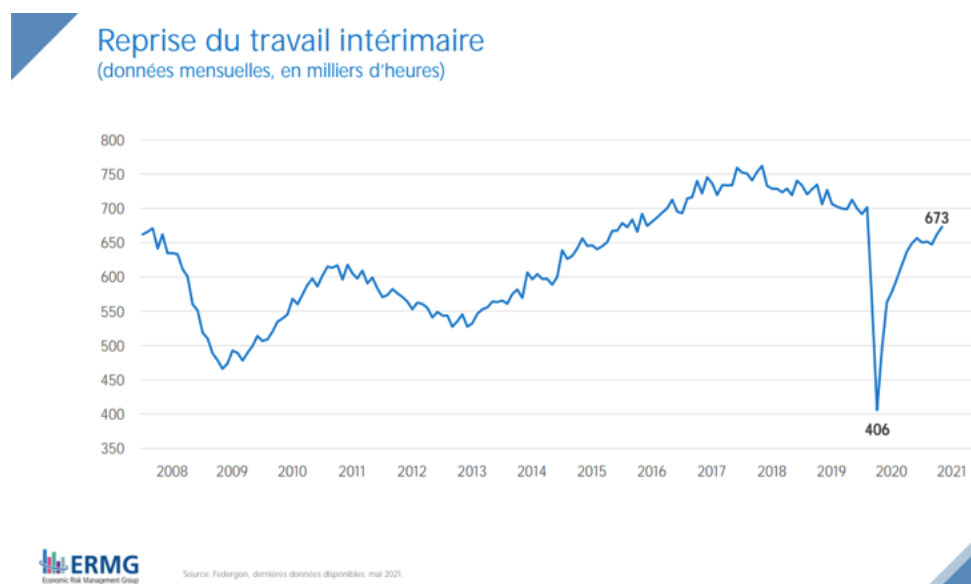
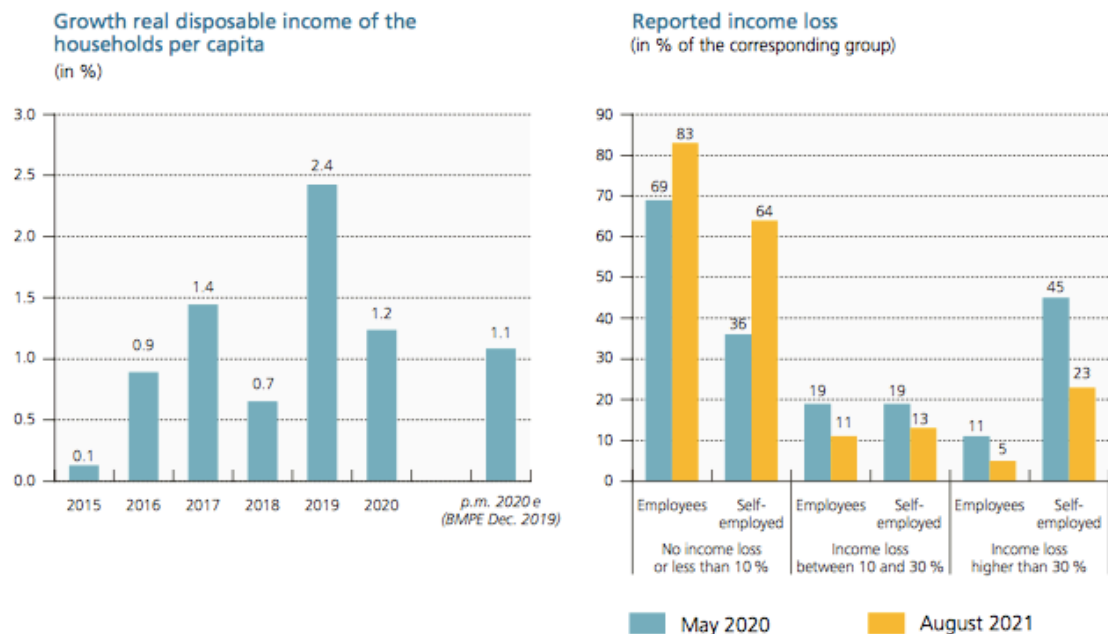


Figure 2 : Reprise du travail intérimaire (Banque nationale de Belgique, 2021).

En ce qui concerne les conséquences de la crise sur le revenu des ménages, celles-ci demeurent limitées, avec une croissance réelle de 1,2 % du revenu disponible des ménages enregistrée pour l'année 2020, comme illustré dans la Figure 3. Cependant, en raison de la nature hétérogène de cette crise, certains ménages ont été davantage affectés que d'autres sur le plan financier. L'analyse différenciée selon le statut d'emploi (salarié ou indépendant) révèle les variations dans l'impact sur le revenu. D'après une enquête menée par la Banque nationale de Belgique en août 2021, la proportion d'indépendants ayant subi une perte de revenu égale ou supérieure à 30% en 2020 est 4,5 fois plus élevée que la proportion de salariés confrontés à une situation similaire (Coppens et al., 2021).



Sources: FPB, NAI, NBB, NBB Consumer Survey – Special Questions on COVID-19, Statbel.

Figure 3 : L'impact sur le revenu des ménages (Coppens et al., 2021).

Les trois groupes de personnes ayant été les plus durement touchés par les répercussions de la crise du Covid-19 sont constitués de profils présentant des niveaux de revenus inférieurs à la moyenne observée dans le secteur privé. Il s'agit principalement des individus à faibles revenus et dotés d'une épargne limitée qui ont été particulièrement vulnérables aux conséquences économiques de la pandémie. Malgré la mise en place d'aides gouvernementales visant à atténuer le choc économique, notamment par le biais du recours au chômage temporaire pour les salariés et au droit passerelle pour les travailleurs indépendants, la crise du Covid-19 a eu des répercussions désastreuses pour les ménages à faibles revenus. De plus, toutes ces personnes ne disposent pas nécessairement d'un accès direct aux filets de la sécurité sociale : soit la nature de leur contrat ne le permet pas, soit la durée de leur travail est insuffisante pour pouvoir réclamer un quelconque avantage social. Cela a engendré une demande accrue en aides sociales jusqu'au printemps 2021, témoignant vraisemblablement d'une conséquence des difficultés financières éprouvées par les ménages.

1.3. La politique économique

Anticipant une baisse économique sans précédent en raison de la période de confinement, le gouvernement fédéral a mis en œuvre une série de mesures de soutien visant à atténuer le choc économique engendré par la crise. Selon un relevé de la Cour des comptes de Belgique, 433 mesures ont été recensées, tant adoptées par le gouvernement fédéral que par les entités fédérées (Cour des comptes, 2021). Le budget alloué à ces aides a été estimé à 22,3 milliards d'euros en 2020 et à 10,8 milliards d'euros en 2021, représentant respectivement 5% et 2,3 % du PIB. De surcroît, une enveloppe budgétaire de 52 milliards d'euros a été prévue pour les garanties sur les prêts (International Monetary Fund, 2021). Les aides principales aux entreprises se limitent à celles octroyées lors de l'année 2020, tant au niveau fédéral que régional (Bastiaens et al., 2022). La prolongation de la plupart de ces mesures de soutien bénéficiant tant aux entreprises qu'aux particuliers a été envisagée jusqu'au 31 mars 2022 (De Croo, 2022).⁵

1.3.1. Aides fédérales.

Les mesures de soutien mises en place par le gouvernement fédéral se subdivisent en deux parties : les aides sociales et les aides fiscales, comme détaillé dans les travaux de Bastiaens et al. (2022).

A. Les aides sociales

- Le droit passerelle : ce dispositif vise à pallier partiellement les pertes de revenus subies par les travailleurs indépendants.
- Le report des différents paiements professionnels auprès de l'ONSS et du fisc : il concerne les cotisations, précomptes et autres contributions. Cette mesure a contribué à préserver le niveau de liquidité des entreprises et des travailleurs indépendants.

B. Les aides fiscales

- Exonération fiscale pour les formations (11,75%) ;
- Déduction pour investissement majorée (passant de 8% à 25%) ;
- Assouplissement des conditions d'exonération des réductions de valeur sur créances commerciales ;
- Réserve de reconstitution ou de reconstruction ;
- Indemnité forfaitaire de télétravail versée aux travailleurs, exonérée de cotisations sociales ;
- Avantage fiscal pour le secteur de l'événementiel ;
- Réduction du taux de TVA sur la livraison, l'acquisition intracommunautaire et l'importation des dispositifs de protection ;
- Harmonisation de la récupération de la TVA.

Une mesure additionnelle a été mise en place pour les entreprises sous forme de report de paiement sur les crédits. Trois chartes successives de report de paiement sur les crédits des entreprises ont été instaurées, les deuxième et troisième chartes visant essentiellement à la prolongation dudit mécanisme.

⁵ Cependant, l'analyse du présent mémoire porte sur des données récoltées entre janvier 2016 et décembre 2020.

Ce dispositif a permis aux entreprises jugées *viabiles* (nous soulignons) et particulièrement touchées par les conséquences de la crise du Covid-19 d'alléger les difficultés financières auxquelles elles étaient confrontées pour le remboursement de leurs crédits. La cessation du report de paiement était prévue pour le 30 juin 2021. Par conséquent, les entreprises éligibles pour le report de paiement sur les crédits ont vu leurs obligations de remboursement du capital suspendues jusqu'à cette échéance spécifiée (Febelfin, 2021).

Outre le moratoire relatif aux dettes, le gouvernement fédéral belge a émis deux plans de garantie pour les nouveaux crédits contractés. Le premier programme est applicable aux crédits bancaires d'une durée de 12 à 36 mois, octroyés avant le 31 décembre 2020, destinés à l'ensemble des entreprises non-financières viables, aux petites et moyennes entreprises (ci-après notées PME)⁶, aux ASBL et aux travailleurs indépendants. Ce programme a été doté d'un montant total de 50 milliards d'euros.

Le second programme a été spécialement conçu pour les PME. Il concerne toujours les nouveaux crédits bancaires, mais la date d'émission de ces derniers a été prolongée jusqu'au 30 juin 2021. De même, leur durée a été étendue de 12 mois à 5 ans (OCDE, 2022).

De nouvelles mesures d'incitation fiscale ont été instaurées dans le but de promouvoir le financement par capitaux propres. Parmi ces mesures, une exonération fiscale a été spécifiquement prévue pour les revenus perçus entre 2021 et 2023, à condition que ces revenus soient alloués aux réserves.

Par ailleurs, une réduction d'impôts est accordée pour les investissements effectués dans le capital des entreprises ayant subi des pertes importantes entre la mi-mai 2020 et la fin du mois d'août 2021 (Piette & Tielens, 2022).

Parallèlement à ces mesures, les autorités gouvernementales ont mis en place, lors du premier confinement, un moratoire temporaire sur les faillites destiné aux entreprises en difficulté. Ce moratoire temporaire a été officiellement promulgué par arrêté royal et publié au Moniteur belge le 24 avril 2020⁷. Son objectif est de fournir une protection intégrale aux entreprises débitrices en les préservant de saisies conservatoires et exécutoires de la part de leurs créanciers, ainsi que toute déclaration de faillite ou dissolution judiciaire. Cette mesure a été effective jusqu'au 17 mai 2020.

Lors du second confinement, un second moratoire temporaire a été instauré en vertu de l'arrêté ministériel de 1^{er} novembre 2020 (prolongé par la loi du 24 décembre 2020⁸). Bien que ce second moratoire ait été initialement prévu pour prendre fin le 31 janvier 2021, celui-ci est resté en vigueur ultérieurement. Les citations de la part de l'Office National de Sécurité Sociale (ONSS) à l'encontre des entreprises en faillite n'ont été reprises qu'à partir d'octobre 2021, tandis que celles de l'administration fiscale n'ont repris qu'à partir de mars 2022, comme relevé par Keszei (2021).

⁶ Il n'existe pas de définition univoque de la notion de PME en Belgique. La commission européenne a cependant établi une définition de la PME. Voy. Recommandation (CE) 2003/361 de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises, *J.O.U.E*, L 124/36, 20 mai 2003.

⁷ Arrêté royal n°15 du 24 avril 2020 relatif au sursis temporaire en faveur des entreprises des mesures d'exécution et autres mesures pendant la durée de la crise du COVID-19, *M.B.*, 24 avril 2020.

⁸ Loi du 20 décembre 2020 portant des dispositions diverses temporaires et structurelles en matière de justice dans le cadre de la lutte contre la propagation du coronavirus COVID-19, *M.B.*, 24 décembre 2020.

1.3.2. Aides régionales.

En 2020, 145 mesures de soutien ont été adoptées par la Région wallonne pour un montant total estimé à 1,14 milliards d'euros. Sur cette somme, 911 millions d'euros ont été alloués aux aides destinées aux entreprises. Ainsi, la Région wallonne a principalement concentré ses efforts sur le soutien aux entreprises pendant la période de crise du Covid-19 (Cour des comptes, 2021).

- **Prêt « ProPulsion »** : Ce dispositif consiste en un prêt conjoint offert en complément d'un crédit bancaire, octroyé par la Sowalfin et destiné aux PME de la Région wallonne, dans le but de reconstituer leurs fonds de roulement et de renforcer leur solvabilité. Ce prêt est accordé par le biais des institutions bancaires aux PME et peut varier en montant de 50.000 à 1.000.000 d'euros. Sa durée est équivalente à celle du crédit bancaire avec une limite maximale de 10 ans. Initialement, ce prêt était disponible uniquement pour l'année 2021 (Sowalfin SA, sd).

Cependant, les modalités de ce prêt ont été révisées à la hausse : le plafond de montant est désormais porté à 2.500.000 d'euros et la demande de prêt doit être effectuée au plus tard le 31 décembre 2022. L'avantage pour les entreprises éligibles réside dans le fait qu'il n'y a aucune garantie exigée (Sowalfin SA, sd).

- **Prêt « Coup de Pouce »** : Également octroyé par la Sowalfin, ce prêt a permis aux particuliers de soutenir les PME et les travailleurs indépendants wallons en leur fournissant des fonds afin de financer leurs activités, tout en bénéficiant d'un avantage fiscal sous la forme d'un crédit d'impôt annuel de 4% pour les quatre premières années (durée minimale de ce type de prêt) et ensuite de 2,5% pour les années ultérieures éventuelles. Ce prêt subordonné a été conçu pour pallier le manque de fonds propres des PME et favoriser le redéploiement économique de la Wallonie.

Ce prêt n'est pas de récente création. En réalité, il existait déjà dès 2016. Toutefois, ses modalités d'exécution ont été amplement étendues dès le 1^{er} janvier 2021.⁹ Le nouveau cadre réglementaire a été conçu pour accroître la flexibilité et ainsi promouvoir ce prêt, en mettant en place diverses incitations (IGRETEC, 2021) :

- Des plafonds révisés à la hausse :
 - Pour l'emprunteur : le montant maximal passe de 100.000 à 250.000 euros.
 - Pour le prêteur : le montant maximal passe de 50.000 à 125.000 euros.
- Un plus large choix en termes de durées de remboursement : les entreprises peuvent opter pour une durée de 4, 6, 8 ou 10 ans ;
- Une plus grande variété de modalités de remboursement : les emprunteurs ont la possibilité de rembourser à terme ou pendant toute la durée du prêt avec la flexibilité d'un remboursement anticipé.

Ce mécanisme de prêt « Coup de Pouce » mobilisant l'épargne privée a rencontré un franc succès auprès des PME et des travailleurs indépendants de la Région wallonne depuis sa refonte en 2021. Effectivement, les entreprises qui ne disposent pas de garanties suffisantes pour obtenir un prêt bancaire ont trouvé en ce dispositif une solution propice à leurs besoins. Entre le 1^{er} janvier 2021 et le 31 octobre 2022, pas moins de 4.419 demandes de prêt « Coup de Pouce » ont été enregistrées, pour un montant total avoisinant les 32 millions d'euros, tandis que le nombre de demandes était de 1.145 entre 2016 et 2020.

⁹ Arrêté du Gouvernement wallon du 4 février 2021 modifiant l'arrêté du Gouvernement wallon du 22 septembre 2016 portant exécution du décret du 28 avril 2016 relatif au Prêt Coup de Pouce, *M.B.*, 15 septembre 2021, art. 17.

- **Prêt « Loyer Covid »** : Ce prêt, également accordé par la Sowalfin, est un prêt subordonné destiné spécifiquement aux indépendants et PME locataires d'un bail commercial en Région wallonne. Son objectif est de leur permettre de procéder à un étalement du paiement de leur loyer. Ce prêt présente une limite maximale de 25.000 euros par entreprise, équivalent à un maximum de quatre mois de loyer. Il est uniquement accessible aux entreprises qui ont été contraintes de suspendre leurs activités conformément aux arrêtés ministériels datant du 28/10/2020 et du 01/11/2020, et ce, jusqu'au 1^{er} février 2021 au minimum (Sowalfin, sd).

Outre les dispositifs d'aide offerts par la Sowalfin au tissu économique wallon, la SOGEPA a également mis en place différentes formes de soutien, principalement sous la forme de garanties octroyées sur les prêts bancaires et de prêts directs, sous réserve d'éligibilité. Ces mesures ont été mises en œuvre dans le cadre de la procédure « *Fast-Track* » de la SOGEPA visant à répondre rapidement à la crise du Covid-19. Elles sont applicables à toutes les entreprises wallonnes ayant plus de dix travailleurs. Parallèlement, un programme d'accompagnement économique et financier, nommé programme « Réaction », a été spécifiquement instauré à destination des entreprises de plus petite taille (SOGEPA, sd).

La SRIW (Société régional d'Investissement de Wallonie) a également mis en place un régime de prêts subsidiés en faveur de l'ensemble des entreprises wallonnes, dont la validité s'étend jusqu'au 30 juin 2022.

Depuis le 1^{er} janvier 2023, ces trois entités, à savoir la Sowalfin, la SOGEPA et la SRIW, ont fusionné sous une nouvelle dénomination, à savoir « WE » (Wallonie Entreprendre), comme mentionné par Wallonie Entreprendre (2023).

2. Impact sur la structure financière des entreprises : une certaine hétérogénéité

La crise du coronavirus est marquée par une certaine hétérogénéité. Effectivement, tous les secteurs d'activité n'ont pas été touchés de la même ampleur par la pandémie. Certains secteurs ont subi des conséquences durables, tandis que d'autres ont été prompts à se redresser. À titre illustratif, le secteur pharmaceutique a subi un impact moindre comparé aux secteurs hôtelier et culturel (Dhyne & Duprez, 2021).

Le secteur tertiaire s'est révélé être le plus durement touché par les mesures gouvernementales prises pour limiter les interactions sociales. Ce secteur englobe l'ensemble des professions impliquant des contacts directs avec la clientèle, ainsi que les domaines de l'hébergement, de la restauration, des arts et du spectacle, entre autres (Dhyne & Duprez, 2021). De même, les secteurs du transport et du tourisme ont été fortement affectés suite aux mesures de restriction en matière de voyages (Piette & Tielens, 2022). En revanche, certains secteurs tels que l'industrie, la construction et la communication ont su tirer leur épingle du jeu, enregistrant une croissance du chiffre d'affaires notable (Dhyne & Duprez, 2021).

En outre, au sein d'un même secteur d'activité, l'hétérogénéité prévaut également. En effet, certaines entreprises ont fait l'expérience d'un choc drastique dans leurs chiffres d'affaires, tandis que d'autres ont réussi à faire preuve de résilience face aux circonstances (Dhyne & Duprez, 2021). Cette disparité peut être attribuée au fait que toutes les entreprises opérant au sein d'un même secteur ne disposent pas du même *business model*. Ainsi, dans le secteur de l'HoReCa, certains ont opté pour le système de service à emporter (« *take-away* »), alors que d'autres ne l'ont pas adopté. De même, la capacité de certaines entreprises à surmonter la crise peut être attribuée à des facteurs tels que la disposition d'un site Internet dans le secteur commercial, qui s'est avérée être un avantage décisif (Piette & Tielens, 2022).

La taille de l'entreprise constitue également un facteur déterminant. Les PME ont été plus fortement affectées (Banque nationale de Belgique, 2021). De fait, sur un total de 7.203 faillites enregistrées en 2020, pas moins de 7.176 concernaient des entreprises de cette catégorie (OCDE, 2022).

L'observation de cette hétérogénéité peut également s'étendre à la performance des entreprises. Néanmoins, certaines entreprises enregistrent chaque année des résultats moins favorables que d'autres. Afin de ne pas ignorer un tel facteur, il convient de se concentrer sur le nombre d'entreprises enregistrant des pertes qu'elles n'auraient pas subies en temps normal. L'analyse effectuée par Dhyne & Duprez (2021) a méthodiquement classé les entreprises en fonction de leur performance, allant de la plus médiocre à la meilleure, et les a ensuite comparées entre une période normale (2018-2019) et la période de crise induite par la pandémie (2019-2020). Les résultats sont sans équivoque : les entreprises ayant enregistré de très bonnes performances - voir les meilleures performances pré-crise -, ont maintenu des niveaux de performance comparables lors de la pandémie du coronavirus. Cependant, les autres entreprises avec des performances moins favorables avant la crise ont enregistré une baisse significative de leurs performances lors de la crise.

Les entreprises ont été plus sévèrement touchées pendant la première vague de Covid-19, particulièrement au mois d'avril 2020. La performance des entreprises a été moins impactée lors de la seconde vague. En effet, en octobre 2020, malgré une situation sanitaire tout aussi préoccupante et marquée par un nombre important d'hospitalisations pour des cas positifs au Covid-19 (Figure 4), certains secteurs ont réussi à maintenir leurs activités en mettant en place des protocoles sanitaires. C'est notamment le cas des secteurs de la construction, de l'industrie, ainsi que du commerce. Ce dernier secteur s'est adapté à la situation en recourant à divers systèmes tels que le *Click&Collect* et la vente en ligne (Dhyne & Duprez, 2021).

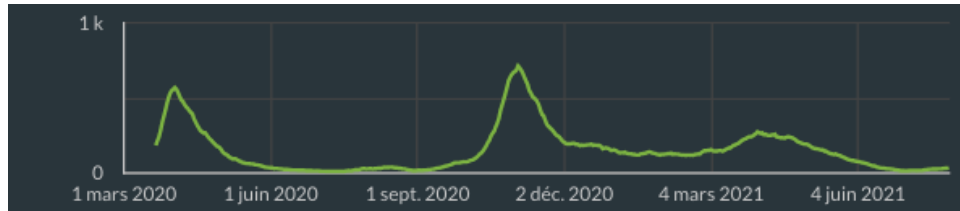


Figure 4 : Nombre d'hospitalisations Covid-19 en Belgique (Sciensano, sd).

Les mesures de confinement imposées à certains (sous)-secteurs d'activité ont manifestement exercé une influence significative sur leur performance. Une corrélation a été établie entre la durée pendant laquelle les entreprises n'ont pas pu mener correctement leur activité et la performance médiane des entreprises du même (sous)-secteur.

Les entreprises ont-elles dû adapter leurs coûts variables face à une baisse de leur chiffre d'affaires ? Cette question revêt une importance cruciale, car ces entités se sont trouvées contraintes de réduire leurs dépenses afin de faire face à leurs obligations financières à court terme (Piette & Tielens, 2022).

Les résultats sont mitigés (Dhyne & Duprez, 2021). Globalement, la réponse est positive, mais l'ajustement des coûts variables s'est avéré imparfait : leur réduction n'a pas été proportionnelle à la réduction du chiffre d'affaires (Piette & Tielens, 2022). Par conséquent, la disparité dans la valeur ajoutée¹⁰ entre les entreprises s'est accrue durant la pandémie. Étant donné que la valeur ajoutée est utilisée pour rémunérer les travailleurs, l'adoption de mesures de licenciement temporaire a permis à de nombreuses entreprises de réduire leur masse salariale sans recourir nécessairement à des licenciements définitifs.

Cependant, certaines entreprises connaissant d'importantes difficultés financières ont été contraintes de procéder à des licenciements collectifs. À la fin de chaque période de confinement, une forte augmentation du nombre de procédures de licenciement collectif peut être observée, comme en témoignent les deux pics en juin 2020 et janvier 2021 (Figure 5).

¹⁰ Valeur ajoutée = Total de la production – Consommation des produits et services intermédiaires.

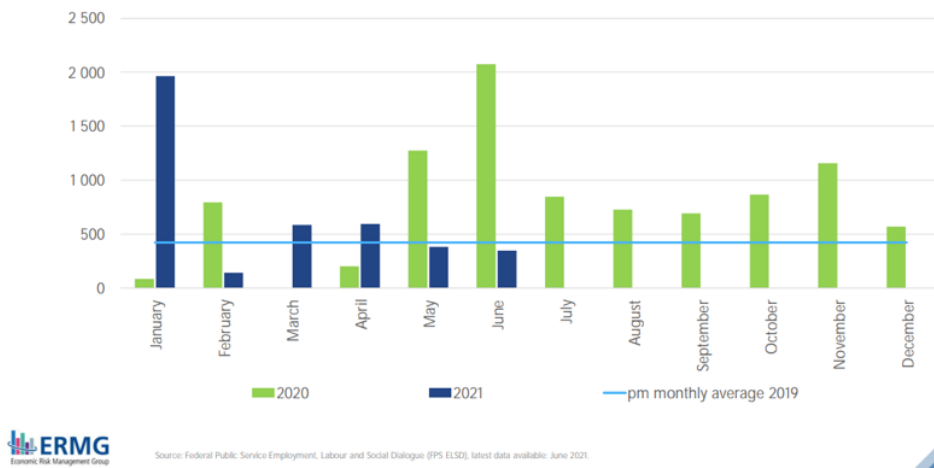


Figure 5 : Procédures de licenciement massif suite aux confinements (travailleurs concernés) (Banque nationale de Belgique, 2021).

Les entreprises ont la possibilité d'adapter leurs coûts variables. Concernant les coûts fixes, l'adaptation demeure limitée. Cette situation peut engendrer des problèmes de liquidité au sein des entités fortement touchées par la crise sanitaire liée au Covid-19.

En dépit d'une réduction considérable de leur chiffre d'affaires, ces entreprises sont confrontées à la nécessité de continuer à assumer les dépenses incompressibles telles que les salaires des employés, les loyers, les taxes sociales et fiscales, ainsi que les dettes contractées. Cette situation exerce incontestablement une pression sur leur quantité de liquidités à disposition. L'insuffisance de ressources pour faire face à ces charges risque de les entraîner en faillite (Piette & Tielens, 2022).

Malgré tout, avoir plus de dettes que de ressources à un moment donné dans le temps ne signifie pas automatiquement que l'entreprise est vouée à la faillite. En réalité, les pertes subies en raison de la crise ne sont pas de nature structurelle mais bien conjoncturelle. En outre, les entreprises avec un ratio de dettes sur actifs supérieur à une unité ont eu recours à une catégorie spécifique du passif, à savoir les « *partner loan & other debts* », qui représente une part significative du bilan total. Cette catégorie a été la principale source de financement pour compenser les pertes subies en 2020. Elle englobe les dettes envers les actionnaires, les partenaires et les propriétaires, y compris les avances en compte courant.

D'un point de vue pratique, l'avantage majeur de cette forme de financement réside dans le temps épargné par rapport à un apport en capital. Contrairement à un apport en capital, cette source de financement ne doit pas faire l'objet d'une réunion d'assemblée générale ni d'un acte notarié. Elle présente toutefois un inconvénient : elle est considérée comme une dette à court terme dans le bilan, c.à.d. une dette qui doit être remboursée avant d'autres dettes, telles que les crédits bancaires. Un recours excessif à ce type de financement peut rendre difficile la recherche de nouveaux prêteurs pour l'entreprise. De plus, les propriétaires de l'entreprise encourent le risque de perdre une partie de leurs investissements si les pertes subies entraînent l'insolvabilité de l'entité en question.

En raison de la situation financière délicate de certaines entreprises, les banques ont tendance à se montrer réticentes à accorder des prêts bancaires. Par conséquent, les entités ont eu recours à cette source de financement pour respecter leurs engagements financiers.

Par ailleurs, la proportion d'organisations ayant obtenu des fonds auprès d'une institution de crédit n'a pas connu de changement significatif en 2020, en comparaison avec l'année précédente. Le montant des prêts a quant à lui augmenté. Les crédits bancaires ont généralement été accordés aux entités enregistrant des bénéfices en 2020 ainsi qu'à celles enregistrant des pertes non structurelles.

En revanche, les banques n'ont pas octroyé de crédits aux entreprises enregistrant des pertes depuis plus de trois années consécutives et évaluées comme insolvables selon le critère du taux d'endettement.

Le recours aux réserves et l'accumulation de bénéfices ont également augmenté, bien que de manière plus modérée par rapport à la période antérieure à la crise. Cette réalité explique sans conteste la situation où de nombreuses entités ont enregistré des pertes en 2020.

Les prêts subordonnés ont également été grandement sollicités en 2020 par les entreprises dont le bilan était négativement impacté lors des premières vagues de la pandémie. Les investissements régionaux tels que les « *win-win leningen* » en Flandre, les prêts « Coup de Pouce » en Wallonie, les « prêts proxy/*proxy leningen* » à Bruxelles sont inclus dans la catégorie des prêts subordonnés et visent principalement à soutenir les besoins de financement à long terme des entités.

La variation des dettes d'exploitation ainsi que des dettes fiscales et sociales diffère d'une entreprise à l'autre. Cependant, de manière générale, les dettes fiscales et sociales ont fortement diminué, principalement pour celles ayant enregistré des pertes en 2020.

Les sources de financement ont donc différé selon la situation financière des entreprises. Ainsi, de nombreux changements au passif du bilan ont été observés (Piette & Tielens, 2022).

2.1. Comparaison avec la crise financière de 2008-2009

La crise sanitaire de 2020 et la crise financière de 2008-2009 sont fréquemment comparées pour mieux appréhender l'ampleur des retombées économiques engendrées par la pandémie de coronavirus (Dhyne & Duprez, 2021). Cependant, ces deux crises diffèrent en de nombreux points qu'il convient de souligner.

Tout d'abord, la pandémie a été déclenchée par un choc exclusivement exogène, tandis que la crise financière de 2008-2009 était principalement liée à l'instabilité des marchés financiers (Coppens et al., 2021). Les origines sous-jacentes sont donc fondamentalement différentes. La crise financière trouvait ses racines dans des facteurs tels que la structure du capital des banques et le rôle des dettes à court terme émanant des institutions financières et non financières, contribuant ainsi à la crise de 2008 (Brunnermeier & Krishnamurthy, 2020). En revanche, la crise du Covid-19 a résulté principalement des mesures restrictives imposées par les gouvernements afin de limiter la propagation du virus (Samarin & Zachary, 2022).

De plus, les conséquences négatives de la crise financière ont perduré plus longtemps que celles de la crise sanitaire. La reprise économique de la Belgique suite à la crise sanitaire s'est avérée plus rapide, en grande partie grâce aux mesures de soutien mises en place par les autorités publiques. Ces mesures ont largement dépassé les plans budgétaires instaurés lors de la crise financière de 2008-2009 (Heyer & Timbeau, 2020).

Par ailleurs, les deux crises ont initialement touché des secteurs distincts. Contrairement aux attentes selon lesquelles l'industrie serait normalement le secteur le plus touché par une crise économique traditionnelle en raison de son lien étroit avec le cycle économique, la pandémie de coronavirus a, en réalité, eu un impact plus sévère sur le secteur tertiaire (Dhyne & Duprez, 2021). De fait, celui-ci a été directement concerné par les mesures sanitaires visant à contenir la propagation du Covid-19, étant donné que le contact social y est souvent essentiel. Bien que le secteur industriel et le secteur de la construction aient également subi les conséquences de la crise du Covid-19, leur reprise économique a été plus rapide. Ces deux secteurs ont effectivement enduré de lourdes retombées lors de la première vague de la pandémie.

Cependant, grâce aux effets d'apprentissage, le secteur de la construction a enregistré une prompte reprise, atteignant son niveau d'avant-crise dès le second trimestre de 2020. De même, le secteur industriel a expérimenté une reprise très rapide, atteignant un niveau de valeur ajoutée supérieur de 4% à son niveau pré-crise lors du second trimestre de 2020.

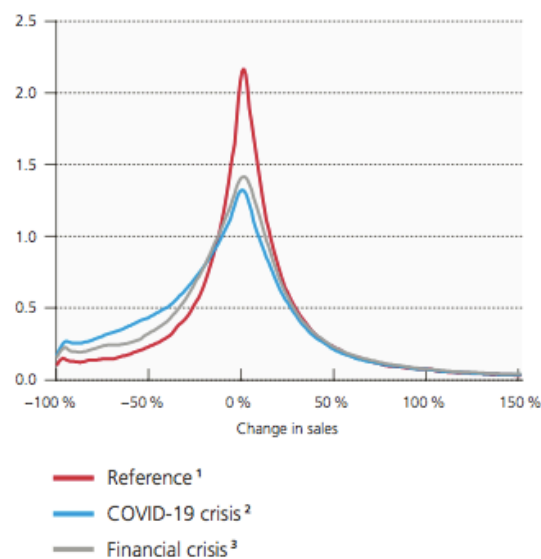
À l'inverse, lors de la crise financière de 2008-2009, c'est le secteur industriel qui a été davantage touché. En réalité, cette crise s'est étendue suite à l'effondrement du commerce international, affectant directement les secteurs axés sur l'exportation, notamment l'industrie. Malgré des conséquences également enregistrées dans le secteur tertiaire, celles-ci ont revêtu un caractère indirect, principalement attribuable à la défaillance des entreprises du secteur industriel fournissant des biens en consommation intermédiaire (Coppens et al., 2021).

Le produit intérieur brut (PIB) belge a également été affecté de manière distincte lors des deux chocs économiques. Durant la crise financière de 2008-2009, le PIB n'a enregistré qu'une baisse de 2%, alors que cette diminution s'est élevée à 6,3% lors de la pandémie de coronavirus (Coppens et al., 2021). Cette disparité peut être partiellement expliquée par le prépondérant impact de la crise sur le secteur tertiaire, lequel détient une position dominante dans l'économie belge, représentant 69,7% des activités en 2020. (Statbel, 2020).

En termes de performance, un plus grand nombre d'entreprises a souffert de la crise du Covid-19 en comparaison de la crise financière de 2008-2009, comme le montre la Figure 6 ci-dessous (Dhyne & Duprez, 2021).

Performance of firms compared to the 2008-2009 financial crisis

(distribution of the change in sales, density)



Source: NBB calculations.

1 2019 period compared to the 2018 period.

2 Period from April 2020 to March 2021 compared to the 2019 period.

3 Period from October 2008 to September 2009 compared to the 2007 period.

Note: For clarity of presentation, the distributions are truncated at +150%.

Figure 6 : Performance des entreprises comparée entre les deux crises (Dhyne & Duprez, 2021).

L'impact de la crise a également varié selon la taille des entreprises (Coppens et al., 2021). Alors que les grandes entreprises ont le plus fortement souffert lors de la crise financière de 2008-2009, les indépendants et les petites entreprises ont subi les conséquences les plus sévères pendant la pandémie. Cette disparité peut être partiellement attribuée au fait que les indépendants et les petites entreprises sont plus présents dans les branches d'activité fortement touchées par la pandémie, telles que les agences de voyages, les professions de contact non médicales, le domaine des arts, des spectacles et des activités récréatives, l'HoReCa et le secteur de la vente au détail non alimentaire.

Au sein d'un même secteur d'activité, ce sont les PME qui ont supporté les conséquences les plus lourdes. Cette observation peut potentiellement expliquer la plus grande difficulté des PME à s'adapter aux mesures de confinement par rapport aux grandes entreprises (Coppens et al., 2021).

L'investissement privé et la consommation privée sont deux composantes du PIB dans son approche de la demande. Celles-ci ont présenté des comportements divergents lors des crises de 2008-2009 et du Covid-19.

Lors du choc de 2008-2009, l'investissement privé a connu une réduction de 11,6% entre 2008 et le premier trimestre de 2010. En revanche, lors des deux premiers trimestres de 2020, il a chuté plus fortement, de 22,2%, mais a rapidement amorcé sa reprise. Vers la moitié de l'année 2021, il s'était presque rétabli à son niveau d'avant crise. Cette baisse significative sur une courte période suggère qu'elle était en grande partie attribuable aux conséquences du premier confinement.

Malgré les incertitudes qui prévalaient, les entreprises ont continué à investir (Coppens et al., 2021). Une enquête menée par l'ERMG a révélé que les entités ont principalement réorienté leurs stratégies d'investissement vers le domaine numérique (Banque nationale de Belgique, 2021). Seuls quelques grands investisseurs ont réduit leurs investissements, mais de manière relativement limitée. Cette tendance a sans doute eu un impact sur l'ensemble de l'investissement agrégé dans l'économie belge, étant donné l'importance des grands investissements dans le total des investissements (Dhyne & Duprez, 2021).

Quant à la consommation privée, celle-ci s'est réduite de 18,2% au cours du premier semestre de 2020, mais sa reprise s'est avérée plus instable, étant étroitement liée aux mesures de confinement mises en place pendant la pandémie (Coppens et al., 2021).

La disparité entre les deux crises s'observe également en termes d'emploi. En 2020, la perte d'emplois parmi les travailleurs salariés a été principalement concentrée dans le secteur tertiaire (notamment par le secteur hôtelier et les services administratifs). Le secteur industriel, en revanche, a été relativement épargné par les pertes d'emplois (seulement d'1,2% en 2020), et une création d'emplois (+2%) a été observée dans le secteur de la construction ainsi que dans les secteurs de la santé et de la grande distribution. En contraste, lors de la crise financière, le secteur industriel a subi les pertes d'emplois les plus importantes (Coppens et al., 2021).

Contrairement à ce qui s'est produit en 2008, les banques ont pu satisfaire leurs clients sans rentrer dans des contraintes financières. Cette capacité découle de leur disponibilité en réserves liquides et en capitaux avant la crise du Covid-19, et de l'offre de liquidités en adéquation avec la demande accrue (Li et al., 2020).

En outre, une étude réalisée par Schivardi et al. (2020) a examiné si le risque de « *zombie lending* », c'est-à-dire le prêt à des entreprises insolvables, était un problème pendant la pandémie. Ce phénomène s'est avéré significatif lors du choc financier de 2008-2009 ainsi que lors de la crise des dettes souveraines en 2011-2012. En effet, lorsque les banques ont une structure financière plus fragile, elles ont tendance à accorder des prêts à des entreprises non viables pour éviter les provisions et les levées de capitaux. Or, comme mentionné précédemment, la situation des banques avant la pandémie était bien plus favorable.

Cependant, d'autres mécanismes peuvent entraîner le « *zombie lending* ». Dans le contexte du Covid-19, une interrogation s'est posée quant à la contribution des programmes gouvernementaux visant à faciliter l'accès aux prêts pour les entreprises au phénomène du « *zombie lending* ». Il s'agit là d'un des effets. Bien que ce dernier ait été observé, il n'est pas susceptible de ralentir la reprise économique.

2.2. Le rôle du secteur financier

Le secteur financier a joué un rôle de première importance lors de la crise sanitaire causée par le coronavirus, comme énoncé précédemment (Piette & Tielens, 2022). Il a démontré une réactivité accrue par rapport à la crise de 2008-2009. La mise en œuvre des exigences du règlement de Bâle 3 a indubitablement contribué à renforcer la solidité financière du secteur financier avant la pandémie (Samarin & Zachary, 2022). Dans le but de limiter l'impact de la crise sur l'économie, l'Union européenne ainsi que les États membres ont mis en place une large série de mesures de soutien.

Tout d'abord, la Banque centrale européenne (ci-après, BCE) a mis en œuvre en mars 2020 un « *Pandemic Emergency Purchase Program* » (PEPP). Cette mesure monétaire visait à prévenir une crise de crédit et à stimuler les prêts bancaires aux ménages et aux entreprises non financières durant la pandémie. Elle impliquait l'acquisition de titres provenant tant du secteur privé que public, pour un montant total de 1.850 milliards d'euros (European Central Bank, 2023). Parallèlement, la BCE a allégé les exigences en matière de garanties pour les banques participant à des opérations de refinancement à long terme. Le but de ces deux mesures principales de la BCE était d'assurer que les banques disposent de fonds suffisants pour consentir des prêts aux ménages et aux sociétés non financières.

La BCE a, de plus, formulé des recommandations aux banques afin de ne pas procéder à la distribution de dividendes, dans le but de renforcer leur niveau de fonds propres et d'accroître l'octroi de prêts bancaires pour stimuler l'économie réelle (Samarin & Zachary, 2022). Selon les recherches de Dautovic et al. (2021), cette recommandation a été efficacement mise en œuvre. Par ailleurs, en collaboration avec le gouvernement fédéral, le secteur financier a joué un rôle essentiel dans la mise en place des mesures de soutien aux entreprises, notamment par le biais de prêts garantis par l'État et d'un moratoire sur les dettes des entreprises. Tandis que les prêts garantis par l'État visaient essentiellement à injecter de nouvelles liquidités, le moratoire sur les dettes visait à prévenir la fuite des liquidités existantes.

2.3. Les changements qualitatifs sur le long terme

Une vigilance particulière concernant les conséquences à long terme de la crise sur les entreprises s'avère nécessaire. Plus spécifiquement, l'essor du télétravail à grande échelle, engendré par cette situation de crise, a ouvert la voie à un meilleur équilibre entre vie privée et vie professionnelle. De même, l'essor de l'utilisation des canaux digitaux pour faciliter la vente de produits est un aspect notable à évoquer. Ces évolutions dans les modes d'organisation du travail pourraient avoir un impact durable sur les entreprises, qui pourraient réorienter leurs investissements en mettant l'accent sur le recrutement de profils spécialisés dans le domaine numérique (Coppens et al., 2021).

Parallèlement, l'émergence de nouvelles méthodes de travail telles que le travail hybride, le *coworking*, résultant de la crise du Covid-19, suscite de nouveaux défis en matière de gestion d'entreprise (Frimousse & Peretti, 2021). Bien que ces éléments ne soient pas explicitement traités dans cette étude, il est pertinent de les mentionner, car ils pourraient jouer un rôle significatif dans l'adaptation des entreprises à la nouvelle réalité post-crise.

2.4. Le risque d'insolvabilité à long terme

Dans une phase de relance économique, les besoins en fonds de roulement sont plus élevés. Cette augmentation découle du nombre accru de décaissements auxquels les entreprises doivent faire face : règlements des fournisseurs, rémunération du personnel, charges sociales et fiscales, etc. Cet accroissement des besoins en financement risque de mettre en péril la situation financière de nombreuses entreprises. Celles-ci pourraient se retrouver à terme insolvable, particulièrement lorsque les dispositifs de soutien mis en place par le gouvernement fédéral prendront fin (Ophèle, 2020). En effet, les mesures d'aides consistent à injecter des liquidités aux entreprises (Cherrafi et al., 2022). Ces liquidités sont nécessaires afin de permettre aux entreprises de continuer leurs activités et sont donc utiles à court terme (Carletti et al., 2020).

L'accès facilité au crédit peut constituer une solution temporaire pour les entreprises en difficulté, mais cela se traduit également par un accroissement de leur niveau d'endettement à long terme. Cette approche expose les entreprises à un risque « de continuer à investir dans une cause perdue » (Carletti et al., 2020). Alors que les autorités cherchent à soutenir les entreprises déjà lourdement endettées en facilitant l'accès au crédit, cette approche pourrait ne pas résoudre fondamentalement le problème sous-jacent d'insolvabilité. Au contraire, cela pourrait entraîner une persistance de l'illiquidité pour ces entreprises et accroître leur vulnérabilité face aux risques de faillite.

Par ailleurs, le risque d'insolvabilité dissuade les investissements des entreprises, pourtant indispensables afin d'améliorer leur performance globale (Carletti et al., 2020). Les investisseurs sont inquiets quant à l'endettement des entreprises et leur chance de se sortir de cette situation. D'une manière générale, détenir du cash coûte cher pour les entreprises en raison des coûts d'opportunité. Cependant, la crise du Covid-19 a montré l'importance d'avoir des réserves de liquidités suffisantes pour préserver la valeur de l'entreprise (Ramelli & Wagner, 2020). Le renforcement de la structure financière des entreprises par le biais d'une recapitalisation paraît à cet égard essentiel, afin de limiter les risques d'insolvabilité et soutenir l'investissement. Les dirigeants d'entreprises sont encouragés à entreprendre des opérations de recapitalisation par le biais des fonds propres en émettant de nouvelles actions ordinaires ou privilégiées. Ils peuvent également envisager l'utilisation de titres de capitaux hybrides tels que des titres subordonnés, participatifs ou des obligations convertibles (Ophèle, 2020).

Quant au nombre de déclarations de faillite, il s'est maintenu à un niveau relativement bas, avec une diminution d'environ 30% entre 2019 et 2020 (Van den Broele, 2021). En effet, lors de l'année 2019, 10.598 faillites sont déclarées contre 7.203 en 2020 et contre 6.533 en 2021 (Statbel, 2022). Cette tendance à la baisse peut sembler paradoxale eu égard au contexte économique ; ce phénomène s'explique par le soutien considérable apporté par les autorités belges, notamment grâce au moratoire sur les faillites (Piette & Tielens, 2022). Certaines entreprises rentables ont été confrontées à la faillite lors de la pandémie de coronavirus. La rentabilité ne signifie pas une immunité totale contre celle-ci. Il est donc primordial pour les entreprises de disposer d'une quantité suffisante de liquidités, en particulier de l'argent disponible, pour faire face à une soudaine chute des flux de trésorerie entrants.

En de telles circonstances, il est nécessaire que chaque entreprise mobilise ses actifs les plus facilement convertibles en argent liquide (tels que ses réserves de trésorerie, ses actifs aisément aliénables ou encore ses créances commerciales de court terme) afin de répondre à ses engagements financiers de court terme (Piette & Tielens, 2022).

3. Formulation des hypothèses

Après avoir examiné la revue de littérature, plusieurs hypothèses peuvent être formulées. C'est un fait : la crise est marquée d'une certaine hétérogénéité. La question qui se pose est la suivante : quel est l'impact de la pandémie de coronavirus sur la structure financière des entreprises belges ?

À travers l'analyse de la littérature, il a été constaté que l'incidence du Covid-19 a varié et varie selon différents facteurs tels que le secteur d'activité, la taille de l'entreprise et sa structure financière initiale.¹¹ Ces divers facteurs sont considérés comme des variables indépendantes dans les hypothèses envisagées.

Comme hypothèse initiale, une tendance baissière de la liquidité générale est anticipée au sein des entreprises. Cette diminution de la liquidité est attendue dans les secteurs ayant été contraints de suspendre ou de cesser leurs activités. Cette tendance devrait être certainement plus prononcée durant les premiers mois de confinement, avant que diverses aides financières ne soient accordées pour soutenir les entreprises.

Hypothèse 1a : La crise du Covid-19 a eu un impact négatif sur la liquidité des entreprises belges.

En tant que seconde hypothèse, une diminution de la performance des entreprises est attendue lors de l'année 2020. La survenance de la crise a engendré des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement, avec des retards dans la livraison des matières premières et des produits finis, entravant ainsi la capacité des entreprises à maintenir leur production et répondre à la demande (Coppens et al., 2021 ; SPF Économie, 2023). En outre, la pandémie a également bouleversé le mode de travail dans de nombreux secteurs, notamment avec l'application du télétravail¹², ce qui pourrait avoir contribué à la détérioration de la performance des entreprises à la suite du Covid-19. Cette tendance doit être certainement plus forte les premiers mois de confinement avant que les entreprises s'adaptent à la situation de crise. La baisse de performance sera probablement plus significative dans les secteurs ayant dû stopper ou suspendre leurs activités.

Hypothèse 1b : La crise du Covid-19 a eu un impact négatif sur la performance opérationnelle des entreprises belges.

Enfin, les entreprises ont massivement sollicité des prêts auprès des banques afin d'améliorer leur position de liquidité (Li et al., 2020). Par conséquent, il est probable que le niveau de solvabilité des entreprises se soit détérioré suite à la survenance du Covid-19.

Hypothèse 1c : La crise du Covid-19 a eu un impact négatif sur le niveau de solvabilité des entreprises belges.

¹¹ Voir (Coppens et al., 2021 ; Dhyne & Duprez, 2021 ; Piette & Tielens, 2022).

¹² Voir (Frimousse & Peretti, 2021).

DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE

L'approche privilégiée pour aborder la problématique de recherche est d'ordre quantitatif, offrant ainsi plusieurs avantages, notamment la possibilité de travailler avec un vaste ensemble de données pour obtenir des résultats généralisables. Toutefois, cette approche requiert des échantillons de grande taille ainsi qu'une maîtrise approfondie des logiciels d'analyse statistique, tels que le logiciel R utilisé dans cette étude.

L'étude s'appuie sur l'utilisation de données secondaires, c'est-à-dire des données préexistantes provenant d'une base de données. La constitution de l'échantillon s'effectue grâce à la base de données Bel-first. Cette plateforme regroupe des informations financières complètes sur les sociétés belges et luxembourgeoises. En particulier, les comptes annuels ainsi que les principaux ratios financiers sont fournis pour chaque année donnée.

L'exploitation de données secondaires présente plusieurs avantages en termes d'accessibilité et de simplicité d'utilisation. Toutefois, cette approche comporte également certains inconvénients, tels qu'un contrôle limité sur la génération des données et la présence de données non disponibles. Ainsi, il est souvent nécessaire d'effectuer un processus de nettoyage des données pour garantir leur qualité et leur cohérence. Dans le cadre de ce document, une explication détaillée du processus de nettoyage des données est fournie ci-dessous.

1. Sélection de l'échantillon

L'objectif de cette étude est d'évaluer l'impact de la pandémie de coronavirus sur la santé financière des entreprises belges, en utilisant une approche quantitative et en analysant deux périodes distinctes. La première période, de 2016 à 2019, est considérée comme une période normale, sans perturbations économiques majeures, tandis que la seconde période correspond à l'année 2020, marquée par la crise du Covid-19. L'année 2021 est exclue de l'analyse en raison des mesures d'aide mises en place, susceptibles de fausser les résultats.

L'échantillon pour cette étude se compose exclusivement de PME, ainsi que d'associations. Les grandes et très grandes entreprises sont exclues en raison de leurs structures de capital différentes, pouvant influencer les résultats du modèle de régression. Étant donné que les PME constituent une part importante du tissu économique privé en Belgique, avec 1.092.955 entités assujetties à la TVA selon les données du SPF Économie (2022) de fin décembre 2021, elles sont retenues pour l'analyse.

Afin de limiter l'analyse au contexte belge, certains critères sont appliqués. Ceux-ci sont illustrés dans le Tableau 1. Les données financières des entreprises et associations belges sont extraites de la base de données Bel-first. Au départ, l'échantillon comptait 2.319.850 entités. Ensuite, seules les entreprises privées (non cotées) sont retenues. L'échantillon a donc été réduit à 2.319.615 entités. De plus, l'analyse s'est concentrée uniquement sur les petites et moyennes entreprises belges, provoquant l'exclusion de 1.722.102 entreprises et ramenant l'échantillon à 597.513 entités. Les microentreprises, c.à.d. les entreprises composées au maximum de 10 effectifs, sont également exclues de l'analyse. Par conséquent, l'échantillon est restreint à 31.716 entités.

Pour affiner davantage l'échantillon, trois autres critères sont posés :

- Application d'un modèle de compte abrégé : l'analyse se limite aux entités disposant d'un compte abrégé.
- Disponibilité des données financières : seules les entités présentant des comptes disponibles sur Bel-first pour la période étudiée sont sélectionnées.

- Critère géographique : seules les entités présentes dans les trois régions de Belgique sont sélectionnées. Le Grand-Duché de Luxembourg est donc exclu de l'échantillon.

L'échantillon final comprend 15.525 entités, ce qui équivaut à un total de 77.625 observations entreprise-année couvrant les années de 2016 à 2020. Le Tableau 2 et le Graphique 1 illustrent la répartition de l'échantillon en fonction des groupes d'industries à deux chiffres de la NACE (2008) pour deux périodes distinctes, c'est-à-dire avant et pendant la pandémie du coronavirus.

< Insérer Tableaux 1 et 2 et Graphique 1 ici. >

2. Modèles de recherche et variables

Dans le cadre de cette étude, une analyse de régression linéaire multiple¹³ est réalisée pour évaluer si la crise du Covid-19 a eu un impact statistiquement significatif sur la structure financière des entreprises belges. Chaque modèle prend en compte plusieurs variables de contrôle qui varient selon l'hypothèse à tester.

Le modèle de régression linéaire multiple adopté peut être exprimé de la manière suivante :

Variable dépendante

$$= \alpha + \beta_1 * COVID_{it} + \sum * CONTROLE_{it} + Secteur dummies + Region dummies + \varepsilon_{it}$$

Où

- α est l'ordonnée à l'origine et représente le niveau moyen de la variable dépendante lorsque toutes les variables indépendantes sont égales à "0".
- "i" et "t" représentent respectivement l'entité et l'année en question.
- $COVID_{it}$ est une variable binaire prenant la valeur "1" pour l'année 2020 et "0" pour la période entre 2016 et 2019. Son rôle est de quantifier l'effet de la crise du Covid-19 sur la structure financière des entreprises.
- $CONTROLE_{it}$ regroupe un ensemble pertinent de variables de contrôle susceptibles d'influencer la variable dépendante.
- *Secteur dummies* est une variable binaire qui prend la valeur "1" pour le secteur d'activité spécifique en question et "0" autrement. Elle permet de prendre en compte les particularités propres à chaque secteur d'activité.
- *Region dummies* est également une variable binaire, prenant la valeur "1" pour la région dans laquelle se situe l'entreprise (i) et "0" pour toutes les autres régions.
- ε_{it} représente le terme d'erreur qui capture la différence entre les valeurs prédites par le modèle et les valeurs réelles observées dans la population étudiée.

¹³ Le logiciel statistique "R" est utilisé pour effectuer les régressions linéaires et analyser les résultats.

2.1. Modèle 1a

Dans cette étude, un modèle de régression linéaire multiple (modèle 1a) est établi afin d'analyser l'incidence de la crise du Covid-19 sur le *current ratio* (CR_{it}) des entreprises belges, également connu sous le nom de ratio de liquidité générale. Le *current ratio* mesure la capacité d'une entreprise (i) à honorer ses engagements à court terme en évaluant le rapport entre ses actifs liquides et quasi-liquides (ex : stocks) et ses obligations à court terme. Un taux supérieur à 1 signifie que l'entreprise dispose de suffisamment d'actifs courants pour couvrir ses obligations à court terme. La variable dépendante CR_{it} indique si le ratio de liquidité générale a diminué au cours de l'année (t).

Le modèle est défini comme suit :

$$CR_{it} = \alpha + \beta_1 * COVID_{it} + \beta_2 * ROA_{it} + \beta_3 * RS_{it} + \beta_4 * VA_{it} + \beta_5 * TAILLE_{it} + Secteur\ dummies + Region\ dummies + \varepsilon_{it}$$

Dans cette équation :

- α est l'ordonnée à l'origine, représentant le niveau moyen du *current ratio* lorsque toutes les variables indépendantes sont égales à "0".
- $COVID_{it}$ est une variable binaire qui prend la valeur "1" pour l'année 2020 et "0" pour la période entre 2016 et 2019, permettant d'étudier l'effet spécifique de la crise du Covid-19 sur le taux de liquidité générale. L'intérêt repose sur la valeur du β_1 . Une valeur positive (négative) du coefficient indique une augmentation (diminution) de la probabilité que l'entreprise (i) a suffisamment d'actifs à court terme pour couvrir son passif à court terme. Au travers de la revue littéraire, il a été remarqué que la crise du Covid-19 a eu une influence négative sur la liquidité des entreprises. Il est donc supposé que β_1 est de valeur négative.
- ROA_{it} (*Return On Assets*) mesure la rentabilité de l'entreprise (i) en comparant son bénéfice net à son actif total. Ce ratio indique le pourcentage de bénéfices générés pour chaque actif détenu par l'entreprise (i). Un β_2 positif suggère que des niveaux de rentabilité plus élevés peuvent contribuer à maintenir une bonne position de liquidité. Suite à la survenance de la pandémie de coronavirus, certains auteurs ont identifié une hétérogénéité en termes de performance parmi les entreprises (Dhyne & Duprez, 2021). Le choix de la variable de contrôle ROA plutôt que ROE (*Return On Equity*) est justifié par plusieurs considérations. Premièrement, cette étude se focalise exclusivement sur les entreprises privées. Le ROA permet une mesure de rentabilité plus globale de la performance de l'entreprise, en prenant en compte l'ensemble de ses actifs indépendamment de sa structure financière. De ce fait, il s'avère être une mesure plus cohérente pour effectuer des comparaisons de performance entre différentes entreprises, contrairement au ROE qui peut varier considérablement en fonction de la politique de distribution des bénéfices et du niveau d'endettement.
- RS_{it} (*Ratio de solvabilité*) représente le ratio des capitaux propres sur le total du passif, fournissant des informations sur la capacité de l'entreprise à financer ses obligations à long terme avec ses fonds propres. Plus le ratio de solvabilité est élevé, plus l'entreprise (i) est considérée comme financièrement stable. Un ratio de solvabilité élevé peut avoir un impact positif sur la liquidité de l'entreprise (i). En effet, une plus grande quantité de capitaux propres facilite l'obtention de nouveaux crédits, qui pourraient être nécessaires pour soutenir sa liquidité. Dès lors, il est attendu que β_3 soit de valeur positive.

- VA_{it} représente la valeur ajoutée par employé, reflétant l'efficacité et la performance de la main-d'œuvre. Elle peut avoir une incidence sur la liquidité globale de l'entreprise. Une productivité par employé élevée peut indiquer une utilisation efficace des ressources et dès lors une meilleure rentabilité, ce qui contribue à un effet positif sur la liquidité de l'entreprise. Il est donc attendu que le signe du coefficient associé à cette variable (β_4) soit positif.
- $TAILLE_{it}$ est la variable indépendante mesurant la taille de l'entreprise (i), exprimée par le logarithme naturel de l'actif total. Selon Coppens et al. (2021), la pandémie a impacté différemment les entreprises selon leur taille. Les études indiquent que les PME ont été les plus fortement touchées par la crise (Banque nationale de Belgique, 2021). L'analyse s'attend donc à ce que le coefficient β_5 soit positif.
- *Secteur dummies* et *Region dummies* sont des variables indicatrices pour les secteurs d'activité et les régions afin de tenir compte de leurs spécificités respectives.

L'incorporation de variables de contrôle revêt une importance dans le modèle 1a, permettant ainsi de réduire tout risque de confusion entre les variables dépendantes et indépendantes. En effet, la variable dépendante de ce modèle, à savoir le taux de liquidité générale, n'est pas uniquement influencée par la pandémie de Covid-19. Elle est également conditionnée par de nombreux autres facteurs inhérents à la structure financière de l'entreprise. Ce raisonnement est également applicable pour les deux autres modèles de l'étude.

Les définitions des variables utilisées dans le modèle 1a sont détaillées dans le Tableau 3.

< Insérer Tableau 3 ici. >

La description des variables de contrôle est similaire dans les deux autres modèles, avec uniquement des variations pour les variables dépendantes et les variables de contrôle spécifiques au modèle 1a, adaptées à chaque contexte d'analyse respectif.

2.2. Modèle 1b

Dans le présent modèle, une analyse de régression linéaire multiple est établie pour examiner l'impact de la pandémie, représentée par la variable binaire $COVID_{it}$, sur le rendement des actifs d'une entreprise (i) à un moment donné (t). Cette variable capte l'incidence potentielle de la crise du Covid-19 sur la performance opérationnelle de l'entreprise. L'analyse s'attend à avoir un β_1 de signe négatif, indiquant une réduction probable du ROA_{it} suite à ce choc économique.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 * COVID_{it} + \beta_2 * CR_{it} + \beta_3 * RS_{it} + \beta_4 * VA_{it} + \beta_5 * TAILLE_{it} + \text{Secteur dummies} + \text{Region dummies} + \varepsilon_{it}$$

Dans cette équation :

- CR_{it} est supposé avoir une influence positive sur le ROA_{it} , car un ratio de liquidité plus élevé est généralement associé à une meilleure santé financière. β_2 est supposé être de signe positif.

- RS_{it} est le ratio de solvabilité. Une valeur positive (négative) du coefficient β_3 indique une augmentation (diminution) de la probabilité que l'entreprise i connaît une amélioration de la performance.
- VA_{it} représente la valeur ajoutée par employé à un moment (t). Il est supposé que β_4 soit de signe positif : une plus grande valeur ajoutée peut être associée à une augmentation de la performance opérationnelle.
- $TAILLE_{it}$ représente la taille de l'entreprise (i) à un moment donné (t). Il est supposé que cette variable ait une influence positive sur le rendement des actifs. Effectivement, les plus grandes entreprises peuvent bénéficier d'économies d'échelle et d'une plus grande capacité à générer des profits. Ainsi, le signe de β_5 est supposé être positif.
- *Secteur dummies* et *Region dummies* sont des variables indicatrices pour les secteurs d'activité et les régions afin de tenir compte de leurs spécificités respectives.

2.3. Modèle 1c

Dans ce troisième modèle, une analyse de régression linéaire multiple est entreprise pour examiner l'impact de la pandémie, représentée par la variable binaire $COVID_{it}$, sur le taux de solvabilité d'une entreprise (i) à un moment donné (t). Cette variable capte l'incidence potentielle de la crise du Covid-19 sur la solvabilité de l'entreprise.

$$RS_{it} = \alpha + \beta_1 * COVID_{it} + \beta_2 * CR_{it} + \beta_3 * ROA_{it} + \beta_4 * VA_{it} + \beta_5 * TAILLE_{it} + Secteur\ dummies + Region\ dummies + \varepsilon_{it}$$

Dans cette équation :

- β_1 , coefficient associé à la variable $COVID_{it}$, mesure l'effet de la pandémie de Covid-19 sur le ratio de solvabilité (RS_{it}). L'étude s'attend à ce que β_1 soit négatif. De fait, la pandémie a eu un impact négatif sur la position de solvabilité des entreprises ; les entreprises ont dû emprunter auprès des banques en réponse aux difficultés économiques causées par la pandémie.
- β_2 , coefficient de la variable mesurant le taux de liquidité générale (CR_{it}), est supposé être positif. De fait, plus le *current ratio* est élevé, plus la capacité de l'entreprise (i) d'honorer ses engagements à court terme est forte. Un ratio de liquidité plus élevé est généralement associé à une meilleure santé financière.
- β_3 évalue l'effet du rendement des actifs (ROA_{it}) sur le ratio de solvabilité. Une valeur positive (négative) du coefficient β_3 indique une augmentation (diminution) de la probabilité que l'entreprise (i) connaît une hausse du ratio de solvabilité.

- β_4 est le coefficient associé à la variable VA_{it} (valeur ajoutée par employé). Il mesure l'effet de la valeur ajoutée par employé sur le ratio de solvabilité. Si le coefficient est positif, cela suggère qu'une valeur ajoutée par employé plus élevée est associée à un ratio de solvabilité plus élevé. Les entreprises auraient ainsi tendance à financer les activités par leurs fonds propres lorsqu'elles génèrent une valeur économique plus élevée par employé.
- β_5 , coefficient de la variable $TAILLE_{it}$, mesure l'effet de la taille de l'entreprise sur le ratio de solvabilité. S'il est positif, cela signifie qu'une plus grande taille d'entreprise est associée à un ratio de solvabilité plus élevé. Les grandes entreprises auraient ainsi tendance à présenter une meilleure position de solvabilité en raison de leur plus grande capacité d'accès aux marchés de capitaux, des économies d'échelle, etc.

RÉSULTATS EMPIRIQUES

Une analyse de régression linéaire multiple est réalisée à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio. Les graphiques, illustrant des courbes en forme de cloche qui suggèrent une distribution normale pour toutes les variables du modèle, respectent l'hypothèse d'homoscédasticité du modèle de régression linéaire. Cette hypothèse suppose que les erreurs de prédiction du modèle suivent une distribution normale avec une moyenne de zéro, ce qui assure que les estimations des coefficients de régression sont non biaisées et statistiquement valides.

< Insérer Graphiques 2, 3, 4, 5 et 6 ici. >

1. Statistiques descriptives

Cette section présente de manière concise les points statistiques clés de l'échantillon. Pour de plus amples détails, il est recommandé de se référer au Tableau 4 figurant à l'annexe.

La technique de *winsorization* est utilisée afin de limiter l'influence des valeurs extrêmes sur l'analyse statistique. Il s'agit d'une pratique courante dans les études financières (Leone et al., 2019). Dans le contexte de l'analyse, cette technique consiste à remplacer toutes les valeurs extrêmes des variables continues par des valeurs plus proches de la tendance centrale, correspondant aux 1^e et 99^e percentiles de la distribution des valeurs de l'échantillon.

La variable désignant le *current ratio* (CR_{it}) a une moyenne de 1,630. Un ratio supérieur à une unité indique généralement une bonne position de liquidité courante. En moyenne, les entreprises présentes dans l'échantillon ont ainsi suffisamment d'actifs courants pour couvrir leurs obligations à court terme. Cependant, l'écart-type associé à cette variable indique qu'il existe une grande variabilité entre les entreprises de l'échantillon en termes de liquidité générale. En examinant les percentiles associés à la variable du *current ratio*, il est constaté qu'au moins 75% des entreprises de l'échantillon étudié disposent d'un niveau de liquidité générale supérieur à l'unité. Par conséquent, la grande majorité des entreprises reprises dans l'analyse ne font pas face à des problèmes de liquidité.

La moyenne de la variable correspondant à la crise du Covid-19 ($COVID_{it}$) est de 20%. Cela s'explique par le fait que la variable prend la valeur "1" pour l'année 2020 et "0" pour les années de 2016 à 2019.

Par ailleurs, le niveau de performance opérationnelle (ROA_{it}) des entreprises s'élève en moyenne à 5,7% pendant la période analysée.

Concernant la structure du capital, en moyenne 37,4% des actifs sont financés par des fonds propres. La distribution de cette variable est relativement étendue, illustrée par un écart-type de 0,253 et les premier et troisième quartiles qui s'élèvent respectivement à 0,186 et 0,557. Par conséquent, il est constaté une variabilité significative dans la capacité de remboursement des entreprises incluses dans l'échantillon.

Pour ce qui est de la valeur ajoutée par employé (VA_{it}), chaque employé a en moyenne apporté une valeur de 65,871 euros à l'entreprise. Une grande hétérogénéité est observée dans cette mesure, comme en témoigne l'écart-type de 23,944 euros. Cela corrobore avec les résultats de l'analyse menée par Dhyne & Duprez en 2021, qui ont également remarqué une disparité importante de la valeur ajoutée entre les entreprises dans leur recherche. Il en est de même au niveau de la variable taille ($TAILLE_{it}$), dont l'écart type est de 1.435,556 milliers d'euros.

< Insérer Tableau 4 ici. >

2. Analyse de corrélation

Le Tableau 5 présente les résultats de l'analyse de corrélation de Pearson effectuée sur les variables reprises dans l'échantillon. Cette analyse fournit une évaluation des coefficients de corrélation qui permet de quantifier la force de la relation linéaire entre les différentes variables étudiées (Schober et al., 2018).

Les résultats de l'analyse révèlent une corrélation positive statistiquement significative entre les variables CR_{it} et $COVID_{it}$. Cette constatation indique que, en moyenne, les PME et associations belges présentent une position de liquidité plus élevée durant la pandémie (2020) par rapport à la période pré-crise (2016 à 2019).

Les variables CR_{it} (position de liquidité générale) et RS_{it} (taux de solvabilité) présentent une corrélation positive avec un coefficient de corrélation de 0,799, également statistiquement significatif. Ainsi, la position de solvabilité exerce une influence positive sur le ratio de liquidité générale. De manière analogue, une corrélation positive et statistiquement significative est mise en évidence entre CR_{it} et les variables VA_{it} et $TAILLE_{it}$. La valeur ajoutée par employé ainsi que la taille de l'entreprise ont donc une influence positive sur sa position de liquidité générale.

Les variables ROA_{it} et CR_{it} présentent une corrélation statistiquement significative et positive. Par conséquent, la performance a un effet positif sur la position de liquidité de l'entreprise. Néanmoins, une corrélation négative entre les variables $TAILLE_{it}$ et ROA_{it} est à noter. Cette corrélation implique que les entités de plus grande envergure manifestent tendanciellement un taux de rendement des actifs moindre que celui des entités de plus petite taille. Toutefois, le coefficient de corrélation entre ces deux variables n'est pas statistiquement significatif, ce qui limite le degré de confiance dans cette conclusion.

Par ailleurs, une corrélation positive et statistiquement significative est mise en évidence entre les variables ROA_{it} et VA_{it} . Cette constatation suggère que les entreprises avec un taux de rendement des actifs élevé ont tendance à afficher une meilleure valeur ajoutée par employé.

Concernant la variable $COVID_{it}$, une corrélation faible mais positive et statistiquement significative est à souligner avec les variables ROA_{it} et RS_{it} . Par conséquent, la pandémie a une influence positive sur ces variables. Cependant, le tableau montre une corrélation négative et statistiquement significative entre la variable $COVID_{it}$ et la variable VA_{it} , suggérant une baisse de la valeur ajoutée par employé pendant la pandémie par rapport à la période pré-crise (2016 à 2019). Cette corrélation négative est cohérente avec les résultats obtenus dans l'étude menée par Coppens et al. (2021), qui ont démontré une diminution de la productivité par employé en cas de télétravail dépassant deux jours par semaine ou représentant plus de 50% du temps de travail.

< Insérer Tableau 5 ici. >

3. Analyse des régressions

Lors de l'analyse de corrélation présentée dans le Tableau 5, une corrélation positive est identifiée entre les variables CR_{it} (représentant le taux de liquidité générale) et $COVID_{it}$ (correspondant à la période de pandémie). Cette corrélation positive peut être due au fait que les entreprises ont maintenu un niveau de stock élevé durant la période de crise sanitaire et de confinement. Une autre explication plausible réside dans les mesures d'aide mises en œuvre par les autorités pour soutenir la liquidité des entreprises, comme relevé dans l'étude menée par Coppens et al. (2021). Ces mesures ont pu inciter les entreprises à maintenir des niveaux de stocks plus importants en vue de faire face aux incertitudes économiques induites par la crise du Covid-19.

De plus, la variable $COVID_{it}$ présente une corrélation positive avec les variables ROA_{it} et RS_{it} . Ce constat confirme l'explication précédente concernant l'influence des aides sociales et fiscales octroyées aux entreprises pendant la pandémie. Ces mesures d'aide ont pu contribuer à une amélioration de la performance opérationnelle et du taux de solvabilité des entreprises impactées par la pandémie de coronavirus. Notamment, les mesures fiscales mises en place pour encourager la constitution de réserves financières, stimuler les investissements productifs et alléger les charges fiscales ont contribué à renforcer la solvabilité des entreprises face aux difficultés économiques induites par la crise du Covid-19.

3.1. Résultats principaux

Les résultats du modèle 1a, tels qu'exposés dans le Tableau 6, ne confirment pas l'hypothèse 1a). En effet, la variable $COVID_{it}$ présente un coefficient positif statistiquement significatif de 0,0222 au seuil de 1%. Par conséquent, les entreprises manifestent, en moyenne, une position de liquidité générale plus élevée pendant la pandémie de coronavirus (2020 dans l'analyse).

De plus, la variable ROA_{it} (rendement des actifs) présente un coefficient de 0,1385, statistiquement significatif au niveau de 1%. Cette mise en évidence suggère que les entreprises affichant un rendement sur actifs plus élevé ont tendance à avoir un niveau de liquidité plus élevé par rapport à celles ayant un rendement des actifs plus faible.

La variable VA_{it} (productivité par employé) manifeste un coefficient de 0,0003, également statistiquement significatif au seuil de 1%. Cette observation indique que les entreprises avec une valeur ajoutée par employé plus élevée sont susceptibles de manifester un niveau de liquidité générale plus élevé que celles ayant une valeur ajoutée par employé plus faible.

En ce qui concerne la structure du financement à long terme de l'entreprise, la variable RS_{it} (ratio de solvabilité) présente un coefficient positif et statistiquement significatif au niveau de 1%. Cela suggère que les entreprises avec un ratio de solvabilité plus élevé ont tendance à avoir un niveau de liquidité plus élevé. Une plus grande quantité de capitaux propres facilite l'obtention de nouveaux crédits qui peuvent être nécessaires pour maintenir la liquidité de l'entreprise.

Quant à la variable $TAILLE_{it}$, son coefficient est négatif à hauteur de -0,0236 et est statistiquement significatif au seuil de 1%. Cette constatation indique que, en moyenne, les grandes entreprises mesurées par leurs actifs totaux ont tendance à présenter un taux de liquidité générale plus faible, comparé aux entreprises de plus petite taille.

Les résultats du modèle 1b, exposés dans le Tableau 7, ne soutiennent pas l'hypothèse 1b). La variable $COVID_{it}$ présente un coefficient de 0,0059 statistiquement significatif au seuil de 1%. Ainsi, les entreprises ont manifesté une rentabilité des actifs plus élevée lors de la pandémie (2020 dans l'analyse). Ces résultats concordent avec ceux présentés dans la matrice de corrélation au Tableau 5, où le coefficient de corrélation entre les variables $COVID_{it}$ et ROA_{it} est positif et statistiquement significatif, avec une valeur de 0,008.

De plus, les coefficients des variables CR_{it} et VA_{it} sont positifs à hauteur de 0,0029 et 0,0018 respectivement. Ces résultats sont également statistiquement significatifs au seuil de 1%. Par conséquent, les entreprises présentant un taux de liquidité générale et une valeur ajoutée par employé plus élevés ont tendanciellement un meilleur rendement des actifs.

Concernant la structure du financement à long terme de l'entreprise, la variable RS_{it} (ratio de solvabilité) présente un coefficient positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Les entreprises avec un ratio de solvabilité plus élevé ont donc tendance à démontrer un niveau de rendement des actifs plus élevé.

Quant à la variable $TAILLE_{it}$, son coefficient est négatif à hauteur de -0,0284, également statistiquement significatif au niveau de 1%. En moyenne, les grandes entreprises mesurées par leurs actifs totaux ont ainsi tendance à présenter un rendement des actifs plus faible, par rapport aux entreprises de plus petite taille.

Les résultats du modèle 1c, répertoriés dans le Tableau 8, ne permettent pas de tirer une conclusion définitive concernant l'hypothèse 1c). En effet, la variable $COVID_{it}$ affiche un coefficient négatif de -0,0016. En moyenne, les entreprises ont diminué leur taux de solvabilité durant la pandémie. Cependant, cette constatation n'est pas statistiquement significative au seuil de 10%. Dès lors, aucune conclusion ne peut être formulée quant à l'effet de la crise du Covid-19 sur le taux de solvabilité (RS_{it}).

En ce qui concerne la variable CR_{it} , celle-ci présente un coefficient positif de 0,2566, statistiquement significatif au seuil de 1%. Cette observation implique qu'une augmentation du taux de liquidité générale est associée à une augmentation dans la valeur du taux de solvabilité.

Similairement, le même raisonnement peut être appliqué à la variable ROA_{it} . Les entreprises ayant un rendement des actifs plus élevé ont tendance à afficher un meilleur taux de solvabilité par rapport à celle ayant un rendement moins élevé, étant donné que le coefficient de la variable ROA_{it} est statistiquement significatif au niveau de 1% et s'élève à 0,3090.

En ce qui concerne la variable VA_{it} , elle présente un coefficient négatif de -0,0003, statistiquement significatif au seuil de 1%. Ainsi, les entreprises avec une valeur ajoutée par employé plus élevée sont susceptibles de manifester un taux de solvabilité moins élevée que celles ayant une valeur ajoutée par employé plus faible.

Par ailleurs, le coefficient de la variable $TAILLE_{it}$ est positif (0,0282) et statistiquement significatif au seuil de 1%. Ainsi, plus la taille de l'entreprise est grande, plus son taux de solvabilité est élevé.

< Insérer Tableaux 6, 7 et 8 ici. >

3.2. Tests de robustesse

Dans le but d'évaluer la stabilité, la fiabilité et la généralisabilité des résultats issus de l'étude empirique, des tests de robustesse sont entrepris. Ces tests sont couramment utilisés pour renforcer la qualité des recherches scientifiques et améliorer les conclusions tirées.

Dans cette optique, des sous-échantillons sont constitués. La comparaison des résultats obtenus à partir de ces différents échantillons permet d'évaluer la cohérence des résultats et de déterminer leur robustesse, c'est-à-dire s'ils se maintiennent de manière cohérente à travers différentes configurations de l'échantillon.

3.2.1. Sous-échantillon A : CR pendant versus avant le Covid-19.

De nombreuses études ont été menées afin d'évaluer l'impact de la pandémie sur la santé financière des entreprises. Il est de ce fait utile de mener une analyse approfondie et de quantifier les facteurs qui ont exercé une influence sur la liquidité générale des entreprises, tant avant (période allant de 2016 à 2019) que pendant la crise du Covid-19 (année 2020).

Le Tableau 9 présente les résultats d'une analyse de régression linéaire, réalisée afin d'examiner la manière dont les caractéristiques intrinsèques aux entreprises (telles que la performance, la solvabilité, le rendement par employé et la taille) ont impacté le taux de liquidité générale de l'entreprise, à la fois avant et pendant la crise du Covid-19.

Selon les résultats, le ratio de liquidité générale des entreprises (CR_{it}) pendant la pandémie a tendance à être plus élevé à mesure que leur rendement des actifs augmente, mais dans une moindre mesure que dans la période d'avant-crise. Le coefficient de la variable ROA_{it} est égal à 0,0507 pendant la crise du Covid-19, alors qu'il était de 0,1660 dans la période pré-crise. La p -valeur du test de Wald est de 0,0621, ce qui signifie que la différence entre les deux coefficients est significative. Cependant, le coefficient de 0,0507 pour le ROA_{it} pendant la crise n'atteint pas de significativité statistique au seuil de 10%, limitant ainsi la confiance dans cette conclusion.

Par ailleurs, le taux de solvabilité (RS_{it}) a un effet positif sur le taux de liquidité générale (CR_{it}), tant avant qu'au cours de la crise. Les coefficients associés au taux de solvabilité avant et pendant la crise sont respectivement de 2,3665 et de 2,3808, tous deux statistiquement significatifs au seuil de 1%. Le test de Wald ne montre pas de différence statistiquement significative entre ces deux coefficients. Les résultats suggèrent ainsi que les entreprises avec un taux de solvabilité plus élevé ont également présenté un taux de liquidité générale plus élevé, indépendamment de la période analysée. Ces résultats concordent avec ceux présents dans la matrice de corrélation de Pearson (Tableau 5). De fait, le coefficient de corrélation entre ces deux variables, statistiquement significatif au seuil de 1%, s'élève à 0,799.

Concernant la variable VA_{it} , ces coefficients sont positifs et s'élèvent à 0,0005 lors de l'année 2020 et à 0,0003 lors de la période pré-crise. Ces valeurs sont statistiquement significatives au seuil de 5% et 1% respectivement. La valeur ajoutée des employés a donc eu un effet positif sur le taux de liquidité générale des entreprises, tant avant qu'au cours de la pandémie. Cependant, la différence entre les deux coefficients n'est pas statistiquement significative, comme le démontre le test de Wald avec une p -valeur égale à 0,3555. Ainsi, aucune conclusion ne peut être faite quant à l'influence relative de la valeur ajoutée par employé sur le ratio de liquidité générale, en comparant la période de crise à celle précédant la crise.

La variable $TAILLE_{it}$ présente des coefficients négatifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%. Ceux-ci sont respectivement de -0,0200 pendant la crise et de -0,0246 avant la crise. Par conséquent, les entreprises de plus grande taille ont tendance à présenter un taux de liquidité générale plus faible que les entreprises de plus petite taille. Pendant la pandémie, la relation est moins négative que pendant la période précédant la crise. Toutefois, cette différence n'est pas significative. Le test de Wald présente une p -valeur de 0,4401 pour la variable $TAILLE_{it}$. Aucune conclusion ne peut donc être tirée à ce sujet.

< Insérer Tableau 9 ici. >

3.2.2. Sous-échantillon B : ROA pendant *versus* avant le Covid-19.

Le Tableau 10 présente les résultats d'une analyse de régression linéaire réalisée dans le but d'étudier l'impact des caractéristiques intrinsèques aux entreprises (telles que la liquidité générale, la solvabilité, le rendement par employé et la taille) sur le rendement des actifs de l'entreprise, à la fois avant et pendant la crise du Covid-19.

Selon l'analyse, le coefficient de la variable CR_{it} est égal à 0,0011 pendant la pandémie (2020), tandis qu'il atteint 0,0034 avant la crise (2016 à 2019). La différence entre ces deux coefficients est statistiquement significative au seuil de 10%, comme indiqué par le test de Wald. Cependant, le coefficient de 0,0011 du CR_{it} pendant la pandémie n'est pas statistiquement significatif au niveau de 10%. En conséquence, aucune conclusion ne peut être tirée concernant ce résultat. Néanmoins, le second coefficient de 0,0034, statistiquement significatif au seuil de 1%, implique que les entreprises ayant une meilleure situation de liquidité générale avant la crise tendent à présenter un meilleur rendement des actifs (ROA_{it}).

Concernant le taux de solvabilité (RS_{it}), celui-ci affiche un coefficient de 0,0600 pendant la crise du Covid-19 et de 0,0582 avant ladite crise. Le test de Wald indique que la différence n'est pas statistiquement significative au seuil de 10%. Dès lors, aucune conclusion ne peut être tirée à cet égard. Toutefois, le coefficient du taux de solvabilité pendant la crise (0,0600), statistiquement significatif au seuil de 1%, suggère que les entreprises avec un taux de solvabilité élevé pendant la crise ont manifesté tendanciellement un meilleur rendement des actifs (ROA_{it}).

Concernant la variable VA_{it} , son coefficient pendant la crise est de 0,0020 et celui pré-crise s'élève à 0,0017. Ces coefficients sont statistiquement significatifs à un niveau de 1%. Il en est de même pour la différence entre les deux coefficients. Une augmentation de la valeur ajoutée par employé influence ainsi positivement le taux de rendement des actifs de l'entreprise, que ce soit avant et pendant la pandémie de coronavirus. Plus précisément, une hausse de la valeur ajoutée a eu un effet plus marqué sur le rendement des actifs des entreprises pendant la crise du Covid-19 par rapport à la période s'étalant de 2016 à 2019.

La variable $TAILLE_{it}$ présente des coefficients négatifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%. Ces coefficients sont respectivement de -0,0316 pendant la crise et de -0,0275 avant la crise. Cette observation démontre que les entreprises de plus grande taille ont tendance à présenter un rendement des actifs plus faible que les entreprises de plus petite taille. Pendant la pandémie, la relation est davantage négative que pendant la période précédant la crise. Cette différence est statistiquement significative. Le test de Wald révèle que la p -valeur pour la variable $TAILLE_{it}$ est inférieure à 1%.

< Insérer Tableau 10 ici. >

3.2.3. Sous-échantillon C : RS pendant *versus* avant le Covid-19.

Le Tableau 11 expose les résultats d'une analyse de régression linéaire effectuée dans le but d'examiner l'influence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises (telles que la liquidité générale, la performance, le rendement par employé et la taille) sur le taux de solvabilité, tant avant qu'au cours de la crise du Covid-19.

Selon les résultats de l'analyse, le coefficient de la variable CR_{it} est de 0,2582 pendant la pandémie (en 2020), tandis qu'il s'élève à 0,2562 avant l'avènement de ladite crise (entre 2016 à 2019). Ces coefficients affichent une significativité statistique au seuil de 1%, indiquant ainsi que les entreprises bénéficiant d'un taux de liquidité favorable présentent un taux de solvabilité supérieur, tant avant la crise que pendant la période de pandémie liée au coronavirus.

Toutefois, la différence entre ces deux coefficients n'a pas atteint un niveau de significativité statistique au seuil de 10%, comme l'indique la p -valeur du test de Wald qui s'élève à 0,2712. Par conséquent, il demeure impossible de tirer des conclusions concernant l'influence relative de la situation de liquidité d'une entreprise sur sa solvabilité, en comparant la période de crise à celle précédant la crise.

Un raisonnement similaire peut être appliqué à la variable représentant la performance opérationnelle de l'entreprise (ROA_{it}). Les coefficients de la variable sont respectivement de 0,3051 (pendant la pandémie) et de 0,3097 (avant la pandémie), statistiquement significatifs au seuil de 1%. La différence entre ces deux coefficients n'a pas atteint un niveau de significativité statistique au seuil de 10% étant donné que la p -valeur du test de Wald s'élève à 0,8189. Par conséquent, aucune conclusion ne peut être formulée à propos de l'influence relative de la performance opérationnelle d'une entreprise sur sa solvabilité, en comparant la période pandémique à celle précédant la crise.

Néanmoins, les deux coefficients étant positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%, les entreprises ayant un rendement des actifs plus élevé présentent également un meilleur taux de solvabilité, que ce soit avant la crise et pendant celle-ci. Ces résultats concordent avec ceux présentés dans les résultats principaux pour le modèle 1c).

Concernant la variable VA_{it} , ses coefficients sont tous deux négatifs à hauteur de -0,0002 pour l'année 2020 et de -0,0003 pour la période antérieure. Le niveau de solvabilité est donc plus faible à mesure que la valeur ajoutée par employé augmente. Toutefois, le test de Wald ne montre pas de significativité statistique au seuil de 10%, affichant une p -valeur de 0,5036. Ainsi, aucune conclusion ne peut être tirée quant à l'influence de la valeur ajoutée sur le niveau de solvabilité des entreprises avant *versus* au cours de la pandémie.

La variable $TAILLE_{it}$ présente des coefficients positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%. Ceux-ci sont respectivement de 0,0238 pendant la crise et de 0,0292 avant la crise. Les entreprises de plus grande taille ont donc tendance à présenter un taux de solvabilité plus élevé que les entreprises de plus petite taille. Pendant la pandémie de coronavirus, la relation est moins positive que pendant la période pré-crise. Cette différence est statistiquement significative. Le test de Wald montre effectivement que la p -valeur pour la variable $TAILLE_{it}$ est inférieure à 1%.

< Insérer Tableau 11 ici. >

3.2.4. Sous-échantillon D : CR élevé *versus* faible pendant le Covid-19.

Le Tableau 12 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que la performance opérationnelle, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de liquidité au cours de la crise du Covid-19. Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de liquidité générale (CR_{it}) excède la valeur médiane de 1,51 de la variable CR_{it} pendant le Covid-19, et celles dont le taux de liquidité générale est inférieur ou égal à cette valeur.

Les deux régressions linéaires multiples du Tableau 12 font apparaître plusieurs résultats intéressants. En premier lieu, les entreprises faisant partie du premier sous-échantillon, caractérisées par un taux de liquidité élevé, connaissent une diminution de leur niveau de liquidité à mesure que leur rendement des actifs totaux (ROA_{it}) s'améliore durant la période de la pandémie du coronavirus. À l'inverse, les entreprises du second sous-échantillon, dotées d'un ratio de liquidité plus faible, constatent une amélioration de leur liquidité au fur et à mesure que leur rendement des actifs totaux s'accroît au cours de la même période. Effectivement, le coefficient du premier sous-échantillon est estimé à -0,2844, tandis que celui du second sous-échantillon atteint 0,4466.

Ces deux coefficients présentent une signification statistique au seuil de 1%. Par ailleurs, le test de Wald révèle que la différence entre ces deux coefficients est également statistiquement significative au seuil de 1%.

Un autre élément d'importance majeure à souligner concerne la variable $TAILLE_{it}$. Le coefficient associé aux entreprises bénéficiant d'une situation de liquidité générale favorable est positif et présente une signification statistique au seuil de 1%. En revanche, pour les entreprises du second sous-échantillon, ce coefficient est négatif et démontre également une signification statistique au seuil de 1%. La différence entre ces deux coefficients présente une signification statistique au même seuil, selon le test de Wald. Ces résultats démontrent que les entreprises en meilleure situation de liquidité générale pendant la crise sanitaire ont connu une amélioration de leur liquidité à mesure que leur taille, exprimée en termes d'actifs totaux, augmentait. En revanche, pour les entreprises présentant une situation de liquidité générale moins favorable, la conclusion opposée peut être tirée, c'est-à-dire que leur liquidité s'est détériorée à mesure que leur taille augmentait.

Concernant la variable relative à la solvabilité des entreprises (RS_{it}), les coefficients sont tous deux positifs et affichent une signification statistique au seuil de 1%, tout comme la différence entre ces coefficients, comme confirmé par le test de Wald. Plus précisément, le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de liquidité, est estimé à 1,6967, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,6875. Ainsi, les entreprises jouissant d'une situation de liquidité favorable pendant la période de la pandémie ont connu une amélioration plus prononcée de leur liquidité à mesure que leur solvabilité augmentait, par rapport aux entreprises présentant une liquidité générale moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration moins marquée de leur liquidité malgré une augmentation de leur solvabilité.

Enfin, les résultats de la régression ne permettent pas de tirer des conclusions majeures vis-à-vis de la variable VA_{it} , étant donné que le coefficient du premier sous-échantillon, égal à -0,0001, ne présente pas de signification statistique au seuil de 10%. Malgré tout, le second coefficient est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%, tout comme le test de Wald. Ce deuxième coefficient s'élève à hauteur de 0,0009.

< Insérer Tableau 12 ici. >

3.2.5. Sous-échantillon E : CR élevé versus faible avant le Covid-19.

Le Tableau 13 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que la performance opérationnelle, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de liquidité avant la période de la crise du Covid-19 (2016 à 2019). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de liquidité générale (CR_{it}) excède la valeur médiane de 1,42 de la variable CR_{it} avant le Covid-19, et celles dont le taux de liquidité générale est inférieur ou égal à cette valeur.

Les deux régressions linéaires multiples présentées dans le Tableau 13 révèlent un ensemble de résultats intéressants. Tout d'abord, les entreprises faisant partie du premier sous-échantillon, caractérisées par un ratio de liquidité élevé, subissent une réduction de leur niveau de liquidité au fur et à mesure que leur rendement des actifs (ROA_{it}) s'accroît avant la crise du Covid-19. En revanche, les entreprises du second sous-échantillon, dotées d'un ratio de liquidité plus faible, connaissent une amélioration de leur liquidité au fur et à mesure que leur rendement des actifs s'accroît au cours de la même période. Effectivement, le coefficient du premier sous-échantillon est estimé à -0,2456, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,5581. Ces deux coefficients présentent une signification statistique au seuil de 1%. Par ailleurs, le test de Wald révèle que la différence entre ces deux coefficients est également statistiquement significative au même seuil.

Par ailleurs, un autre élément essentiel à souligner concerne la variable relative à la solvabilité des entreprises (RS_{it}). Les coefficients associés à cette variable sont tous deux positifs et présentent une signification statistique au seuil de 1%, tout comme la différence entre ces coefficients selon le test de Wald. Le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de liquidité, est estimé à 1,8056, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,5729. Ainsi, les entreprises bénéficiant d'une situation de liquidité favorable avant la pandémie ont connu une amélioration plus marquée de leur liquidité à mesure que leur solvabilité augmentait, par rapport aux entreprises présentant une liquidité générale moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration moins significative de leur liquidité malgré une augmentation de leur solvabilité.

Le coefficient associé à la variable VA_{it} du premier sous-échantillon, étant égal à 0,0000, ne présente pas de signification statistique au seuil de 10%. Aucune conclusion majeure ne peut donc être tirée vis-à-vis de cette variable à partir des résultats de la régression. Néanmoins, le second coefficient est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%, tout comme le test de Wald. Ce deuxième coefficient s'élève à hauteur de 0,0002.

Concernant la variable $TAILLE_{it}$, son coefficient associé aux entreprises bénéficiant d'une situation de liquidité générale favorable est positif (0,0335) et présente une signification statistique au seuil de 1%. À l'inverse, pour les entreprises du second sous-échantillon, ce coefficient est négatif et démontre également une signification statistique au seuil de 1%. La différence entre ces deux coefficients présente une signification statistique au même seuil, selon le test de Wald. Ces résultats démontrent que les entreprises en meilleure situation de liquidité générale avant la crise sanitaire ont connu une amélioration de leur liquidité à mesure que leur taille, exprimée en termes d'actifs totaux, augmentait. En revanche, pour les entreprises présentant une situation de liquidité générale moins favorable, la conclusion opposée peut être tirée, c'est-à-dire que leur liquidité s'est détériorée à mesure que leur taille augmentait au cours de la même période.

< Insérer Tableau 13 ici. >

3.2.6. Sous-échantillon F : ROA élevé versus faible pendant le Covid-19.

Le Tableau 14 présente les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'examiner l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de performance opérationnelle au cours de la crise du Covid-19 (2020). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de rendement des actifs (ROA_{it}) excède la valeur médiane de 0,0502 de la variable ROA_{it} pendant le Covid-19, et celles dont le taux de rendement des actifs est inférieur ou égal à cette valeur.

Les deux régressions linéaires multiples du Tableau 14 dévoilent une série de résultats intéressants. En premier lieu, concernant la variable relative au niveau de liquidité générale des entreprises (CR_{it}), les coefficients pour les deux sous-échantillons sont tous deux positifs. Plus précisément, le coefficient de la variable (CR_{it}), associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs taux de performance opérationnelle, est estimé à 0,0172, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,0298. Cependant, ces coefficients ne présentent pas de signification statistique au seuil de 10%, tout comme la différence entre ces coefficients selon le test de Wald. Par conséquent, les résultats des deux régressions ne permettent pas de déduire de conclusion majeure quant à l'influence du taux de liquidité générale sur la performance opérationnelle des entreprises au cours de la crise du Covid-19.

Concernant la variable relative à la solvabilité des entreprises (RS_{it}), les coefficients pour les deux sous-échantillons sont tous deux positifs et affichent une signification statistique au seuil de 1%. Par ailleurs, le test de Wald révèle que la différence entre ces deux coefficients est également statistiquement significative au même seuil. Le coefficient associé à des meilleurs ratios de performance est estimé à 0,0172, tandis que le coefficient du second sous-échantillon est de 0,0298. Ainsi, les entreprises jouissant d'une situation de performance opérationnelle favorable pendant la période de la pandémie ont connu une amélioration de leur performance à mesure que leur solvabilité augmentait, toutefois dans une moindre mesure que les entreprises présentant une performance opérationnelle moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration plus marquée de leur niveau de performance suite à l'augmentation de leur solvabilité.

Les coefficients de la variable VA_{it} sont tous deux positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%. Le coefficient associé à un meilleur niveau de performance au cours de l'année 2020 est de 0,0009. Le coefficient du second sous-échantillon est également de cette même valeur. Ainsi, la valeur ajoutée par employé a influencé positivement la performance opérationnelle des entreprises durant la pandémie, indépendamment de leur niveau de performance. Cela corrobore avec les résultats présentés dans la matrice de corrélation de Pearson (Tableau 5). En effet, le coefficient de corrélation entre les variables est positif (0,422) et statistiquement significatif au seuil de 1%. Le test de Wald affiche toutefois une p -valeur supérieure à 10%.

Enfin, la variable $TAILLE_{it}$ présente des coefficients positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1% au sein des deux sous-échantillons. La différence entre les deux coefficients est également statistiquement significative au même seuil, selon le test de Wald. Le coefficient associé à des meilleurs ratios de performance s'élève à -0,0224 tandis qu'il est de -0,0021 pour un niveau de performance inférieur à la médiane (0,0502). De ce fait, les entreprises avec un niveau de performance plus élevé au cours de la crise du Covid-19 ont connu une baisse significative de leur performance à mesure que leur taille augmentait. Les entreprises reprises dans le second sous-échantillon ont également connu une baisse de leur performance opérationnelle à mesure que leur taille augmentait, mais dans une moindre mesure.

< Insérer Tableau 14 ici. >

3.2.7. Sous-échantillon G : ROA élevé *versus* faible avant le Covid-19.

Le Tableau 15 expose les résultats d'une étude de régression linéaire effectuée dans le but d'examiner l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de performance opérationnelle avant la crise du Covid-19 (période de 2016 à 2019). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de rendement des actifs (ROA_{it}) excède la valeur médiane de 0,0435 de la variable ROA_{it} avant le Covid-19, et celles dont le taux de rendement des actifs est inférieur ou égal à cette valeur.

Les deux régressions linéaires multiples du Tableau 15 font apparaître plusieurs résultats d'intérêt. En premier lieu, les entreprises faisant partie du premier sous-échantillon, caractérisées par un taux de rendement des actifs plus élevé, connaissent une amélioration de leur niveau de performance à mesure que leur taux de liquidité générale (CR_{it}) augmente avant la pandémie de coronavirus. À l'inverse, les entreprises du second sous-échantillon, dotées d'un taux de rendement des actifs plus faible, constatent une diminution de leur performance au fur et à mesure que leur taux de liquidité générale s'accroît au cours de la même période. Effectivement, le coefficient du premier sous-échantillon est estimé à 0,0022 et est statistiquement significatif au seuil de 1%, tandis que celui du second sous-échantillon atteint -0,0007, statistiquement significatif au seuil de 10%. De plus, le test de Wald révèle que la différence entre ces deux coefficients est également statistiquement significative au seuil de 1%.

Concernant la variable relative à la solvabilité des entreprises (RS_{it}), les coefficients pour les deux sous-échantillons sont tous deux positifs et affichent une signification statistique au seuil de 1%. Plus précisément, le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de performance, est estimé à 0,0209, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,0271. Ainsi, les entreprises jouissant d'une situation de performance opérationnelle favorable avant la période de crise liée au coronavirus ont connu une amélioration de leur performance à mesure que leur solvabilité augmentait, dans une moindre mesure que les entreprises présentant une performance opérationnelle moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration plus marquée de leur niveau de performance suite à l'augmentation de leur solvabilité. Par ailleurs, le test de Wald révèle que la différence entre ces deux coefficients est également statistiquement significative au seuil de 1%.

Les coefficients de la variable VA_{it} sont tous deux positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%. Le test de Wald révèle que la différence entre ces deux coefficients est également statistiquement significative à ce même seuil. Plus précisément, le coefficient de la variable VA_{it} associé à un meilleur niveau de performance au cours de l'année 2020 est de 0,0009. Le coefficient du second sous-échantillon s'élève à 0,0006. Ainsi, la valeur ajoutée par employé a influencé positivement la performance opérationnelle des entreprises durant la période pré-crise. Les entreprises jouissant d'une situation de performance opérationnelle favorable avant la pandémie ont connu une amélioration de leur performance à mesure que leur valeur ajoutée par employé augmentait, mais dans une moindre mesure que les entreprises présentant une performance opérationnelle moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration plus marquée de leur niveau de performance suite à l'augmentation de leur valeur ajoutée par employé.

Concernant la variable $TAILLE_{it}$, son coefficient associé aux entreprises bénéficiant d'une situation de performance favorable est négatif de -0,0231 et présente une signification statistique au seuil de 1%. En revanche, pour les entreprises du second sous-échantillon, ce coefficient est positif de 0,0008 et démontre également une signification statistique au seuil de 1%. La différence entre ces deux coefficients est statistiquement significative au même seuil, selon le test de Wald. Ces résultats démontrent que les entreprises en meilleure situation de performance avant la crise sanitaire ont connu une détérioration de leur performance à mesure que leur taille, exprimée en termes d'actifs totaux, augmentait. En revanche, pour les entreprises présentant une situation de performance moins favorable, la conclusion opposée peut être tirée, c'est-à-dire que leur performance s'est améliorée à mesure que leur taille augmentait au cours de la même période.

< Insérer Tableau 15 ici. >

3.2.8. Sous-échantillon H : RS élevé versus faible pendant le Covid-19.

Le Tableau 16 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la performance opérationnelle, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de solvabilité au cours de la crise du Covid-19 (2020). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de solvabilité (RS_{it}) excède la valeur médiane de 0,3720 de la variable RS_{it} pendant le Covid-19, et celles dont le taux de solvabilité est inférieur ou égal à cette valeur.

Les deux régressions linéaires multiples du Tableau 16 dévoilent plusieurs résultats d'intérêt. Tout d'abord, concernant la variable relative à la liquidité des entreprises (CR_{it}), les coefficients sont tous deux positifs et affichent une signification statistique au seuil de 1%, tout comme la différence entre ces coefficients, comme confirmé par le test de Wald. Plus précisément, le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de solvabilité, est estimé à 0,1594, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,1145.

Ainsi, les entreprises jouissant d'une situation de solvabilité favorable pendant la période de la pandémie ont connu une amélioration plus prononcée de leur solvabilité à mesure que leur liquidité augmentait, par rapport aux entreprises présentant un taux de solvabilité moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration moins marquée de leur solvabilité malgré une augmentation de leur liquidité.

En outre, la variable ROA_{it} présente des coefficients significativement différents au seuil de 1%, comme démontré par le test de Wald. Le premier coefficient associé à un niveau élevé de solvabilité est négatif et s'élève à -0,0103. Par ailleurs, le coefficient de second sous-échantillon indique une valeur positive et statistiquement significative au seuil de 1%. Plus précisément, il s'élève à 0,4123. Ces résultats démontrent que les entreprises en meilleure situation de solvabilité pendant la crise sanitaire ont connu une détérioration de leur solvabilité à mesure que leur performance augmentait. Cependant, le premier coefficient n'est pas statistiquement significatif au seuil de 10%. Dès lors, cette conclusion ne peut être établie avec certitude. En revanche, pour les entreprises présentant une situation de solvabilité moins favorable, la conclusion opposée peut être tirée, c'est-à-dire que leur solvabilité s'est améliorée à mesure que leur taux de rendement des actifs augmentait.

Par ailleurs, un autre élément important à souligner concerne la variable VA_{it} . Le coefficient associé aux entreprises bénéficiant d'une situation de solvabilité favorable est négatif et présente une signification statistique au seuil de 1%. En revanche, pour les entreprises du second sous-échantillon, ce coefficient est égal à 0,000 et ne démontre pas de signification statistique au seuil de 10%. La différence entre ces deux coefficients présente une signification statistique au seuil de 1%, selon le test de Wald. Ces résultats démontrent que les entreprises en meilleure situation de solvabilité pendant la crise sanitaire ont connu une détérioration de leur solvabilité à mesure que leur valeur ajoutée augmentait. En revanche, aucune conclusion ne peut être établie pour le second sous-échantillon.

Enfin, concernant la variable relative à la taille des entreprises ($TAILLE_{it}$), mesurées par les actifs totaux, les coefficients pour les deux sous-échantillons sont positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%. Plus précisément, le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de solvabilité, est estimé à 0,0223, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,0195. Le test de Wald indique que la différence n'est pas statistiquement significative au seuil de 10% entre les deux sous-échantillons. De ce fait, aucune conclusion ne peut être tirée à cet égard. Cependant, dès lors que les coefficients sont tous deux positifs, le niveau de solvabilité des entreprises a été positivement impacté en fonction de leur taille. Ce résultat est cohérent avec ceux obtenus dans la matrice de corrélation figurant dans le Tableau 5, où le coefficient de corrélation entre les variables $TAILLE_{it}$ et RS_{it} est de 0,144, statistiquement significatif au seuil de 1%.

< Insérer Tableau 16 ici. >

3.2.9. Sous-échantillon I : RS élevé versus faible avant le Covid-19.

Le Tableau 17 présente les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la performance opérationnelle, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de solvabilité avant la crise du Covid-19 (période de 2016 à 2019). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de solvabilité (RS_{it}) excède la valeur médiane de 0,3432, et celles dont le taux de solvabilité est inférieur ou égal à cette valeur.

Plusieurs résultats intéressants apparaissent à la lueur des deux régressions linéaires multiples du Tableau 17.

Premièrement, concernant la variable relative à la solvabilité des entreprises (CR_{it}), les coefficients sont tous deux positifs et affichent une signification statistique au seuil de 1%, tout comme la différence entre ces coefficients, comme confirmé par le test de Wald. Plus précisément, le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de solvabilité, est estimé à 0,1627, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,1013. Ainsi, les entreprises jouissant d'une situation de solvabilité favorable avant la pandémie ont connu une amélioration plus prononcée de leur solvabilité à mesure que leur liquidité générale augmentait, par rapport aux entreprises présentant un niveau de solvabilité moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration moins marquée de leur solvabilité malgré une augmentation de leur liquidité.

En outre, la variable ROA_{it} présente des coefficients pour les deux sous-échantillons qui diffèrent significativement au seuil de 1%, comme démontré par le test de Wald. Le premier coefficient associé à un niveau élevé de solvabilité est négatif et s'élève à -0,013. Cependant, il ne présente pas de signification statistique au seuil de 10%. Malgré cela, le second coefficient est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%, tout comme le test de Wald. Ce deuxième coefficient s'élève à hauteur de 0,4020.

Par ailleurs, le coefficient de la variable VA_{it} associé aux entreprises bénéficiant d'une situation de solvabilité favorable avant la crise est négatif, statistiquement significatif au seuil de 1%. En revanche, pour les entreprises du second sous-échantillon, le coefficient est égal à 0,0000 et ne démontre pas de signification statistique au seuil de 10%. La différence entre ces deux coefficients est statistiquement significative au seuil de 1%. Ces résultats démontrent que les entreprises en meilleure situation de solvabilité avant la pandémie ont connu une détérioration de leur solvabilité à mesure que leur valeur ajoutée par employé augmentait. En revanche, aucune conclusion ne peut être établie pour le second sous-échantillon.

Enfin, un autre élément à souligner concerne la variable relative à la taille des entreprises ($TAILLE_{it}$), mesurées par les actifs totaux. Les coefficients sont tous deux positifs et présentent une signification statistique au seuil de 1%. Plus précisément, le coefficient associé au premier sous-échantillon, caractérisé par les meilleurs ratios de solvabilité, est estimé à 0,0243, tandis que celui du second sous-échantillon est de 0,0198. Le test de Wald indique que la différence est statistiquement significative au seuil de 1% entre les deux sous-échantillons. Dès lors, les entreprises disposant d'un niveau de solvabilité favorable avant la pandémie ont connu une amélioration plus prononcée de leur solvabilité à mesure que leur taille augmentait, par rapport aux entreprises présentant un niveau de solvabilité moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration moins marquée de leur solvabilité malgré une augmentation de leur taille.

< Insérer Tableau 17 ici. >

DISCUSSION

Les conclusions tirées des différentes analyses réalisées permettent d'initier des discussions éclairées concernant l'impact concret de la crise du Covid-19 sur la santé financière des PME et des associations belges. Cette étude examine les données financières pré-pandémiques et celles englobant la période de crise, dans l'objectif de discerner les effets significatifs et les implications directes ou indirectes sur la stabilité financière de ces entités. Une telle exploration permet de mieux appréhender les défis rencontrés par les PME et associations belges pendant cette période pour le moins tumultueuse et pourrait contribuer à l'élaboration d'orientations stratégiques éclairées pour soutenir leur résilience financière à l'avenir.

Les résultats de l'étude ne corroborent pas avec l'hypothèse 1a), qui postulait une relation négative entre la crise du Covid-19 et la liquidité générale des entreprises, mesurée à l'aide du *current ratio*. En réalité, les PME et les associations belges ont manifesté une tendance à présenter un niveau de liquidité générale plus élevé pendant la pandémie (l'année 2020 dans cette étude), en comparaison à la période normale dépourvue de tout choc économique majeur (2016 à 2019). Une analyse plus approfondie des taux de liquidité générale ainsi que de leurs signes révèlent des résultats statistiquement significatifs, démontrant une augmentation moyenne de la liquidité générale pendant la pandémie. Cette constatation peut être attribuée aux mesures de soutien gouvernementales mises en œuvre afin de préserver la liquidité des entreprises en période de crise, comme relevé dans l'étude menée par Coppens et al. (2021). Les reports des différents paiements professionnels auprès de l'ONSS et du fisc ainsi que le moratoire des dettes ont permis aux entreprises de préserver leurs liquidités (Febelfin, 2021). Par ailleurs, les entreprises ont également pu bénéficier de garanties sur les nouveaux crédits contractés afin de faciliter l'accès aux liquidités (SOGÉPA, sd).

En outre, l'analyse met en évidence d'autres facteurs ayant influencé le niveau de liquidité des entreprises. Une performance opérationnelle plus solide de l'entreprise est associée à un ratio de liquidité plus élevé. Toutefois, cet effet est plus prononcé avant la crise qu'au cours de celle-ci. Il a été constaté, tant pour la période avant la survenance du Covid-19 que pour la période de crise, que les entreprises initialement dotées d'un ratio de liquidité plus faible ont connu une amélioration plus significative de leur liquidité à mesure que leur rendement des actifs totaux s'accroissait. En revanche, les entreprises pourvues d'un niveau de liquidité initialement élevé ont vu leur liquidité se réduire à mesure que leur performance opérationnelle s'améliorait.

Par ailleurs, la valeur ajoutée par employé, le ratio de solvabilité ainsi que la taille ont exercé une influence sur le *current ratio* pendant la période étudiée. Concernant la valeur ajoutée par employé, celle-ci a eu un effet positif sur le taux de liquidité générale des entreprises, aussi bien avant qu'au cours de la pandémie. Plus les entreprises disposaient d'une valeur ajoutée élevée, plus elles avaient tendance à afficher un niveau de liquidité supérieur. Similairement, le raisonnement peut être appliqué concernant l'effet du taux de solvabilité sur le niveau de liquidité des entreprises. Une plus grande quantité de capitaux propres facilite l'obtention de nouveaux crédits qui peuvent être nécessaires pour maintenir la liquidité de l'entreprise. Les entreprises avec un taux de solvabilité plus élevé ont présenté un taux de liquidité générale plus élevé, indépendamment de la période analysée. De plus, les entreprises disposant initialement d'un niveau de liquidité plus élevé ont connu une amélioration plus marquée de leur liquidité à mesure que leur solvabilité augmentait, tant lors de la période normale que la période pandémique.

Les résultats de l'étude révèlent en outre que les grandes entreprises, mesurées par leurs actifs totaux, ont tendance à présenter un taux de liquidité générale plus faible en comparaison avec les entreprises de plus petite taille. Cette tendance s'observe tant avant qu'au cours de la crise sanitaire du Covid-19. Par ailleurs, les entreprises en meilleure situation de liquidité générale ont bénéficié d'une amélioration de leur liquidité à mesure que leur taille augmentait.

En revanche, pour les entreprises présentant une situation de liquidité générale moins favorable, la conclusion opposée peut être tirée, c'est-à-dire que leur liquidité s'est détériorée à mesure que leur taille augmentait. Cette observation vaut tant lors de la période allant de 2016 à 2019 que lors de l'année 2020.

Ces constatations mettent en évidence l'importance de la valeur ajoutée, la performance opérationnelle ainsi que la taille de l'entreprise en relation avec sa liquidité générale, avec des implications différenciées en fonction de sa situation financière préexistante.

Les résultats obtenus à partir de l'analyse de régression du modèle 1b) réfutent l'hypothèse 1b) selon laquelle la crise du Covid-19 a impacté négativement le niveau de performance opérationnelle des entreprises incluses dans l'échantillon. En réalité, ces dernières ont manifesté un rendement des actifs plus élevé lors de la pandémie (année 2020 dans le cadre de l'analyse).

De plus, l'analyse met en exergue d'autres facteurs ayant exercé une influence positive sur le niveau de performance des entreprises. En effet, le taux de liquidité générale, le taux de solvabilité ainsi que la valeur ajoutée par employé ont été associés à une amélioration de la performance opérationnelle des entreprises. Les entités en meilleure situation de liquidité avant la crise ont tendanciellement affiché un meilleur rendement des actifs. De même, celles avec un taux de solvabilité élevé pendant la crise ont eu tendance à enregistrer un meilleur rendement des actifs. Avant la crise, les entreprises bénéficiant d'une performance opérationnelle favorable ont vu leur performance s'améliorer à mesure que leur solvabilité augmentait, mais dans une moindre mesure par rapport aux entreprises présentant une performance opérationnelle moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration plus marquée de leur niveau de performance suite à l'amélioration de leur solvabilité.

Quant à la valeur ajoutée par employé, elle a exercé un impact positif sur la performance opérationnelle des entreprises, tant avant que pendant la pandémie. Cependant, pendant la pandémie, une hausse de la valeur ajoutée a eu un effet plus prononcé sur le rendement des actifs de l'entreprise par rapport à la période s'étalant de 2016 à 2019. La valeur ajoutée par employé a influencé positivement la performance opérationnelle des entreprises durant la pandémie, indépendamment de leur niveau de performance. En revanche, en période normale, le niveau initial de performance a modulé l'effet positif de la valeur ajoutée par employé. Les entreprises bénéficiant d'une performance opérationnelle favorable avant la pandémie ont vu leur performance s'améliorer à mesure que leur valeur ajoutée par employé augmentait, mais dans une moindre mesure par rapport aux entreprises présentant une performance opérationnelle moins favorable, lesquelles ont connu une amélioration plus marquée de leur niveau de performance suite à l'augmentation de leur valeur ajoutée par employé.

Par ailleurs, il a été observé une relation négative entre la taille de l'entreprise et sa performance opérationnelle. Les grandes entreprises ont tendance à présenter un rendement des actifs plus faible que les entreprises de plus petite taille. Cette relation négative s'est renforcée pendant la pandémie par rapport à la période pré-crise. De plus, l'effet de la taille a varié en fonction du niveau initial de performance des entreprises. Au cours de la crise, les entreprises avec un niveau de performance plus élevé ont connu une baisse significative de leur performance à mesure que leur taille augmentait, par rapport aux entreprises disposant d'un niveau de performance moins élevé, lesquelles ont également connu une baisse de leur performance opérationnelle à mesure que leur taille augmentait, bien que moins prononcée. En revanche, les entreprises ayant un niveau de performance plus élevé avant la crise sanitaire ont connu une détérioration de leur performance à mesure que leur taille, exprimée en termes d'actifs totaux, augmentait. En revanche, pour les entreprises présentant une situation de performance moins favorable, la conclusion opposée peut être tirée, c'est-à-dire que leur performance s'est améliorée à mesure que leur taille augmentait au cours de la même période.

Enfin, les résultats de l'analyse invalident l'hypothèse 1c), laquelle supposait une détérioration du taux de solvabilité des entreprises suite à la crise du Covid-19. Au contraire, les constatations corroborent la thèse selon laquelle l'influence des aides sociales et fiscales octroyées pendant la pandémie a contribué à renforcer le taux de solvabilité des entreprises touchées par la crise du coronavirus. Les mesures fiscales instaurées pour encourager la constitution de réserves financières (Bastiaens et al., 2022), stimuler les investissements productifs et alléger les charges fiscales ont joué un rôle déterminant dans le renforcement de la solvabilité des entreprises face aux difficultés économiques induites par la crise sanitaire. Les différents prêts octroyés en Région wallonne ont par exemple été mis en place pour renforcer la solvabilité des entreprises (Sowalfin SA, sd). De plus, cela peut être expliqué par le fait que les entreprises ont été encouragées à effectuer des opérations de recapitalisation lors de la pandémie (Ophèle, 2020).

Par ailleurs, les facteurs intrinsèques aux entreprises, tels que le niveau de liquidité générale, du rendement des actifs et de la taille de l'entreprise, ont démontré une influence positive sur le niveau de solvabilité des entreprises comprises dans l'échantillon. Ainsi, les entreprises bénéficiant d'une liquidité favorable ont tendanciellement présenté un taux de solvabilité supérieur, tant avant la crise que pendant cette période. Toutefois, l'effet du niveau de liquidité a varié en fonction de la position initiale de solvabilité des entreprises. Il s'est avéré plus marqué pour les entreprises disposant initialement d'un taux de solvabilité plus élevé, par rapport à celles présentant un taux de solvabilité moins favorable, qui ont connu une amélioration moins prononcée de leur solvabilité malgré une augmentation de leur liquidité. Le même raisonnement peut être appliqué concernant l'effet de la performance opérationnelle sur la solvabilité des entreprises. Celles ayant un rendement des actifs plus élevé ont eu tendance à présenter un meilleur taux de solvabilité, que ce soit avant la crise et pendant celle-ci. En outre, les entreprises de plus grande taille ont eu tendance à présenter un taux de solvabilité plus élevé que les entreprises de plus petite taille. Toutefois, pendant la pandémie de coronavirus, cette relation s'est avérée moins positive que pendant la période pré-crise. Enfin, une relation négative a été observée entre la valeur ajoutée par employé et le taux de solvabilité. En d'autres termes, les entreprises avec une valeur ajoutée par employé plus élevée sont susceptibles de manifester un taux de solvabilité moins élevé que celles ayant une valeur ajoutée par employé plus faible. L'augmentation de la valeur ajoutée par employé a été associée à une détérioration du taux de solvabilité des entreprises, indépendamment de la structure financière initiale.

La présente analyse considère l'année 2020 comme l'année de crise. Cependant, diverses phases au cours de cette période ont été identifiées par Working group Social impact Corona crisis (2020). Les phases deux et trois, couvrant la période de mai à mi-octobre 2020, ont été qualifiées de périodes de reprise économique. Par conséquent, cette reprise économique a contribué à atténuer les effets de la crise du Covid-19 sur la santé financière des entreprises belges.

Les entreprises ont également connu un effet d'apprentissage tiré des mesures prises lors du premier confinement (Coppens et al., 2021).

PARTIE JURIDIQUE

1. Le droit belge face à la crise du Covid-19

La pandémie a eu un impact considérable sur le secteur économique. Cependant, la crise du Covid-19 n'a pas seulement engendré des effets négatifs pour la société. Elle a également mis en exergue l'importance du droit de l'insolvabilité, qui a connu un développement significatif. Ce domaine juridique a non seulement été utilisé pour instaurer des mesures temporaires visant à soutenir la liquidité des entreprises en période de crise, mais également pour mettre en œuvre des outils durables permettant de redresser la situation des entreprises en difficulté.

Aux prémices de la pandémie, des mesures de soutien ont rapidement été adoptées pour aider les entreprises belges à maintenir leur niveau de liquidité. En raison de l'arrêt forcé de leurs activités, les entreprises ne pouvaient plus générer suffisamment de flux de trésorerie. Ces mesures visaient également à limiter le nombre de faillites et, par conséquent, éviter un submergement du système judiciaire. À cet égard, il convient de rappeler l'adoption du moratoire sur les faillites, prévu par l'AR n°15 du 24 avril 2020. Ce moratoire a pour objectif de protéger les entreprises débitrices contre les saisies conservatoires et exécutoires de leurs créanciers, ainsi que contre les procédures de faillite ou de dissolution judiciaire (cf. 1.3.1. Aides fédérales).

Étant donné que les ressources de l'État ne sont pas illimitées, il s'est avéré essentiel de rechercher une alternative afin de limiter autant que possible le nombre de faillites. En effet, la suppression de ces mesures aurait probablement entraîné une augmentation des cas de cessation d'activité.

Afin de remédier de manière pérenne à la situation des entreprises en difficulté, le législateur belge a mis en place des mesures correctives. Dans cette optique, l'Union européenne a examiné cette thématique et a adopté la directive 2019/1023, dont la transposition en droit belge devait être effectuée au plus tard le 17 juillet 2021. Contrairement à certains de ses pays voisins et compte tenu de l'envergure de cet exercice, le législateur belge a prolongé le délai de mise en œuvre de la transposition. Le projet de loi a été déposé à la Chambre des représentants le 20 mars 2023 et a été adopté le 25 mai dernier.¹⁴ La loi du 7 juin 2023, transposant la directive de restructuration, entrera en vigueur le 1^{er} septembre 2023¹⁵.

Durant la pandémie de coronavirus, le législateur belge a adopté la loi temporaire du 21 mars 2021¹⁶ relative à l'insolvabilité et aux procédures de réorganisation judiciaire afin de mettre en place des solutions législatives spécifiques pour aider les entreprises à surmonter les difficultés engendrées par la crise.

¹⁴ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008.

¹⁵ Loi du 7 juin 2023 transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité (1), *M.B.*, 7 juillet 2023, art. 273.

¹⁶ Loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 26 mars 2021.

Cette loi, modifiant le livre XX du Code de droit économique (CDE), a fait l'objet de trois prolongations par arrêtés royaux¹⁷ jusqu'au 1^{er} septembre 2023, date de l'entrée en vigueur de la transposition de la directive.

Anticipant sur la directive UE 2019/1023, la loi du 21 mars 2021 a conféré à la Belgique la possibilité d'agir rapidement et de manière proactive pour renforcer son cadre juridique existant en matière de réorganisation et de restructuration d'entreprises. Ces mesures ont été conçues pour répondre aux besoins immédiats des entreprises touchées par la pandémie de coronavirus, leur fournissant ainsi des outils et mécanismes de restructuration adaptés pour faire face aux conséquences économiques de la pandémie. En renforçant la capacité des entreprises à se redresser et à maintenir leurs activités, ces dispositions ont contribué à atténuer les effets négatifs de la crise sur l'économie belge.

Parmi les mesures significatives de la loi du 21 mars 2021 figure l'introduction du mécanisme « prépack » en droit interne belge. Ce processus consiste à préparer une procédure d'insolvabilité afin d'obéir aux objectifs de ladite directive européenne.¹⁸ Une analyse plus approfondie de ce dispositif est abordée ultérieurement.

Après un bref aperçu de l'évolution du droit de l'insolvabilité en Belgique, l'exposé portera sur l'analyse de la directive européenne et sa contribution en droit belge en matière d'insolvabilité.

2. Contextualisation du droit de l'insolvabilité : d'une exclusion vers une préservation de l'entreprise en difficulté

Tout d'abord, la défaillance d'une entreprise peut émaner d'une pluralité de facteurs, qu'ils soient d'ordre interne tels que des problèmes d'exploitation, de gestion, de ressources humaines, financiers ; ou d'ordre externe, comme la crise du Covid-19¹⁹.

Auparavant, le traitement réservé aux entreprises défaillantes se caractérisait souvent par une approche visant leur exclusion du marché, dans le but d'éviter l'effet domino sur d'autres entreprises. Cependant, le droit des entreprises en difficulté a connu une évolution significative, passant d'un système orienté vers la sanction et l'exclusion des entreprises à une approche davantage axée sur la préservation de la valeur de l'entreprise en tant qu'entité en « *going concern* »²⁰.

¹⁷ Voy. Arrêté royal du 24 juin 2021 portant prolongation des articles 2, 4 à 12 de la loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 29 juin 2021 ; Arrêté Royal du 12 juillet 2022 portant prolongation des articles 2, 4 à 12 de la loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 15 juillet 2022 ; Arrêté royal du 20 mars 2023 portant prolongation des articles 2, 4 à 12 de la loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 31 mars 2023.

¹⁸ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *Prépack & Préinsolvency à la lueur du livre XX, de la loi du 21 mars 2021 et de la directive restructuration – approche nationale, européenne et internationale*, 1e éd., Limal, Anthémis, 2021, p. 84.

¹⁹ G. DELVAUX et N. PROCUREUR, « Rôle actif et missions confiées au professionnel du chiffre externe dans la procédure de réorganisation judiciaire », in A. ZENNER (dir.), *Le droit de l'insolvabilité : Analyse panoramique de la réforme*, Limal, Anthemis, 2018, pp. 116-119.

²⁰ Principe de continuité d'exploitation.

Cette évolution reflète un changement de perspective important, passant d'une vision où les problèmes économiques étaient attribués principalement aux entreprises individuelles à une reconnaissance plus large du rôle du contexte économique, des facteurs externes et des interdépendances dans le fonctionnement de l'économie.

Le droit positif belge reflète cette évolution, passant d'un droit de la faillite à un droit de l'insolvabilité, où l'accent est désormais mis sur la promotion de la pérennité socio-économique des entreprises en difficulté plutôt que sur leur sanction.²¹ Ce changement de regard porté sur la défaillance trouve principalement son origine dans la loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises.²²

Cette loi a introduit des mécanismes destinés à préserver la valeur des entreprises en difficulté et à favoriser leur restructuration plutôt que leur liquidation. Elle a ouvert la voie à des procédures de réorganisation judiciaire (dénommée ci-après PRJ) se déclinant sous trois formes : l'accord amiable, l'accord collectif ou le transfert d'entreprises sous autorité de justice. La loi de 2009 a donc offert aux entreprises en difficulté, par le biais de la PRJ, la possibilité de négocier avec leurs créanciers afin d'établir des plans de redressement pour garantir leur viabilité future.

Historiquement, la mise en place de la loi de 2009 s'est justifiée par le souci de remplacer la loi du 17 juillet 1997 relative au concordat judiciaire, en raison des lacunes qu'elle présentait en termes d'efficacité, de prévention et de durabilité des solutions proposées. En dépit de sa vocation à maintenir en activité les entreprises en difficulté au moyen d'un moratoire, le concordat judiciaire présentait plusieurs problèmes majeurs :

- Les difficultés auxquelles les entreprises étaient confrontées étaient souvent identifiées trop tardivement, ce qui limitait les possibilités de redressement efficace.
- Le manque d'instruments pré-procéduraux pour le redressement des entreprises en difficulté a contribué à l'inefficacité de la procédure en concordat judiciaire. « *Le concordat judiciaire était perçu comme l'antichambre de la faillite et les entreprises qui y recouraient étaient supposées, aux yeux de leurs partenaires commerciaux et de leurs créanciers, dans leur phase terminale.* »²³
- Le dépôt tardif de la demande de concordat résultait de la crainte d'une réputation négative, ce qui limitait grandement les chances de succès de la procédure. Cette appréhension découlait des conséquences potentiellement préjudiciables sur l'image et la confiance des parties prenantes de l'entreprise.
- Le coût élevé de la procédure de concordat judiciaire, en particulier pour les PME, constituait un obstacle important à son utilisation.

La loi sur la continuité des entreprises vise à répondre aux carences manifestes liées à la procédure concordataire, tout en allant au-delà de la simple réforme.²⁴ Contrairement au concordat judiciaire qui visait essentiellement à maintenir en activité l'entreprise en difficulté, la loi de 2009 adopte une perspective différente, axée sur la préservation de la continuité de l'entreprise pour tout ou partie de ses activités.²⁵

²¹ A. ZENNER, « *Traité du droit de l'insolvabilité* », Limal, Anthemis, 2019, p. 43.

²² Loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises, *M.B.*, 9 février 2009.

²³ B. STAN *et al.*, *La loi relative à la continuité des entreprises*, Limal, Anthemis, 2010, pp. 15-16.

²⁴ M. GREGOIRE, « Chapitre IV – La réorganisation judiciaire », *Procédures collectives d'insolvabilité*, Bruylant, 2012, pp. 149-225.

²⁵ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 35.

En instaurant la PRJ, le législateur belge offre une alternative au simple choix binaire entre le concordat judiciaire et la faillite. Cette démarche vise à élargir les mécanismes de redressement et à encourager le recours à des dispositifs pré-procéduraux, considérant qu'il est préférable d'agir dès que possible plutôt que de subir les conséquences d'une procédure judiciaire.²⁶ À cet effet, la fonction de médiateur d'entreprise a été instaurée, favorisant ainsi les accords amiables, même en dehors de toute procédure judiciaire.²⁷

En 2017, une réforme du droit de l'insolvabilité a été entreprise, conduisant à l'insertion du livre XX intitulé « *Insolvabilité des entreprises* » dans le code de droit économique (CDE) par le biais de la loi du 11 août 2017. Ce livre regroupe en un seul texte les lois du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises et du 8 août 1997 sur les faillites, ainsi que d'autres dispositions légales en matière d'insolvabilité. Au-delà d'une simple compilation, la réforme de 2017 doit son succès notamment par :

- L'instauration de la plateforme électronique « RegSol » qui a permis une informatisation complète des procédures d'insolvabilité, favorisant ainsi leur efficacité et leur effectivité.
- L'octroi d'une seconde chance au failli a constitué une avancée importante, offrant la possibilité à une personne déclarée en faillite à se réhabiliter et de repartir sur de nouvelles bases.
- L'extension du champ d'application des procédures de faillite et des PRJ à toutes les entreprises a contribué à une plus grande inclusivité.

Toutefois, malgré le succès de la réforme de 2017, certaines limitations doivent être considérées. Notamment, le manque d'innovations en matière de prévention des défaillances d'entreprises et les controverses persistantes concernant la notion d'entreprise ont suscité des débats en doctrine.²⁸

C'est donc dans ce cadre législatif belge que la directive 2019/1023 s'inscrit, apportant des éclaircissements et orientations supplémentaires dans le domaine du droit des entreprises en difficulté.

3. La directive (UE) 2019/1023

3.1. Origine et objectifs

La directive 2019/1023 de l'Union européenne trouve son origine dans les constats établis en 2016 par de grandes institutions internationales, telles que l'ONU, le FMI et l'Union européenne elle-même. Ces institutions ont identifié les faillites d'entreprises comme un risque majeur pour le système financier. En effet, lorsqu'une entreprise fait faillite, cela peut entraîner un effet en cascade néfaste sur d'autres entreprises et secteurs économiques interconnectés. De plus, l'accumulation de prêts non productifs accordés aux entreprises en difficulté peut potentiellement fragiliser l'ensemble du système financier²⁹. Ainsi, pour prévenir ces risques et renforcer la stabilité financière, il est devenu nécessaire d'harmoniser les règles et procédures relatives à l'insolvabilité des entreprises au niveau de l'Union européenne. C'est ainsi que la directive 2019/1023 a été élaborée dans le but de mettre en place un cadre juridique cohérent et efficace pour prévenir et gérer les situations d'insolvabilité des entreprises en Europe. Son objectif est de protéger le système financier contre les risques liés aux faillites d'entreprises et de favoriser la continuité des activités économiques.

²⁶ B. STAN *et al.*, *op. cit.*, pp. 15-16.

²⁷ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 35.

²⁸ A. ZENNER, *op. cit.*, pp. 44-46.

²⁹ Considérant 3 de la Directive (UE) 2019/1023.

Le premier considérant de la directive 2019/1023 établit le cadre général dans lequel celle-ci s'inscrit : « L'objectif de la présente directive est de contribuer au bon fonctionnement du marché intérieur et de lever les obstacles à l'exercice des libertés fondamentales, comme la circulation des capitaux et la liberté d'établissement, qui sont dus aux différences entre les législations et procédures nationales en matière de restructuration préventive, d'insolvabilité, de remise de dettes et de déchéances. Sans préjudice des droits et libertés fondamentaux des travailleurs, la présente directive vise à lever de tels obstacles en garantissant que les entreprises viables et les entrepreneurs en difficulté financière ont accès à des cadres de restructuration préventive efficaces au niveau national, qui leur permettent de poursuivre leurs activités (...) ».

En se basant sur ce cadre général, la directive vise à atteindre trois objectifs principaux³⁰ :

1. Garantir aux entreprises *viables* (nous soulignons) et aux entrepreneurs en difficulté financière l'accès à des cadres de restructuration préventive en permettant la poursuite, totale ou partielle, de leurs activités afin d'éviter l'insolvabilité et par ailleurs, leur liquidation. La poursuite des activités peut se faire notamment « en modifiant la composition, les conditions ou la structure de leur actif et passif ou toute autre partie de la structure de leur capital – y compris par la vente d'actifs ou de parties de l'activité ou, lorsque le droit national le prévoit, de l'entreprise dans son ensemble, ainsi qu'en procédant à des changements opérationnels. »³¹
2. Permettre aux entrepreneurs honnêtes et surendettés de bénéficier de remises de dettes dans un délai raisonnable afin de leur offrir une seconde chance.
3. Améliorer l'efficacité procédurale en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes. Cela inclut notamment la réduction des délais de procédures, l'amélioration de la communication entre les parties prenantes et la recherche de solutions plus efficaces pour gérer les situations d'insolvabilité.

En résumé, l'objectif de la directive est de garantir l'accès à un système de restructuration préventive efficace afin de prévenir la probabilité d'insolvabilité des entreprises.³²

Dans cette perspective, la directive insiste particulièrement sur l'importance de la prévention. Cela englobe, conformément à l'article 3 de la directive, la mise en place d'un système d'alerte précoce afin de détecter les signes avant-coureurs de difficultés financières. Ce système permettrait au débiteur d'accéder aux données pertinentes afin de le sensibiliser à la nécessité d'une restructuration, dans le but d'éviter son insolvabilité ou de garantir une liquidation efficace si sa viabilité est définitivement compromise.³³ Les dispositions 23 à 25 du projet de loi spécifient expressément l'instauration de ce système. Il permet de prendre en compte également les ressources limitées des PME qui doivent faire face aux coûts élevés associés à une restructuration d'entreprise.³⁴ De plus, le système d'alerte précoce est renforcé par le système des clignotants et par l'obligation imposée aux professionnels du chiffre d'avertir leurs clients s'il existe une probabilité d'insolvabilité.³⁵

³⁰ Considérants 1 à 15 de la Directive (UE) 2019/1023.

³¹ Considérant 2 de la Directive (UE) 2019/1023.

³² C. ALTER *et al.*, *La nouvelle loi sur l'insolvabilité et les PME. Impacts et solutions pour l'entreprise et ses acteurs*, Limal, Anthémis, 2023, p. 9.

³³ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, pp. 98-99.

³⁴ Considérant 17 de la Directive (UE) 2019/1023.

³⁵ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, p. 6.

Cela comprend également la promotion de cadres de restructuration préventive « permettant de se restructurer, en vue de prévenir l'insolvabilité et d'assurer leur viabilité, sans préjudice d'autres solutions visant à éviter l'insolvabilité, et de protéger ainsi les emplois et de maintenir l'activité économique. »³⁶ En outre, une certaine marge de manœuvre est laissée aux législateurs nationaux en prévoyant que « le cadre de restructuration préventive (...) peut consister en une ou plusieurs procédures, mesures ou dispositions, éventuellement dans un cadre extrajudiciaire, sans préjudice de tout autre cadre de restructuration prévu par le droit national. »³⁷ Dans cette optique, les cadres de restructuration préventive peuvent prendre diverses formes, telle qu'une procédure confidentielle, intégrée ou non à une PRJ publique.

3.2. Sa transposition en droit belge : tout vient à point à qui sait attendre

3.2.1. La phase extrajudiciaire.

3.2.1.1. L'accord amiable.

Actuellement prévu aux articles XX.37 et XX.38 du CDE, l'accord amiable extrajudiciaire vise à résoudre les difficultés financières d'une entreprise débitrice en engageant des négociations avec certains de ses créanciers, sans recourir à une procédure judiciaire formelle. Cette approche offre aux parties la possibilité de parvenir à un terrain d'entente qui répond à leurs intérêts respectifs.

Selon l'article 45 du projet de loi, une modification est apportée à l'article XX.37 CDE. À l'avenir, il sera possible d'obtenir un accord amiable extrajudiciaire entre le débiteur et un ou plusieurs de ses créanciers, sans l'exigence préalable de la présence d'au moins deux créanciers.³⁸ Cette modification est pertinente car elle permet une plus grande flexibilité dans les négociations et les accords amiables entre les parties concernées³⁹. Dans certains cas, un seul créancier peut détenir une créance considérable par rapport aux autres, ce qui pourrait rendre difficile la survie de l'entreprise sans sa coopération. La modification de l'article XX.37 CDE permettra donc de parvenir à un accord avec un seul créancier important, sans la contrainte de requérir la présence d'au moins deux créanciers.

En outre, selon l'article 46 du projet de loi, la demande d'homologation de l'accord amiable sera désormais soumise par requête contradictoire plutôt que par requête conjointe.⁴⁰ Une fois homologué par le président du tribunal, l'accord amiable obtient force exécutoire. Cela signifie qu'en cas de non-respect des termes de l'accord par l'une des parties, l'autre partie peut demander son exécution en recourant, si nécessaire, à des mesures d'exécution forcée.⁴¹

L'homologation de l'accord amiable pourra par ailleurs être refusée si le juge constate qu'il n'y a « manifestement pas de perspective de viabilité économique ou si l'accord ne peut manifestement pas être réalisé sans porter préjudice aux droits des tiers sur les actifs du débiteur. »⁴² Cette disposition révèle le rôle significatif du tribunal dans l'évaluation de la viabilité économique de l'entreprise en difficulté et dans la protection des droits des tiers. Cette considération peut constituer un obstacle à l'homologation des accords amiables.⁴³

³⁶ Art. 4(1) de la Directive

³⁷ Art 4(5) de la Directive

³⁸ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 101.

³⁹ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 102.

⁴⁰ Nouvel article XX.38 §1 CDE.

⁴¹ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 102.

⁴² Nouvel article XX.38 §1 al 4 CDE.

⁴³ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 102.

3.2.1.2. Rôle de la chambre des entreprises en difficulté.

La chambre des entreprises en difficulté joue un rôle essentiel dans le cadre de la *pré-insolvency* en Belgique. De fait, son intervention est confidentielle et précède l'ouverture d'une procédure publique formelle.⁴⁴ Ses compétences ont été étendues conformément au nouvel article XX.29/1 §1^{er} CDE. Ainsi, la chambre peut être saisie à la requête du débiteur lorsque celui-ci estime qu'une insolvabilité est probable. Le rôle de la chambre des entreprises en difficulté est de convoquer certains créanciers afin de favoriser la conclusion d'un accord entre toutes les parties concernées. Les comparutions des parties devant la chambre se déroulent à huis clos, garantissant ainsi la confidentialité des négociations. L'objectif de la chambre est donc de faciliter la recherche de solutions amiables entre le débiteur et ses créanciers, que ce soit de manière collective en réunissant toutes les parties concernées, ou de manière individuelle en traitant séparément chaque créancier identifié par le débiteur.⁴⁵ La chambre a donc un nouveau rôle : celui de concertation entre le débiteur et ses créanciers⁴⁶, et non plus uniquement le rôle d'enquêteur/sanctionnateur.

3.2.1.3. Apparition d'un nouvel acteur.

La directive a apporté une évolution majeure dans le domaine de l'insolvabilité en introduisant le concept du « praticien de la réorganisation »⁴⁷. Ce nouveau praticien remplace le rôle précédent du médiateur d'entreprise, qui était nommé à la demande du débiteur pour faciliter la réorganisation de ses actifs ou activités.

Selon le nouvel article XX.I.23.7°/01 CDE, le praticien de la réorganisation est désormais un mandataire de justice désigné par le tribunal de l'insolvabilité pour exécuter, notamment, une ou plusieurs des missions suivantes :

- i. assister le débiteur ou les créanciers dans la rédaction ou la négociation d'un plan de réorganisation ;
- ii. contrôler l'activité du débiteur pendant les négociations relatives à un plan de réorganisation et rendre compte à une autorité judiciaire ;
- iii. prendre, sans dépossession, le contrôle partiel des actifs ou des affaires du débiteur avant ou pendant les négociations relatives à une réorganisation judiciaire.

Le « médiateur d'entreprise » a été supprimé car son rôle soulevait des inquiétudes quant à la transparence et la crédibilité aux yeux des créanciers, étant perçu comme étant en faveur du débiteur, vu que seul ce dernier pouvait requérir sa présence.

Afin de renforcer l'efficacité des outils préventifs pour la restructuration des entreprises en difficulté, l'introduction du « praticien de la réorganisation » avec des missions clairement définies, désigné par le tribunal, permet de restaurer la crédibilité et la confiance des créanciers dans le processus de réorganisation des entreprises en difficulté financière.

⁴⁴ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 88.

⁴⁵ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 41.

⁴⁶ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 303.

⁴⁷ Considérant n°30

Il convient de faire la distinction entre le praticien de la réorganisation et le praticien de la liquidation, défini au nouvel article XX.I.23.7° du CDE comme étant un mandataire de justice dont la fonction, y compris à titre intérimaire, consiste à exercer une ou plusieurs des tâches suivantes :

- i. vérifier et admettre les créances soumises dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ;
- ii. représenter l'intérêt collectif des créanciers ;
- iii. administrer, en tout ou en partie, les actifs dont le débiteur est dessaisi ;
- iv. liquider les actifs visés au point iii) et le cas échéant, répartir le produit entre les créanciers ;
- v. surveiller la gestion des affaires du débiteur.

3.2.1.4. La médiation d'entreprise.

La médiation d'entreprise fait l'objet d'une nouvelle section au sein du livre XX, titre II, chapitre 2 du CDE.⁴⁸ En vertu du nouvel article XX.29/2 §1, l'entreprise débitrice pourra demander la désignation d'un praticien de la réorganisation dans le but de faciliter son redressement. Cette demande doit intervenir à un stade précoce pour que celui-ci détecte et prévienne les difficultés de l'entreprise. Il s'agit là d'un progrès dans le rôle de détection et de prévention des difficultés.⁴⁹ La désignation du praticien de la réorganisation ne sera pas rendue publique. Effectivement, il est nécessaire de préserver une certaine confidentialité pour maintenir un climat de confiance entre l'entreprise et ses créanciers, en particulier lors d'une procédure extrajudiciaire. Cette confidentialité peut être compromise en raison des obligations de transparence imposées par le droit social, telles que les obligations d'information et de consultation envers le conseil d'entreprise, ou à défaut, envers la délégation syndicale ou envers les travailleurs eux-mêmes. Il est donc essentiel pour l'entreprise de trouver un équilibre entre les différents intérêts en présence.⁵⁰

Par ailleurs, la médiation d'entreprise peut également être demandée par tout tiers intéressé, le ministère public ainsi que le débiteur lui-même lorsque, conformément à l'article XX.30 al 1 CDE⁵¹, « des événements qui entraînent une ingouvernabilité de l'entreprise ou lorsque des manquements caractérisés du débiteur ou de l'un de ses organes menacent la continuité de l'entreprise ou de ses activités économiques et que la mesure sollicitée est de nature à préserver cette continuité. » Les parties peuvent demander l'intervention d'un mandataire de justice pour favoriser un accord amiable.

Cependant, le projet de loi apporte des modifications à cet article, attribuant désormais cette responsabilité aux praticiens de la réorganisation au lieu des mandataires de justice. Cette évolution peut soulever des interrogations, car il semble plus opportun que cette responsabilité revienne à l'administrateur provisoire plutôt qu'au praticien de la réorganisation.⁵² En effet, ce dernier est originellement « un tiers impartial, indépendant, neutre, sans pouvoir décisionnel ou consultatif » et n'a pas vocation à se substituer au débiteur.⁵³

De plus, selon l'article XX.31 CDE, en cas de fautes graves et caractérisées de la part du débiteur ou de l'un de ses organes, les tiers intéressés et le ministère public peuvent demander que le débiteur soit

⁴⁸ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008, art. 36-38.

⁴⁹ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 103-104.

⁵⁰ N. OUCHINSKY, « Analyse du rôle des praticiens de la réorganisation et des praticiens de l'insolvabilité dans l'intérêt d'une entreprise en difficulté et de ses stakeholders », *R.E.D.I.*, 2023-1, pp. 6-7.

⁵¹ Modifié par la loi temporaire du 21 mars 2021.

⁵² C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 105.

⁵³ N. OUCHINSKY, *op. cit.*, pp. 4-15.

temporairement dessaisi de la gestion de son entreprise et remplacé par un administrateur provisoire désigné par le tribunal. Cet article a été abrogé dans le projet de loi. Toutefois, le nouvel article XX.49/1 CDE le remplace en matière de PRJ et est rédigé de manière similaire.

3.2.1.5. La notion de prépack.

Le terme « prépack » peut être qualifié comme une procédure de « *pré-insolvency* ». Cette dernière est définie comme « la partie du droit du règlement des créanciers en dehors du cours normal des obligations souscrites par une procédure ou un processus y compris contractuel qui peut être semi-collectif et ne concerner qu'au moins deux créanciers, qui peut n'être qu'ouvert et/ou surveillé et/ou homologué par un juge, que ce soit par une procédure ouverte par une décision publiée au *Journal officiel* ou non, et ayant pour but d'obtenir un accord express ou tacite des créanciers sur un règlement différent de celui convenu au départ de l'activité ou d'une partie de l'activité qui est viable – au besoin transférée dans un autre débiteur – sans qu'une procédure d'insolvabilité soit ouverte dans le cadre de leur accord par un plan qui est faisable. »⁵⁴

La procédure de *pré-insolvency* précède la procédure d'*insolvency*, qui est définie comme « la partie du droit du règlement des créanciers dans le cours normal des obligations souscrit par une procédure collective ouverte par une décision faisant l'objet d'une publication par les organes de la procédure ou le juge au *Journal officiel*, ayant pour but inscrit dans la loi de répartir la réalisation des actifs et des activités aux créanciers selon un ordre fixé par la loi. »⁵⁵

Le *pré-insolvency* ne se limite pas simplement à une procédure préparatoire mais vise également à prévenir l'ouverture de procédures formelles d'insolvabilité. Actuellement, il existe plusieurs formes de procédures de *pré-insolvency*, telles que l'accord amiable, les médiateurs et les mandataires de justice.⁵⁶ Ces formes de procédures de *pré-insolvency*, fortement encouragées par la directive⁵⁷, subissent des modifications dans le projet de loi transposant la directive.

En outre, la loi du 7 juin 2023 consacre la nouvelle procédure appelée « prépack ». Celle-ci consiste en une procédure en deux étapes : « (...) la première, généralement confidentielle, au cours de laquelle une restructuration est négociée et conclue avec les différentes parties impliquées ou certaines d'entre-elles, et, la seconde, par laquelle cet accord est officialisé dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, laquelle sera en principe brève puisque la restructuration aura déjà été élaborée et négociée durant la première phase. »⁵⁸

Le prépack constitue ainsi une étape préliminaire confidentielle qui précède une procédure d'insolvabilité publique. Son objectif est de préparer dans la confidentialité une procédure publique en proposant une solution convenable pour le juge et les parties prenantes lors de son ouverture.

Le prépack peut être classé en deux formes distinctes : le prépack cession et le prépack accord. Ces deux formes ont pour objectif commun de favoriser la préservation de la valeur de l'entreprise et de maximiser l'intérêt des créanciers.⁵⁹ Le prépack cession vise à préparer la cession de l'entreprise en difficulté à un tiers préalablement à l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

⁵⁴ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, pp. 611-612.

⁵⁵ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *ibidem*, p. 611.

⁵⁶ Y. BRULARD, « Pré-Insolvency », *In Foro*, 2020/3, n°68, pp. 7-10.

⁵⁷ Considérant 3 de la Directive (UE) 2019/1023.

⁵⁸ C. ALTER et Z. PLETINCKX, « La loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992 », *J.T.*, 2021/20, p. 367.

⁵⁹ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 55.

Quant au prépack accord, également appelé sous le nom de prépack plan, il consiste à négocier un accord amiable ou collectif entre l'entreprise en difficulté et un ou plusieurs de ses créanciers avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, afin de mettre en place des mesures de restructuration adaptées.⁶⁰

Le prépack, sous ses deux formes, est repris dans le projet de loi à travers la procédure de réorganisation privée et la préparation privée d'une faillite.

3.2.1.6. Réorganisation judiciaire privée.

La procédure de réorganisation judiciaire privée a été introduite dans le droit interne belge par la loi temporaire du 21 mars 2021, insérée dans le livre XX, titre V, chapitre 1^{er}, en son article 6. L'objectif de cette loi est d'anticiper certaines mesures de la directive, notamment en promouvant des cadres de restructuration préventive. Elle a introduit la procédure de « prépack accord » en droit belge, dans la section 1^{re}/1 intitulée « Accord préparatoire » qui comprend la disposition XX.39/1 CDE. La loi du 7 juin 2023 supprime cette disposition et consacre cette procédure aux articles XX.83/22 à XX.83.28 du nouveau Chapitre 4 Titre V/I livre XX CDE.

La procédure de réorganisation judiciaire privée est une procédure confidentielle initiée sur requête unilatérale du débiteur adressée au président du tribunal de l'entreprise. Ce dernier, si la condition de fond à toute PRJ est rencontrée⁶¹, peut désigner un praticien de la réorganisation pour faciliter la conclusion d'un accord amiable conformément à l'article XX.64 CDE ou pour établir un plan de réorganisation conformément à l'article XX.67 CDE.

Si le débiteur souhaite recourir à la PRJ par accord collectif applicable aux grandes entreprises, il doit le mentionner explicitement dans sa requête. Il doit également prouver qu'une probabilité d'insolvabilité existe dans son chef.⁶² Une nouveauté introduite par la loi du 7 juin 2023 permet désormais à tout créancier ou détenteur de capital de demander, par requête contradictoire, la désignation d'un praticien de la réorganisation.⁶³ Cette mesure vise à faciliter les négociations en donnant à toutes les parties concernées la possibilité de prendre l'initiative d'engager le processus de réorganisation.

L'objectif de cette procédure est de permettre la conclusion d'accords préparatoires confidentiels entre le débiteur et ses créanciers en vue de préparer une PRJ publique ultérieure. L'idée est d'éviter de compromettre les négociations préliminaires en raison d'une publicité qui pourrait nuire à la réputation de l'entreprise.⁶⁴ Cependant, ce processus peut susciter des préoccupations pour les créanciers qui, sans le savoir, contractent avec une entreprise engagée dans une PRJ privée. Ceci n'est toutefois que le revers de la médaille.⁶⁵ Ainsi, une publicité négative peut ébranler le crédit de l'entreprise tandis qu'une absence de publicité nuit à la transparence du processus.

La conclusion préalable d'un accord ou d'un plan de réorganisation permet d'accélérer le processus de la PRJ par accord amiable ou collectif, grâce au travail fait en amont. Si le tribunal reçoit une ordonnance motivée du président du tribunal indiquant que l'approbation du plan de réorganisation

⁶⁰ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 242.

⁶¹ La continuité de l'entreprise doit être menacée à court ou moyen terme selon le nouvel article XX.45 §1 CDE.

⁶² Nouvel article XX.83/22 §1 CDE.

⁶³ Nouvel article XX.83/22 §2 CDE.

⁶⁴ Proposition de loi modifiant le livre XX du Code de droit économique, amendements, *Doc.*, Ch., 2020-2021, n°1337/004, p. 10.

⁶⁵ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 14.

est possible ou qu'un accord amiable a été trouvé, l'ouverture de la PRJ doit avoir lieu dans les cinq jours ouvrables. La clôture de la PRJ ne doit également pas tarder.⁶⁶

Lors de cette procédure, le débiteur conserve la gestion de son entreprise et peut à tout moment renoncer à sa demande de réorganisation judiciaire privée.⁶⁷

3.2.1.7. Le transfert sous autorité judiciaire.

Il s'agit d'une rupture complète avec la pratique traditionnelle consacrée sous le nom de « Réorganisation judiciaire par transfert d'entreprises sous autorité judiciaire ». ⁶⁸ Cette dernière visait à effectuer une cession totale ou partielle des activités du débiteur en vue d'assurer le maintien de tout ou partie de ses activités.

Le transfert sous autorité judiciaire, tel que prévu par le nouvel article XX.84 §1 CDE, vise désormais à permettre la cession totale ou partielle des activités de l'entreprise afin de garantir une liquidation efficace de l'entreprise ou, dans le cas d'une personne physique, une liquidation de son patrimoine par le biais d'une faillite. Il s'agit donc d'une modalité visant à obtenir une liquidation efficace de l'entreprise et non plus à garantir sa sauvegarde.⁶⁹ Le transfert sous autorité judiciaire entraîne ainsi un concours. L'article 92 du CDE est donc complété et précise que la vente est « purgeante ». Cela signifie que « les actifs du débiteur sont cédés, quittes et libres de toutes charges ». ⁷⁰

Volet social

La PRJ par transfert d'entreprises était jusque maintenant inefficace en pratique. En effet, suite à la directive 2001/23/CE du Conseil du 12 mars 2001 relative au rapprochement des législations des États membres concernant le maintien des droits des travailleurs en cas de transfert d'entreprises, d'établissements ou de parties d'entreprises ou d'établissements, le cessionnaire se trouvait obligé de reprendre tout ou partie des travailleurs du cédant dans le but de protéger les droits de ceux-ci. Cependant, ce n'était pas intéressant pour le repreneur. Il avait toutefois la possibilité de reprendre les travailleurs de son choix en se justifiant par des raisons techniques, économiques et organisationnelles⁷¹.

⁶⁶ Art. XX.46 §6 CDE pour l'accord amiable et art. XX.46 §5 CDE pour l'accord collectif.

⁶⁷ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, p. 71.

⁶⁸ Le chapitre 4 du titre V intitulé « Réorganisation judiciaire par transfert d'entreprise sous autorité judiciaire » est remplacé par le nouveau titre V/II intitulé « Transfert sous autorité judiciaire », art. 180 du projet de loi.

⁶⁹ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, p. 75.

⁷⁰ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, p. 78.

⁷¹ Loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises, *M.B.*, 9 février 2009, anciens articles 22, 60, 61 §4 et 62.

Toutefois, à l'article 5 § 1 de la directive 2001/23/CE⁷², le repreneur pouvait déroger, sous trois conditions, au principe du maintien des travailleurs en cas de transfert et au principe d'interdiction de licenciement à l'occasion du transfert⁷³ :

« Sauf si les États membres en disposent autrement, les articles 3 et 4 ne s'appliquent pas au transfert d'une entreprise, d'un établissement ou d'une partie d'entreprise ou d'établissement lorsque le cédant fait l'objet d'une procédure de faillite ou d'une procédure d'insolvabilité analogue ouverte en vue de la liquidation des biens du cédant et se trouvant sous le contrôle d'une autorité publique compétente (qui peut être un syndic autorisé par une autorité compétente). »

Dans l'arrêt *Plessers*⁷⁴, la Cour a jugé que la législation belge relative au transfert d'entreprises sous autorité de justice en vue de maintenir en tout ou en partie les activités de l'entreprise était contraire aux trois conditions cumulatives posées par l'article 5 § 1 de la directive 2001/23/CE. Le cessionnaire était dès lors tenu de reprendre tous les contrats de travail existants avant le transfert.

Le législateur belge a pris en compte la jurisprudence de la Cour de justice pour réformer la législation sur le transfert d'entreprises car désormais, celle-ci respecte les conditions de l'article 5 § 1 de la directive 2001/23/CE. Il ne s'agit plus d'une procédure de réorganisation. Le repreneur qui acquiert tout ou partie des activités du débiteur dispose donc d'une certaine flexibilité et peut choisir les travailleurs qui seront repris, conformément à l'article XX.86 §3 CDE. Toutefois, le choix du repreneur quant aux travailleurs repris doit être justifié pour des raisons techniques, économiques ou organisationnelles. La loi du 7 juin 2023 précise que le tribunal contrôlera si le choix du cessionnaire est justifié par rapport aux différentes catégories de travailleurs. Cela peut rendre la procédure plus complexe, car le repreneur devra démontrer devant le tribunal que ces exigences sont effectivement rencontrées en pratique.⁷⁵

Il existe deux types de transfert : celui qui est volontairement initié par le débiteur et celui qui résulte de la demande d'un tiers intéressé. Lorsque le transfert est forcé, le tribunal désigne un mandataire de justice, désormais appelé praticien de la liquidation selon le nouvel article I.23 7° CDE. Le rôle de ce praticien est la mise en œuvre du transfert sous autorité judiciaire.

3.2.1.8. Faillite silencieuse.

Le nouveau titre V/III intitulé « Préparation privée d'une faillite » comprend les nouveaux articles XX.97/1 à XX.97/6 CDE. Ce titre consacre le mécanisme du prépack cession, qui n'avait pas été envisagé par la loi temporaire du 21 mars 2021.

Le prépack cession est défini dans le nouvel article XX.97/1 §1 CDE qui stipule : « Le débiteur qui estime se trouver en état de faillite peut demander au tribunal qui serait compétent conformément à la présente loi de le déclarer en faillite et que, préalablement à la déclaration de faillite, le transfert de tout ou partie de ses actifs et activités soit préparé. »

⁷² Directive (C.E.) 2001/23 du Conseil du 12 mars 2001 concernant le rapprochement des législations des États membres relatives au maintien des droits des travailleurs en cas de transfert d'entreprises, d'établissements ou de parties d'entreprises ou d'établissements, art. 5, *J.O.C.E.*, L82/16, 22 mars 2001.

⁷³ Directive (C.E.) 2001/23 du Conseil du 12 mars 2001 concernant le rapprochement des législations des États membres relatives au maintien des droits des travailleurs en cas de transfert d'entreprises, d'établissements ou de parties d'entreprises ou d'établissements, art. 3 et 4, *J.O.C.E.*, L82/16, 22 mars 2001.

⁷⁴ C.J.U.E. (3^e ch.), arrêt *Christa Plessers c. Prefaco NV*, 16 mai 2019, C-509/17, EU:C:2019:424, p. 9.

⁷⁵ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 134-138.

Il s'agit d'une consécration jurisprudentielle de l'arrêt *Heiploeg*⁷⁶, et plus précisément d'un revirement de jurisprudence de la Cour de justice, par rapport à ce qui a été dit avec l'arrêt *Plessers*. Dans l'arrêt *Heiploeg*, la Cour a jugé qu'un prépack cession était tout à fait compatible avec l'article 5 § 1 de la directive 2001/23/CE, à condition qu'un tel mécanisme soit encadré légalement⁷⁷.

La procédure du prépack cession se déroule en deux phases : la phase amiable et la phase judiciaire.

Phase amiable

Lors de cette phase entièrement confidentielle, il s'agit de trouver rapidement un repreneur pour les activités de l'entreprise et de négocier la reprise de manière à maximiser les profits pour les créanciers (objectif de « *going concern* ») et à préserver autant d'emplois que possible. Ces deux conditions sont celles que la Cour de justice a établies pour reconnaître la légalité de cette « forme de préparation préalable à une faillite ».⁷⁸

Le législateur tient compte de la jurisprudence de la Cour de justice, en particulier l'arrêt *Smallsteps*⁷⁹ qui critiquait ce mécanisme en raison d'un manque de contrôle de la procédure par le tribunal.⁸⁰ Dans cette affaire, la cession était en réalité organisée et contrôlée par le même curateur et juge délégué, soulevant ainsi des questions quant à l'indépendance et au contrôle effectif de la procédure.⁸¹ Désormais, le législateur impose que ces opérations soient soumises à la désignation d'un curateur potentiel⁸² chargé de représenter les intérêts de la masse des créanciers du débiteur ainsi qu'à la nomination d'un juge-commissaire qui sera chargé de le surveiller.⁸³ Ainsi, l'introduction du prépack cession en droit belge vise principalement à protéger les droits des créanciers et des travailleurs contre les cessions abusives effectuées en dehors de tout contrôle judiciaire.⁸⁴

Phase judiciaire

Le tribunal désignera alors un praticien de la liquidation qui effectuera la mise en œuvre du transfert suite au prononcé de la faillite.

⁷⁶ C.J.U.E. (3^e ch.), arrêt *Federatie Nederlandse Vakbeweging c. Heiploeg Seafood International BV et Heitrans International BV*, 28 avril 2022, C-237/20, EU:C:2022:321, pp. 15-16.

⁷⁷ C.J.U.E. (3^e ch.), arrêt *Federatie Nederlandse Vakbeweging c. Heiploeg Seafood International BV et Heitrans International BV*, 28 avril 2022, C-237/20, EU:C:2022:321, point 55.

⁷⁸ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, p. 81.

⁷⁹ C.J.U.E. (3^e ch.), arrêt *Federatie Nederlandse Vakvereniging e.a. c. Smallsteps BV*, 22 juin 2017, C-126/16, EU:C:2017:489.

⁸⁰ R. AYDOGDU, L'impact de l'arrêt *Smallsteps* sur le droit belge de l'insolvabilité : « one giant leap for mankind » ? in A. ZENNER (dir.), *Le droit de l'insolvabilité : analyse panoramique de la réforme*, Limal, Anthemis, 2018, p. 425. ; C.J.U.E. (3^e ch.), arrêt *Federatie Nederlandse Vakvereniging e.a. c. Smallsteps BV*, 22 juin 2017, C-126/16, EU:C:2017:489, points 53 à 55.

⁸¹ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 41.

⁸² Praticiens de la liquidation.

⁸³ Nouvel article XX.97/3 CDE.

⁸⁴ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, pp. 80-81.

Codification d'une pratique existante ?

En pratique, une forme de prépack cession était déjà utilisée depuis 2010 par le recours à la fonction du médiateur et à la PRJ par transfert.⁸⁵ L'entreprise en difficulté désignait un médiateur d'entreprise, après avoir déjà effectué des recherches pour un candidat repreneur. Le médiateur avait ensuite pour mission de préparer la cession d'entreprise, avant de nommer un mandataire de justice (XX.85) qui avait pour rôle d'effectuer la mise en œuvre de la cession, lors d'une phase judiciaire (PRJ par transfert sous autorité judiciaire).

3.2.2. La procédure de réorganisation judiciaire.

En matière de PRJ, la loi du 7 juin 2023 a apporté de nombreuses modifications. Le présent exposé a pour objectif de mettre en évidence les multiples changements apportés par ladite loi à la PRJ, sans prétendre à une présentation exhaustive.

3.2.2.1. Rappel théorique.

Comme mentionné précédemment, la PRJ est un mécanisme offert aux entreprises confrontées à une menace pesant sur la continuité de leurs activités. Dans ce contexte, c'est le débiteur lui-même qui doit introduire une demande de PRJ auprès du tribunal de l'entreprise. Dès le dépôt de la requête en PRJ, l'entreprise bénéficie d'une protection qui l'empêche d'être déclarée en faillite ou dissoute judiciairement.⁸⁶ Si la demande est considérée comme fondée, le tribunal accorde un sursis à l'entreprise en difficulté. Ce délai de sursis octroyé à l'entreprise doit être utilisé de manière efficace et proactive dans le but d'atteindre l'objectif de sa réorganisation. L'entreprise doit prendre toutes les mesures nécessaires pour se restructurer, que ce soit par le biais d'une négociation d'un accord amiable avec quelques créanciers ou d'un accord collectif, ou encore par le transfert sous autorité de justice de tout ou partie de ses activités. Lors de ce sursis, sous réserves d'exceptions, aucune mesure d'exécution ne peut être prise à l'encontre de l'entreprise.⁸⁷ Cela permet un environnement propice pour mettre en œuvre les actions prévues visant à préserver la continuité de l'entreprise en difficulté.⁸⁸

3.2.2.2. Évolution de 2009 à 2021.

Depuis sa naissance lors de la promulgation de la loi du 31 décembre 2009 relative à la continuité des entreprises, la PRJ a fait l'objet de nombreuses modifications, essentiellement axées sur deux éléments⁸⁹.

Initialement, les conditions d'octroi de la PRJ étaient conçues de manière souple afin de faciliter l'accès à cette procédure et d'offrir une opportunité de redressement aux entreprises en difficulté suite à la crise financière de 2008-2009.

Cependant, cette approche plus flexible, souvent qualifiée « d'approche portail »⁹⁰, a parfois été détournée et mal exploitée par certaines entreprises. Ces abus ont suscité des critiques quant à

⁸⁵ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 130.

⁸⁶ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 108.

⁸⁷ Art. XX.44, §1er, CDE.

⁸⁸ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, pp. 93-94.

⁸⁹ N. OUCHINSKY, « Actualités de la procédure de réorganisation judiciaire », in F. GEORGE et F. GEORGES (dir.), *Varia en droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2022, p. 46.

⁹⁰ C. ALTER et Z. PLETINCKX, *Insolvabilité des entreprises – dépistage, mesures préventives et procédures de réorganisation judiciaire*, R.P.D.B., Bruxelles, Larcier, 2019, p. 137.

l'efficacité du système et ont remis en question l'intégrité du processus de la PRJ. En réalité, certaines entreprises utilisaient ce mécanisme pour éviter le remboursement de leurs dettes et bénéficier d'avantages fiscaux liés au statut d'entreprise en PRJ.

Dans le but de prévenir les requêtes dilatoires et abusives, les conditions d'octroi de la PRJ ont été renforcées afin de s'assurer que seules les entreprises en difficulté puissent bénéficier de ce mécanisme. Toutefois, en raison de l'impact du Covid-19 sur l'économie, il a été nécessaire de réexaminer ces conditions. Par conséquent, la loi temporaire du 21 mars 2021 a été promulguée pour assouplir à nouveau les conditions d'octroi de la PRJ, dans le but de faciliter l'accès à cette procédure pour les entreprises affectées par la crise.⁹¹ La sanction d'irrecevabilité de la requête en PRJ en cas de pièces manquantes au dossier a notamment été abolie par l'article 7, al 1, 1° de la loi temporaire du 21 mars 2021.⁹² Cela peut donc potentiellement entraîner une augmentation des abus en la matière. « En effet, les dossiers où des abus sont constatés concernent dans l'immense majorité des cas des débiteurs dont les difficultés sont tellement importantes qu'une réorganisation est quasi impossible. En outre, l'afflux de dossiers voués à l'échec risque de braquer nombre de créanciers, qui ne feront plus la différence entre les débiteurs condamnés et ceux qui, au contraire, ont une chance sérieuse de se redresser. »⁹³

Ensuite, les modalités concernant l'affectation des créanciers dans le cadre de la PRJ ont également été modifiées au cours des dernières années. Ces modifications ont particulièrement renforcé la protection des créanciers publics et des créanciers sursitaires extraordinaires.

3.2.2.3. Dispositions communes.

Afin d'accéder à la PRJ, quelle que soit sa forme, une seule condition de fond doit être remplie : la continuité de l'entreprise doit être menacée à court ou moyen terme.⁹⁴ En d'autres termes, le requérant doit démontrer une probabilité d'insolvabilité. Ce test de solvabilité revêt une importance capitale afin de mener à la réussite d'une PRJ. À cet égard, les professionnels du chiffre, avocats et praticiens de la réorganisation doivent collaborer étroitement afin d'évaluer la situation de l'entreprise en difficulté. Cette mesure vise à séparer le bon grain de l'ivraie : en limitant son accès aux seules entreprises viables, la PRJ permet un assainissement du marché économique en éliminant les entreprises dites « fantômes » ou « zombies »⁹⁵.

L'évaluation de la santé financière de l'entreprise par le tribunal risque d'être superficielle si les documents essentiels⁹⁶ à l'évaluation peuvent être déposés, deux jours avant l'audience.

⁹¹ N. OUCHINSKY, « Actualités de la procédure de réorganisation judiciaire », in F. GEORGE et F. GEORGES (dir.), *Varia en droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2022, p. 46 ; J-N. BASTENIERE, La transposition en droit belge de la directive « insolvabilité » : tout vient à point à qui sait attendre, *In memoriam Dominique Jossart et Renaud de Briey*, Anthemis, 2022, pp. 373-374.

⁹² Modification de l'article XX.41, §3/1 CDE.

⁹³ N. OUCHINSKY et W. DAVID, « Premier commentaire de la réforme du droit de l'insolvabilité du 21 mars 2021 », *R.P.S.-T.R.V.*, 2021/4, p. 416.

⁹⁴ Nouvel article XX.45, §1er, CDE.

⁹⁵ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 167-170.

⁹⁶ Tels que les derniers comptes annuels publiés, le bilan et le compte de résultat de moins de trois mois. Voy. Loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 26 mars 2021, art. 7.

Dans la loi du 7 juin 2023, le législateur réduit le délai dont bénéficie le débiteur en PRJ de six à quatre mois.⁹⁷ Cette modification pourrait constituer un obstacle à la réorganisation du débiteur, en particulier lorsqu'il s'agit de négociations prolongées, notamment dans le cas d'un transfert sous autorité de justice ou lorsque de nombreux créanciers sont impliqués.⁹⁸

Toutefois, bien qu'une prorogation de sursis reste envisageable, le législateur a renforcé les conditions permettant d'en bénéficier. Le juge doit désormais prendre en compte les intérêts des parties concernées. Selon le nouvel article XX.59 §2 CDE, « le jugement qui proroge le sursis précise les circonstances justifiant la durée de la prorogation qu'il détermine et indique les raisons pour lesquelles une telle prorogation ne porte pas une atteinte excessive aux intérêts des parties affectées. Peuvent notamment être considérées comme de telles circonstances la taille de l'entreprise, la complexité de l'affaire, l'importance de l'emploi qui peut être sauvegardé ou la nécessité de délais supplémentaires pour favoriser les négociations. » Jusqu'à présent, en cas de circonstances exceptionnelles, la prolongation du sursis pouvait atteindre jusqu'à 18 mois. Désormais, la durée totale de sursis est réduite à 12 mois.

Comme précédemment mentionné, lors du sursis de la PRJ, toutes les mesures d'exécution forcée de la part des créanciers sursitaires sont suspendues. Si une saisie est en cours, le tribunal peut exiger sa mainlevée.⁹⁹

S'inspirant du considérant n°36 de la directive, le législateur belge a inséré une mesure dans la loi du 7 juin 2013 qui limite ce principe de suspension. Ainsi, le nouvel article XX.59/1 CDE est rédigé comme suit : « Un créancier manifestement lésé par le sursis de ses moyens d'exécution ou un créancier dont la continuité est manifestement menacée par ce sursis, peut demander au tribunal de lever, en ce qui le concerne, les effets du sursis visé à l'article XX.50, alinéa 1^{er}. Le tribunal n'accède à une telle demande que dans la mesure où cette exclusion ne met pas en péril la continuité de tout ou partie des actifs et activités du débiteur. (...)»

En résumé, si un créancier de l'entreprise est confronté à des difficultés et que le paiement de sa créance est crucial pour assurer la continuité de son activité, il pourra entreprendre des mesures d'exécution malgré le sursis accordé à l'entreprise en PRJ.¹⁰⁰

Par ailleurs, une nouvelle possibilité a été introduite pour mettre fin de manière anticipée à la PRJ par accord collectif ou par transfert sous autorité judiciaire. Ceci est envisageable lorsque la suspension générale des mesures d'exécution à l'encontre des créanciers sursitaires n'atteint plus l'objectif de soutenir les négociations relatives au plan de réorganisation.¹⁰¹

⁹⁷ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008, art. 63.

⁹⁸ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 109.

⁹⁹ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 110.

¹⁰⁰ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 110.

¹⁰¹ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008, art. 86.

3.2.2.4. PRJ - accord amiable.

Contrairement à l'accord amiable extrajudiciaire, l'accord amiable dans le cadre d'une PRJ, c'est à dire en période de sursis, présente l'avantage qu'aucune pression ne peut être exercée à l'égard du débiteur, les mesures d'exécution ne pouvant être mises en œuvre. Cependant, il convient de souligner un inconvénient majeur associé à la PRJ : la publication de l'ouverture de la PRJ au Moniteur belge. Cette publication rend publique la situation financière délicate de l'entreprise, ce qui peut avoir des conséquences dommageables sur sa réputation et ses relations commerciales.

Dans le projet de loi, l'accord amiable dans le cadre d'une PRJ conserve essentiellement le même régime, à une exception près : le nouvel article XX.64 du CDE autorise la conclusion d'un tel accord avec un seul créancier.

En outre, le débiteur a la possibilité de bénéficier de l'assistance d'un praticien de l'insolvabilité pour faciliter les négociations et la conclusion d'un accord amiable.¹⁰²

3.2.2.5. PRJ - accord collectif.

La loi du 7 juin 2023 opère une distinction entre deux types de PRJ par accord collectif, l'une destinée aux PME et l'autre destinée aux grandes entreprises. La différence principale entre ces deux types de PRJ par accord collectif réside dans l'obligation imposée aux grandes entreprises de catégoriser leurs créanciers en différentes classes, regroupant les créanciers ayant des intérêts similaires, en vue de voter sur le plan de réorganisation (tant dans le cadre de réorganisations judiciaires publiques que privées)¹⁰³ (cf. *supra*).

Il est important de souligner que la directive ne préconise pas une refonte complète du droit de l'insolvabilité au niveau national.¹⁰⁴ Au contraire, comme énoncé en son douzième considérant, elle vise à poser un cadre de règles matérielles minimales pour les procédures de restructuration préventive ainsi que pour les procédures ouvrant la voie à une remise de dettes pour les entrepreneurs. S'agissant d'une directive, une grande marge de manœuvre est laissée au législateur national pour sa transposition. Ainsi, la directive laisse la possibilité aux États membres de conserver toutes autres procédures de restructuration préventive qu'ils jugeraient opportunes, à condition qu'au moins une procédure conforme à la directive soit présente.

Dans ce contexte, la directive permet de maintenir le système préventif actuellement en place pour les PME. Cela découle du considérant n°45 de la directive qui stipule que : « Les États membres devraient être en mesure de prévoir que les débiteurs qui sont des PME peuvent, du fait de leur structure de capital relativement simple, être exemptés de l'obligation de répartir les parties affectées en classes distinctes (...)».

Néanmoins, la directive accorde aux États membres la liberté de décider d'appliquer ou non le nouveau système de classes aux PME, si tel est leur choix.¹⁰⁵ Afin de répondre aux besoins spécifiques des PME en matière d'insolvabilité, il est essentiel de favoriser le recours aux accords extrajudiciaires ou aux PRJ de droit commun.

¹⁰² C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 114-115.

¹⁰³ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 116.

¹⁰⁴ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, pp. 45-46.

¹⁰⁵ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 81.

Ainsi, tel que stipulé au nouvel article XX.83/1 alinéa 3 du CDE, la loi du 7 juin 2023 instaure un système dualiste pour les PME : le système de répartition en classes n'est pas imposé aux PME mais elles ont la possibilité de se conformer à un tel système, principalement conçu pour les grandes entreprises.¹⁰⁶

Dans les développements ultérieurs, les deux types de PRJ par accord collectif sont analysés successivement.

A. PRJ par accord collectif destinée aux PME

La loi du 7 juin 2023 maintient la PRJ par accord collectif tel qu'elle existait pour les PME et l'intègre dans un nouveau chapitre 2 au titre VI du livre XX du CDE, comprenant les nouveaux articles XX.66/1 à XX.83. Il s'agit avant tout de donner aux PME un accès simplifié à la PRJ.

La PRJ par accord collectif est un mécanisme qui, lors du sursis, impose au débiteur d'élaborer un plan de réorganisation soumis au vote de ses créanciers.

Selon le nouvel article XX.49/2 du CDE, il est désormais possible de demander l'intervention d'un praticien de la réorganisation pour assister l'entreprise dans la négociation et la rédaction du plan de restructuration. La décision de désigner un tel acteur est publiée au Moniteur belge et est susceptible d'appel dans les 8 jours.

Actuellement, le plan contient deux parties distinctes : une partie descriptive détaillant l'état des lieux, et une partie prescriptive exposant les solutions pour redresser l'entreprise et désintéresser les créanciers sursitaires.¹⁰⁷ Le projet de loi ne fait cependant plus explicitement la distinction entre les deux parties.¹⁰⁸ Néanmoins, afin de structurer les propos de manière plus cohérente, il est fait référence à la distinction entre ces deux parties dans les développements suivants.

Partie descriptive

L'article 8 de la directive de restructuration établit la nécessité d'accroître la transparence lors de l'élaboration du plan de réorganisation, en y incluant davantage de mentions, afin que les créanciers puissent voter en connaissance de cause. Cette exigence s'applique à la fois aux PME et aux grandes entreprises.¹⁰⁹ Le nouvel article XX.70/1 du projet de loi reprend, pour la PRJ par accord amiable destinée aux PME, presque intégralement l'article 8.¹¹⁰ Les nouveaux éléments à inclure dans le plan de réorganisation pour les PME sont notamment les suivants :

- une liste de l'actif et du passif du débiteur au moment de la présentation du plan de réorganisation¹¹¹ ;
- les éventuels nouveaux financements anticipés dans le cadre du plan de réorganisation et les raisons justifiant la nécessité de ces nouveaux financements pour la mise en œuvre du plan¹¹² ;
- l'exposé des motifs détaillant les raisons pour lesquelles le plan de réorganisation offre des perspectives raisonnables pour éviter la faillite ou la liquidation de l'entreprise et garantir sa viabilité.¹¹³

¹⁰⁶ Y. BRULARD et Y. ALSTEENS, *op. cit.*, p. 20.

¹⁰⁷ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 116-117.

¹⁰⁸ P. THIRY *et al.*, *Sûretés et procédures d'insolvabilité : le nerf de la guerre*, Limal, Anthemis, 2022, p. 140.

¹⁰⁹ Nouvel article XX.83/4 CDE.

¹¹⁰ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, pp. 117-120.

¹¹¹ Nouvel article XX.70/1 §2, 2° CDE.

¹¹² Art. XX.70/1 §2 6°e) CDE.

¹¹³ Art. XX.70/1 §2 7° CDE.

L'inclusion de ce dernier élément peut compliquer l'élaboration d'un plan de réorganisation pour le débiteur. Toutefois, le nouvel article XX.72 du CDE offre une solution en permettant l'établissement d'une liste de créanciers « dont les créances sont d'un montant nominalement minime et dont l'inclusion dans le plan en tant que créanciers concernés constituerait une charge administrative et financière injustifiable ». Cette disposition faciliterait les négociations relatives à certains plans de réorganisation en permettant d'exclure ces créanciers sursitaires de faible montant. Cela offre une certaine flexibilité et allège les contraintes liées à la prise en compte de créanciers dont les montants sont négligeables. Cependant, le débiteur sera tenu de payer immédiatement ces créanciers exclus du plan de réorganisation, ce qui peut poser des difficultés en cas d'illiquidité, c.à.d. lorsque le débiteur n'a pas suffisamment de liquidités pour honorer ses obligations à court terme. Par conséquent, bien que le nouvel article XX.72 CDE offre une certaine souplesse, il peut toujours y avoir des défis financiers à relever pour s'acquitter de ces obligations envers les créanciers exclus du plan de réorganisation.¹¹⁴

Partie prescriptive

La partie prescriptive du plan comprend les mesures visant à désintéresser les créanciers sursitaires du débiteur. Dans le cadre d'une PRJ par accord collectif applicable aux PME, il est possible d'appliquer un traitement différencié entre les créanciers sursitaires. Les modalités de règlement du passif sursitaire énoncées à l'article XX.72 al 1 CDE¹¹⁵ ne sont toutefois pas reprises explicitement dans le projet de loi.¹¹⁶

Néanmoins, le débiteur doit respecter les principes fondamentaux d'ordre public, tels que le principe d'égalité et de non-discrimination¹¹⁷ et prendre en considération le droit des créanciers sursitaires extraordinaires. Concernant ces derniers, il est désormais clarifié que les titulaires de suretés réelles sont considérés comme détenteurs de créances sursitaires extraordinaires¹¹⁸, mettant ainsi fin à la controverse concernant l'inclusion des créanciers privilégiés spéciaux parmi les créanciers sursitaires extraordinaires. Il est évident que ce qui est considéré comme « extraordinaire » est la partie de la créance effectivement garantie, conformément au nouvel article 75/2 §2 du CDE.

Dépôt du plan

Conformément à l'article XX.77 CDE, le débiteur est actuellement tenu de déposer le plan de réorganisation et la liste des créanciers dans le registre au moins vingt jours avant l'audience où le vote des créanciers se déroulera. Cependant, la directive introduit des modifications à cet égard. Pour toutes les PRJ par accord collectif mises en place après l'entrée en vigueur de la loi du 7 juin 2023, les éventuels administrateurs provisoires ou praticiens de la réorganisation auront également la possibilité de déposer le plan, en sus du débiteur.¹¹⁹

¹¹⁴ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 119.

¹¹⁵ Tel que les délais de paiement, abattements de créances, conversions de créances en actions.

¹¹⁶ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 123.

¹¹⁷ Const., art. 10 et 11.

¹¹⁸ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001, p. 13.

¹¹⁹ Nouveaux articles XX.77 §1^{er} CDE pour le système applicable aux PME et XX.83/11 §1^{er} CDE pour le système applicable aux grandes entreprises.

Dorénavant, le dépôt du plan de réorganisation par le débiteur sera soumis au contrôle préalable du juge-délégué, dont la mission consistera à vérifier le respect des conditions formelles requises.¹²⁰

Cette nouvelle mission pourrait remettre en question l'utilité du rapport que le juge-délégué est tenu de fournir vis-à-vis du plan de réorganisation au tribunal. De plus, cela pourrait augmenter la probabilité que le juge-délégué soit tenu responsable en cas de refus d'homologation du plan pour non-respect des exigences formelles, tel que prévu par le nouvel article XX.79 §4 CDE.¹²¹

Homologation

Une fois le plan de réorganisation déposé, le tribunal est amené à statuer sur l'homologation de celui-ci. Outre la vérification des conditions légales et procédurales, ainsi que la conformité à l'ordre public, le tribunal doit également tenir compte des intérêts des créanciers. Le tribunal a la possibilité de refuser l'homologation si le plan de réorganisation porte une « atteinte déraisonnable aux droits et intérêts des créanciers. »¹²²

B. PRJ par accord collectif destinée aux grandes entreprises

La répartition des créanciers en classes

Actuellement, le livre XX du CDE ne prévoit pas de différenciation entre les différentes classes de créanciers lors d'une PRJ par accord collectif. Cependant, il prévoit la possibilité de le faire. Comme précédemment mentionné, la loi du 7 juin 2023 introduit un nouveau système visant à établir des classes de créanciers pour la PRJ par accord collectif destinée aux grandes entreprises. Le nouveau chapitre 3 du titre V/I dans le livre XX du CDE est dédié à cette nouvelle procédure et comprend les nouveaux articles XX.83/1 à XX.83/21.¹²³

Le projet de loi introduit de nouvelles définitions qui seront utilisées pour former le système de classes applicable aux grandes entreprises.¹²⁴ Parmi ces définitions figurent les notions de « parties affectées »¹²⁵, « détenteurs de capital »¹²⁶, « nouveau financement ».¹²⁷

¹²⁰ Nouvel article XX.77 §3 CDE.

¹²¹ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 126-127.

¹²² Nouvel article XX.79 §4 CDE.

¹²³ Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008, art. 120.

¹²⁴ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 80.

¹²⁵ Définie au nouvel article I.23. 16°/1 CDE comme : « les créanciers ou les classes de créanciers et les détenteurs de capital, dont les créances ou les intérêts, respectivement, sont directement affectés par un plan de réorganisation. »

¹²⁶ Définie au nouvel article I.23. 16°/2 CDE comme : « une personne détenant une participation dans le patrimoine d'une personne morale, y compris un actionnaire, dans la mesure où cette personne n'est pas un créancier. »

¹²⁷ Définie au nouvel article I.23. 21°/1 CDE comme : « tout nouveau concours financier fourni par un créancier existant ou un nouveau créancier ou un détenteur de capital pour mettre en œuvre un plan de réorganisation et qui est inclus dans ce plan. »

La notion de répartition en classes, comme stipulée dans le considérant 44 de la directive 2019/1023, se réfère au regroupement des parties affectées dans le but d'adopter un plan de restructuration qui reflète leurs droits ainsi que le rang de leurs créances et intérêts.

Conformément à l'article 9 §4 de la directive, les créanciers garantis et non garantis doivent être répartis au minimum en deux classes distinctes. Le nouvel article XX.83/9 CDE, qui consacre la répartition des créanciers en classes, est rédigé comme suit :

« Les créanciers et détenteurs de capital sont regroupés dans des classes distinctes si les droits qu'ils pourraient recevoir en cas de liquidation du patrimoine du débiteur ou qu'ils recevraient sur la base de l'accord diffèrent à un point tel en ce qui concerne leur nature, leur qualité ou leur valeur qu'il ne peut être question de position comparable.

En toute hypothèse, les créanciers sursitaires extraordinaires et les créanciers sursitaires ordinaires font partie d'une classe distincte.

Les créanciers sursitaires extraordinaires ne sont inclus dans une classe de tels créanciers qu'à concurrence de la partie de leur créance pour laquelle un droit de priorité s'applique.

Afin de déterminer dans le cadre de la constitution des classes, la partie de la créance pour laquelle un droit de priorité s'applique, il convient d'estimer la valeur qu'aurait obtenue ce créancier en vertu de son rang de priorité légale qui lui serait conféré par la sureté réelle dans l'hypothèse d'une faillite ou d'une liquidation judiciaire.

Ces créanciers sont inclus pour le reliquat de leur créance dans la une (*sic*) classe des créanciers sursitaires ordinaires. »

Tout comme dans la PRJ par accord collectif applicable aux PME, le nouvel article XX.83/6 du CDE instaure la notion de « classe de commodité ». Cette classe regroupe des créanciers qui peuvent être exclus des opérations de vote par le débiteur lors d'une PRJ. Le débiteur est tenu de justifier cette exclusion en agissant dans l'intérêt général de tous les créanciers. Cette exclusion peut s'appliquer aux créances « dont le montant est nominaleminime et dont l'inclusion dans le plan en tant que créanciers concernés constituerait une charge administrative et financière injustifiable ». Elle peut également concerner des créanciers stratégiques, tels que les fournisseurs d'énergie, sans lesquels l'entreprise ne pourrait continuer ses activités.¹²⁸ Si une classe de créanciers est isolée et exclue du plan, indépendamment de leur rang de priorité, les créanciers concernés doivent être remboursés intégralement.¹²⁹

L'objectif de cette répartition en classes distinctes est d'assurer une équité dans le traitement des droits similaires et de permettre l'adoption d'un plan de restructuration sans causer de préjudice injuste aux parties affectées.

Fonctionnement du vote par classe

Dans le cadre de la PRJ par accord collectif actuelle, les créanciers participent à un vote collectif au sein d'une seule classe, en se conformant à la règle de la majorité basée à la fois sur le nombre de créanciers et le montant de leurs créances.¹³⁰ Il convient de noter que des dispositions protectrices existent pour les créanciers publics et les détenteurs de suretés réelles.

¹²⁸ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 177.

¹²⁹ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, pp. 83-84.

¹³⁰ Actuel article XX.78, alinéa 2 CDE.

Avec l'introduction du système de classes de créanciers, le calcul de la double majorité sera désormais basé sur le nombre de créanciers ayant participé au vote plutôt que sur le quorum. Ainsi, pour que le plan soit approuvé, il sera nécessaire d'obtenir une majorité de créanciers dans chaque classe, représentant au moins la moitié des créances en principal *et* en intérêts (nous soulignons).¹³¹ Les modalités du vote par majorité dans chaque classe sont reprises par le nouvel article XX.83/14 §1^{er} du CDE.

Homologation

Dans le système de classes, le juge joue un rôle plus important en vérifiant les décisions prises au sein de chaque classe. Cela vise à réduire le risque d'oppression de la minorité par la majorité. Le juge examine le plan de réorganisation et s'assure de son équité et de la protection des intérêts de toutes les parties prenantes, y compris les créanciers minoritaires. L'objectif de ce renforcement du contrôle judiciaire dans le système de classes est de mieux protéger les droits des créanciers et de prévenir toute utilisation abusive du pouvoir par la majorité. Cela contribue à instaurer une plus grande équité au sein des PRJ par accord collectif.¹³²

Une fois que le vote par classe a eu lieu, il incombe au tribunal d'homologuer le plan en vérifiant, conformément au nouvel article XX.83/17 CDE, qu'il ne viole pas l'ordre public et respecte les conditions énoncées au nouvel article XX.83/14 §1^{er} du CDE, notamment :

- La répartition en classes a été établie correctement, et si les créanciers et détenteurs de capital partageant une communauté d'intérêts suffisante au sein d'une même classe bénéficient d'un traitement égal et proportionnel à leur créance. (2°)
- Le dépôt du plan a été dûment effectué dans le registre prévu à cet effet. (3°)
- En présence de créanciers dissidents, le plan de réorganisation satisfait au critère du meilleur intérêt des créanciers ; il est satisfait à ce critère si aucun des créanciers dissidents n'est manifestement lésé par rapport à une situation au cours de laquelle une procédure normale de faillite aurait été suivie. (4°)

Pour respecter cette dernière condition, le tribunal devra évaluer la valeur des actifs de l'entreprise dans l'hypothèse d'une liquidation et considérer le sort des créanciers dissidents lors de la répartition des fonds obtenus en échange de ces actifs. La mise en pratique de cette évaluation peut être complexe, car le sort des créanciers détenant une sûreté réelle dépendra de la situation au moment de la clôture de la liquidation, étant donné que les créanciers privilégiés bénéficient d'un traitement préférentiel.¹³³

En outre, à la requête de tout tiers intéressé, le tribunal peut refuser l'homologation du plan si celui-ci ne démontre pas la viabilité de l'entreprise ou n'offre pas de perspectives réalistes pour éviter sa liquidation ou sa faillite.¹³⁴ Cette condition est applicable tant aux PME qu'aux grandes entreprises.

Dans le contexte économique actuel difficile, marqué par une inflation persistante, la mise en œuvre effective du plan de réorganisation pourrait se révéler ardue, étant donné que le débiteur devra démontrer sa solvabilité sur une période de cinq années.¹³⁵ Toutefois, si le plan est minutieusement

¹³¹ P. THIRY *et al.*, *Sûretés et procédures d'insolvabilité : le nerf de la guerre*, Limal, Anthemis, 2022, pp. 142-143.

¹³² C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, pp. 84-86.

¹³³ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 132.

¹³⁴ Art. XX.83/17 §2 CDE pour les grandes entreprises et Art. XX.79, §4, al 3 CDE pour les PME.

¹³⁵ C. ALTER *et al.*, *ibidem*, p. 130.

élaboré, comprenant des éléments chiffrés et fournissant des informations pertinentes relatives aux aspects économiques, organisationnels et financiers de la restructuration projetée, tout en prenant en compte divers scénarios fondés sur plusieurs paramètres définis¹³⁶, il y a de forte chance que le plan de réorganisation soit homologué.

Application forcée interclasse

L'application forcée interclasse est un mécanisme visant à résoudre les situations où un plan de restructuration ne reçoit pas le soutien de toutes les classes de créanciers. En vertu du nouvel article XX.83/18 CDE, le tribunal pourra imposer l'homologation du plan malgré l'opposition d'une ou plusieurs classes de créanciers¹³⁷, sous certaines conditions :

- Critère du meilleur intérêt des créanciers

Conformément au considérant 52 de la directive, il s'agit de comparer la situation des créanciers dissidents avec celle qu'ils auraient eu en cas de liquidation. Si les créanciers avaient obtenu un meilleur résultat dans le second cas, le plan ne peut, en principe, être homologué.

- Règle de la priorité absolue

Conformément au considérant 55 de la directive, il est essentiel de s'assurer que les créanciers dissidents soient intégralement désintéressés avant les créanciers de rang inférieur¹³⁸ bénéficiant d'un intéressement dans le cadre du plan de restructuration. Le tribunal doit donc examiner, en vertu du nouvel article XX.83/17 3° du CDE, que le plan de réorganisation « ne déroge pas, au détriment de l'une des classes dissidentes, au rang légal ou conventionnel qui existerait dans le cadre d'une liquidation, à moins qu'il n'existe des motifs raisonnables pour le faire et que les créanciers ou détenteurs de capital précités ne soient pas de ce fait manifestement lésés. » La règle de la priorité absolue garantit donc qu'une classe dissidente obtient sa part équitable dans le cadre de la réorganisation. Une dérogation à la règle est toutefois prévue, en démontrant des motifs raisonnables.

L'objectif de l'application forcée interclasse est d'éviter que l'opposition d'une minorité de créanciers ne bloque la mise en œuvre d'un plan de restructuration établi dans l'intérêt général des parties prenantes.¹³⁹ En surmontant les obstacles potentiels causés par des créanciers dissidents, l'application forcée interclasse permet d'assurer une mise en œuvre plus efficace du plan de restructuration.

Système dualiste pour les PME

Le système dualiste proposé aux PME leur accorde la possibilité de choisir entre deux options pour la PRJ par accord collectif : soit elles optent pour la PRJ par accord collectif de droit commun, soit pour celle spécifiquement destinée aux grandes entreprises. Lors du dépôt de la requête en ouverture de la PRJ, chaque PME doit explicitement indiquer son choix quant à la procédure qu'elle souhaite suivre.¹⁴⁰

¹³⁶ Y. BRULARD, « Les juges doivent-ils avoir peur de leur nouveau rôle dans la loi transposant la directive restructuration ? », *In Foro*, 2022/3, n°76, p. 11.

¹³⁷ Nommés créanciers dissidents dans la Directive (UE) 2019/1023.

¹³⁸ Dans l'hypothèse d'une situation de concours.

¹³⁹ Considérant n°47 de la Directive (UE) 2019/1023.

¹⁴⁰ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 107.

Il existe plusieurs raisons qui pourraient inciter une PME à adhérer à un système de classes. Tout d'abord, l'implication des détenteurs de capital dans les opérations de vote du plan de restructuration permettrait d'assurer une représentation plus complète des intérêts des parties prenantes.¹⁴¹ Les PME filiales de grands groupes pourraient ainsi aisément se libérer de l'influence exercée par leur groupe en impliquant leur actionnariat¹⁴². De même, l'introduction du système de classes pourrait faciliter la mise en œuvre efficace du plan de restructuration, même en présence de créanciers dissidents tels que le SPF Finance, qui auparavant pouvait empêcher une majorité de créanciers d'approuver le plan.¹⁴³ Cependant, il existe plusieurs raisons pour lesquelles les PME pourraient choisir de ne pas opter pour un tel système. En réalité, les PME ont généralement une structure plus simple avec des ressources financières et administratives limitées. La mise en place d'un système de classes des créanciers pourrait entraîner des coûts et une complexité disproportionnés par rapport aux besoins spécifiques des PME. De plus, la mise en œuvre d'un tel système pourrait engendrer des délais supplémentaires et une charge administrative plus importante, ce qui pourrait ne pas être adapté aux impératifs de rapidité et de flexibilité auxquels les PME sont confrontées.

3.2.3. Vers un droit européen harmonisé de l'insolvabilité ?

Les disparités existantes entre les États membres concernant les procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes créent des inégalités dans les conditions d'accès au crédit ainsi que dans les taux de recouvrement au sein des États membres¹⁴⁴, faisant ainsi obstacle au bon fonctionnement du marché intérieur.¹⁴⁵ Dans cette optique, les objectifs de la directive européenne 2019/1023 et les mesures proposées visent à renforcer l'harmonisation des droits des États membres en matière de droit des entreprises en difficulté dans une approche pro-créancier. Pour ce faire, la directive établit des « normes minimales de droit matériel »¹⁴⁶ régissant les procédures de réorganisation afin de rendre la reconnaissance transfrontalière des dites procédures plus facile « ainsi que la reconnaissance et l'exécution des jugements. »¹⁴⁷

¹⁴¹ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 82.

¹⁴² Y. BRULARD, « Les juges doivent-ils avoir peur de leur nouveau rôle dans la loi transposant la directive restructuration ? », *In Foro*, 2022/3, n°76, p. 14.

¹⁴³ C. ALTER *et al.*, *op. cit.*, p. 176. ; Y. BRULARD, *ibidem*, p. 14.

¹⁴⁴ Considérant 8 de la Directive (UE) 2019/1023.

¹⁴⁵ J-N. BASTENIERE, La transposition en droit belge de la directive « insolvabilité » : tout vient à point à qui sait attendre, *In memoriam Dominique Jossart et Renaud de Briey*, Anthemis, 2022, p. 376.

¹⁴⁶ A. ZENNER, « La directive du 20 juin 2019 sur la restructuration préventive, la remise de dettes et les déchéances et l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes », *D.A.O.R.*, 2021/2, n°138, p. 27.

¹⁴⁷ A. ZENNER, *ibidem*, p. 27.

CONCLUSION

Cette étude vise, dans un premier temps, à analyser l'impact de la pandémie sur la santé financière des entreprises belges. Trois facteurs intrinsèques aux entreprises ont été utilisés afin d'évaluer la santé financière, à savoir la performance, la liquidité et la solvabilité des entreprises. L'échantillon de recherche comprend un total de 77.625 observations entreprise-année, couvrant une période allant de 2016 à 2019 et 2020, englobant ainsi 15.525 PME et associations belges. À partir de ces données, des analyses de régressions linéaires ont été mises en œuvre pour évaluer la corrélation potentielle entre les facteurs intrinsèques à l'entreprise et la crise du Covid-19. Cette recherche contribue à la littérature en fournissant des analyses quantitatives concernant les effets de la pandémie sur les caractéristiques financières des entités.

Contrairement à l'hypothèse initiale, la crise n'a pas eu d'effet néfaste sur la liquidité générale des entreprises. Au contraire, les données ont révélé une tendance à une augmentation du niveau de liquidité pendant la pandémie, attribuable essentiellement aux mesures de soutien gouvernementales.

Concernant la performance opérationnelle des entreprises, les résultats ont démontré que la crise n'a pas entraîné une détérioration du rendement des actifs. Au contraire, les entreprises ont manifesté un rendement des actifs supérieur pendant la période pandémique.

De plus, la crise a eu un effet positif sur la solvabilité des entreprises, principalement grâce aux aides sociales et fiscales qui ont renforcé leur stabilité financière. Les entreprises bénéficiant d'une meilleure liquidité, d'un rendement des actifs élevé et d'une plus grande taille ont généralement présenté un taux de solvabilité supérieur.

La reprise économique observée lors de certaines phases de la crise a également joué un rôle crucial, atténuant les effets négatifs sur la santé financière des entreprises belges. En outre, les enseignements tirés des mesures prises lors du premier confinement ont été bénéfiques et ont probablement contribué à renforcer la résilience financière des entreprises.

Les découvertes de cette étude offrent des éclairages pour les décideurs politiques et les acteurs du secteur privé, leur permettant de mieux appréhender les défis auxquels ont fait face les PME et associations belges pendant cette période complexe. Ces résultats pourraient servir de guide pour l'élaboration de stratégies éclairées visant à soutenir la résilience financière de ces entités à l'avenir.

Malgré la solidité statistique des résultats de l'analyse, il convient de noter certaines limitations. L'incidence de la pandémie de coronavirus sur la santé financière des entreprises peut être influencée par des facteurs autres que ceux étudiés. Cette étude s'est focalisée exclusivement sur l'impact de la crise du Covid-19, sans prendre en compte d'autres variables potentiellement pertinentes, tels que le fonds de roulement, le ratio d'endettement ou encore le capital par exemple. Pour obtenir une perspective plus holistique, il serait bénéfique d'inclure également d'autres déterminants économiques, sociaux et politiques susceptibles d'influencer la santé financière des entreprises belges.

De plus, la portée de cette analyse quantitative est restreinte aux données financières provenant des comptes abrégés des petites et moyennes entreprises (PME) ainsi que des associations belges. Néanmoins, une approche plus approfondie pourrait être envisagée en prenant en considération les comptes complets des entités. L'utilisation des comptes complets pourrait fournir des informations plus détaillées sur la situation financière des entreprises étudiées, permettant ainsi une meilleure compréhension des impacts de la crise et des dynamiques économiques sous-jacentes.

Les conclusions tirées de cette étude quantitative sont basées sur l'analyse de données financières recueillies pour l'année 2020, considérée comme une période de crise en raison des perturbations économiques majeures induites par la pandémie. Les données sont également issues de la période

s'étendant de 2016 à 2019, caractérisée par l'absence d'événements économiques majeurs. L'émergence du Covid-19 est survenue à la fin de l'année 2019. Par conséquent, certaines entreprises belges auraient pu être affectées par la crise avant la période officielle de 2020, ce qui pourrait introduire un biais potentiel dans l'analyse.

Dans le cadre de recherches futures, il serait pertinent d'étendre la période d'analyse sur une durée plus longue afin de mieux comprendre l'évolution des indicateurs financiers au fil du temps, en tenant compte des différentes vagues de confinement et de déconfinement. Une approche temporelle plus détaillée permettrait d'identifier d'éventuelles variations significatives en corrélation avec les mesures sanitaires mises en place.

De plus, une analyse sectorielle pourrait être entreprise. Bien que les secteurs aient été pris en compte dans cette étude, l'utilisation de régressions linéaires spécifiques à chaque domaine d'activité offrirait une meilleure compréhension des conséquences de la pandémie sur chaque secteur économique. Effectivement, les effets de la crise peuvent varier considérablement d'un secteur à l'autre, en fonction de leur nature, de leur dépendance aux interactions physiques, de leur exposition aux chaînes d'approvisionnement mondiales, etc. En combinant ces approches temporelles et sectorielles, il serait possible de développer une vision plus complète des impacts du Covid-19 sur les entreprises belges. Ces résultats pourraient servir de base solide pour orienter les politiques économiques face aux crises successives, en mettant l'accent sur les secteurs les plus vulnérables et en adaptant les stratégies en fonction de l'évolution de la situation sanitaire.

Enfin, cette étude a principalement porté sur les aspects financiers des entreprises. Cependant, une analyse complémentaire intégrant des aspects non financiers tels que les innovations organisationnelles, les changements dans les modèles d'affaires, l'adaptation aux nouvelles normes de travail et la résilience organisationnelle serait nécessaire pour obtenir une compréhension globale des répercussions de la pandémie sur les entreprises. Ceci permettrait de mieux appréhender la capacité d'adaptation et la compétitivité des entreprises face aux crises futures, et d'identifier les bonnes pratiques qui pourraient être généralisées pour favoriser leur résilience.

Eu égard au contexte économique actuel, marqué par une série de crises successives telles que la pandémie de Covid-19, les problématiques énergétiques et le conflit en Ukraine, il peut paraître inévitable pour les entreprises belges de se restructurer. La loi du 7 juin 2023, transposant la directive 2019/1023 en droit belge et prenant effet le 1^{er} septembre 2023, vise expressément à fournir aux entreprises viables les outils nécessaires pour se restructurer. Il s'agit d'une modernisation significative du droit de l'insolvabilité : la procédure de réorganisation judiciaire a été profondément réformée. La directive de restructuration met en avant des aspects importants : la prévention et la détection des difficultés financières. Dans ce cadre, deux nouvelles procédures de *pré-insolvency*, entièrement confidentielles, sont créées pour instaurer des mécanismes préventifs conformes aux objectifs de la directive européenne 2019/1023 : la procédure de réorganisation privée (introduite par la loi temporaire du 21 mars 2021) et la préparation privée d'une faillite. Leur objectif commun est de maintenir la valeur de l'entreprise en « *going concern* » et de prendre en compte les intérêts des parties affectées. Dans ce contexte, la chambre des entreprises en difficulté joue un rôle accru, favorisant ainsi l'efficacité et l'équité des accords amiables ou collectifs.

Par ailleurs, une nouvelle procédure de réorganisation judiciaire par accord collectif est introduite, principalement destinée aux grandes entreprises, bien que les PME puissent également y adhérer. Cette procédure vise à établir une répartition en classes de créanciers, en incluant les détenteurs de capital, afin de prendre en compte les intérêts de chaque partie (« *best interest* ») et d'assurer une meilleure équité dans le traitement des droits similaires. Un contrôle judiciaire renforcé est prévu pour empêcher qu'une majorité n'opprime une minorité de créanciers. De plus, la possibilité d'une application forcée interclasse par le juge est introduite pour prévenir les abus minoritaires et assurer l'efficacité du plan de réorganisation dans l'intérêt de l'ensemble des créanciers. Cette possibilité est soumise au respect de la règle de la priorité absolue, qui garantit que chaque partie reçoit sa part

équitable dans la valeur de réorganisation. Ainsi, la valorisation de l'entreprise occupe une place centrale dans le droit de l'insolvabilité. Plutôt que de confronter les créanciers au débiteur, cette nouvelle procédure encourage les parties à rechercher un équilibre entre leurs intérêts respectifs qui sera délimité par deux valeurs essentielles : la valeur de liquidation et la valeur de réorganisation.

Un nouvel acteur, le praticien de la réorganisation, a été instauré, se substituant au rôle précédemment dévolu au médiateur d'entreprise. La médiation restera une partie intégrante de ses missions, tant dans un cadre extrajudiciaire que dans un stade ultérieur.

Les conditions d'octroi de toutes les procédures de réorganisation judiciaire ont été assouplies, ce qui pourrait potentiellement accroître le risque d'abus. Toutefois, seules les entreprises viables pourront accéder à ces procédures. À cet égard, le tribunal joue un rôle essentiel suite à l'instauration du test de viabilité. Des questions peuvent être soulevées, notamment quant à la place d'un juge, « expert du droit » dans l'évaluation économique de la santé financière des entreprises. Est-il suffisamment compétent ? Devra-t-il se faire assister par d'autres professionnels ?

Accès simplifié certes, mais il est tout de même nécessaire de s'entourer de professionnels compétents pour la restructuration. Ainsi, les entreprises doivent disposer d'un niveau de trésorerie suffisant pour faire face aux coûts associés à la restructuration.

La loi du 7 juin 2023 consacre également les acquis jurisprudentiels de la Cour de justice en matière de transfert d'entreprises. Désormais, la procédure de transfert d'entreprises sous autorité judiciaire est envisagée comme un moyen de rendre la liquidation d'une entreprise en difficulté plus efficace, plutôt que comme une mesure de sauvegarde de l'entreprise en tant que telle.

Malgré les efforts visant à améliorer l'efficacité des procédures et à prendre en compte les intérêts en présence, certaines nuances pourraient entraver l'efficacité des outils de restructuration mis à disposition des entreprises, notamment en ce qui concerne la réduction du sursis accordé au débiteur en PRJ, la possibilité de suspension individuelle du sursis, et le calcul complexe de la valeur liquidative des actifs. De plus, l'efficacité des procédures de réorganisation repose en grande partie sur la coopération des créanciers, qui sont encouragés à trouver un terrain d'entente pour restructurer l'entreprise plutôt que de chercher un remboursement immédiat de leur créance.

Enfin, il est important de souligner que la partie juridique de ce travail n'a pas abordé le régime de remise de dettes ni la législation relative à la faillite, qui ont également fait l'objet de modifications en lien avec la directive et la loi du 7 juin 2023. Des recherches ultérieures seront nécessaires afin d'appréhender pleinement lesdites modifications intervenues dans ces domaines spécifiques.

Dans l'ensemble, la loi du 7 juin 2023 offre de nouvelles opportunités pour les entreprises belges en difficulté et vise à les soutenir dans un contexte économique complexe. Son impact réel et ses conséquences pratiques restent à observer, mais elle représente une avancée significative vers des mécanismes de restructuration plus efficaces et équitables.

BIBLIOGRAPHIE

LEGISLATION

Législation européenne

Directive (CE) 2001/23 du Conseil du 12 mars 2001 concernant le rapprochement des législations des États membres relatives au maintien des droits des travailleurs en cas de transfert d'entreprises, d'établissements ou de parties d'entreprises ou d'établissements, art. 3 à 5, *J.O.C.E.*, L82/16, 22 mars 2001.

Directive (UE) 2019/1023 du Parlement et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes et modifiant la directive (UE) 2017/1132 (directive sur la restructuration et l'insolvabilité), *J.O.U.E.*, L172, 26 juin 2019.

Législation nationale

Const., art. 10 et 11.

Loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises, *M.B.*, 9 février 2009.

Loi du 20 décembre 2020 portant des dispositions diverses temporaires et structurelles en matière de justice dans le cadre de la lutte contre la propagation du coronavirus COVID-19, *M.B.*, 24 décembre 2020.

Loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 26 mars 2021.

Loi du 7 juin 2023 transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité (1), *M.B.*, 7 juillet 2023.

Arrêté royal n°15 du 24 avril 2020 relatif au sursis temporaire en faveur des entreprises des mesures d'exécution et autres mesures pendant la durée de la crise du COVID-19, *M.B.*, 24 avril 2020.

Arrêté royal du 24 juin 2021 portant prolongation des articles 2, 4 à 12 de la loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 29 juin 2021.

Arrêté royal du 12 juillet 2022 portant prolongation des articles 2, 4 à 12 de la loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 15 juillet 2022.

Arrêté royal du 20 mars 2023 portant prolongation des articles 2, 4 à 12 de la loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992, *M.B.*, 31 mars 2023.

Arrêté du Gouvernement wallon du 4 février 2021 modifiant l'arrêté du Gouvernement wallon du 22 septembre 2016 portant exécution du décret du 28 avril 2016 relatif au Prêt Coup de Pouce, *M.B.*, 15 septembre 2021.

Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008.

Documents parlementaires

Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/001.

Projet de loi transposant la directive (UE) 2019/1023 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 et portant des dispositions diverses en matière d'insolvabilité, rapport, *Doc.*, Ch., 2022-2023, n°55-3231/008.

Proposition de loi modifiant le livre XX du Code de droit économique, amendements, *Doc.*, Ch., 2020-2021, n°1337/004, p. 10.

JURISPRUDENCE

C.J.U.E. (3^e ch.), arrêt *Christa Plessers c. Prefaco NV*, 16 mai 2019, C-509/17, EU:C:2019:424.

C.J.U.E. (3^e ch.) arrêt *Federatie Nederlandse Vakbeweging c. Heiploeg Seafood International BV et Heitrans International BV*, 28 avril 2022, C-237/20, EU:C:2022:321.

C.J.U.E. (3^e ch.) arrêt *Federatie Nederlandse Vakvereniging e.a. c. Smallsteps BV*, 22 juin 2017, C-126/16, EU:C:2017:489.

DOCTRINE

ALTER, C., BRULARD, Y., BUY, J., CORNIL, P-E., DIDIER, I., GASON, R., HENRY, C., HUVELLE, E., F. JAULT-SESEKE, F., LEBEAU, J-P., MARECHAL, A., MARINX, M., PHILIPPOT, D., REMON, C., SPIETTE, G., *La nouvelle loi sur l'insolvabilité et les PME. Impacts et solutions pour l'entreprise et ses acteurs*, Limal, Anthémis, 2023.

ALTER, C. et PLETINCKX, Z., « Insolvabilité des entreprises – dépistage, mesures préventives et procédures de réorganisation judiciaire », *R.P.D.B.*, Bruxelles, Larcier, 2019.

ALTER, C. et PLETINCKX, Z., « La loi du 21 mars 2021 modifiant le livre XX du Code de droit économique et le Code des impôts sur les revenus 1992 », *J.T.*, 2021/20.

AYDOGDU, R. L'impact de l'arrêt Smallsteps sur le droit belge de l'insolvabilité : « one giant leap for mankind » ?. in ZENNER, A (dir.), *Le droit de l'insolvabilité : analyse panoramique de la réforme*, Limal, Anthemis, 2018, p. 425.

BASTENIERE, J-N., La transposition en droit belge de la directive « insolvabilité » : tout vient à point à qui sait attendre, *In memoriam Dominique Jossart et Renaud de Briey*, Anthemis, 2022, p. 376.

BRULARD, Y., « Les juges doivent-ils avoir peur de leur nouveau rôle dans la loi transposant la directive restructuration ? », *In Foro*, 2022/3, n°76.

BRULARD, Y., « Pré-Insolvency », *In Foro*, 2020/3, n°68.

BRULARD, Y. et ALSTEENS, Y., *Prépack & Préinsolvency à la lueur du livre XX, de la loi du 21 mars 2021 et de la directive restructuration – approche nationale, européenne et internationale*, 1 éd., Limal, Anthémis, 2021.

DELVAUX, G. et PROCUREUR, N., « Rôle actif et missions confiées au professionnel du chiffre externe dans la procédure de réorganisation judiciaire », in ZENNER, A (dir.), *Le droit de l'insolvabilité : Analyse panoramique de la réforme*, Limal, Anthemis, 2018, pp. 116-119.

GREGOIRE, M., « Chapitre IV – La réorganisation judiciaire », *Procédures collectives d'insolvabilité*, Bruylant, 2012, pp. 149-225.

OUCHINSKY, N. et DAVID, W., « Premier commentaire de la réforme du droit de l'insolvabilité du 21 mars 2021 », *R.P.S.-T.R.V.*, 2021/4

OUCHINSKY, N., « Actualités de la procédure de réorganisation judiciaire », in GEORGE, F. et GEORGES, F. (dir.), *Varia en droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2022, pp. 45-131.

OUCHINSKY, N., « Analyse du rôle des praticiens de la réorganisation et des praticiens de l'insolvabilité dans l'intérêt d'une entreprise en difficulté et de ses stakeholders », *R.E.D.I.*, 2023, p. 4.

THIRY, P., TOUSSAINT, A., STANDAERT, C., VANHOVE, E., BOILEAU, J., HUBIN, J-B., HUBIN, J., OUCHINSKY, N., GEORGE, F., *Sûretés et procédures d'insolvabilité : le nerf de la guerre*, Limal, Anthemis, 2022, p. 140.

ZENNER, A., « La directive du 20 juin 2019 sur la restructuration préventive, la remise de dettes et les déchéances et l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes », *D.A.O.R.*, 2021/2, n°138, pp. 25-55.

ZENNER, A., « *Traité du droit de l'insolvabilité* », Limal, Anthemis, 2019, p. 43.

SOURCES INTERNET

- Banque nationale de Belgique. (2021). *Tableau de bord des indicateurs économiques «COVID-19»*.
- Banque nationale de Belgique. (2021). *Enquêtes de l'ERMG*.
- Banque nationale de Belgique. (2021, Février 16). Consulté le Novembre 21, 2022, sur <https://www.nbb.be/fr/articles/les-independants-et-les-plus-petites-entreprises-sont-ceux-qui-continuent-de-souffrir-le>
- Bastiaens, N., Santin, J., Rasschaert, S., & Oosterlinck, J. (2022, Juillet 6). *Mesures de soutien aux entreprises face au Covid-19*. Consulté le Novembre 9, 2022, sur [https://www.bdo.be/fr-be/actualites/2022/mesures-de-soutien-aux-entreprises-face-au-covid-19-\(update\)](https://www.bdo.be/fr-be/actualites/2022/mesures-de-soutien-aux-entreprises-face-au-covid-19-(update))
- Brunnermeier, M., & Krishnamurthy, A. (2020, November). The Macroeconomics of Corporate Debt. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 656–665. Consulté le November 17, 2022, sur <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa015>
- Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., & G Subrahmanyam, M. (2020, November). The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-Level Evidence from Italy. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), pp. 534-568.
- Cherrafi, A., Chiarini, A., Belhadi, A., El Baz, J., & Chaouni Benabdellah, A. (2022). Digital technologies and circular economy practices: vital enablers to support sustainable and resilient supply chain management in the post-COVID-19 era. *The TQM Journal*, 34(7), 179-202.
- Coppens, B., Minne, G., Piton, C., & Warisse, C. (2021, September). The Belgian economy in the wake of the COVID-19 shock. *NBB Economic Review*, pp. 131-157.
- Cour des comptes. (2021, Novembre 17). Mesures de soutien aux entreprises et aux particuliers dans le cadre de la crise de la covid-19 – Mesures de soutien de la Région wallonne. Consulté le Novembre 28, 2022, sur <https://www.ccrek.be/FR/Publications/Fiche.html?id=A7D12763-F3E5-413E-9ADE-53F2A0455053>
- Dautovic, E., Ponte Marques, A., Reghezza, A., Rodriguez d’Acari, C., Vila Martín, D., & Wildmann, N. (2021, Juin 13). *Evaluating the benefits of euro area dividend distribution recommendations on lending and provisioning*. Consulté le Mars 9, 2023, sur European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202106_2~90dc75f42d.en.html
- De Croo, A. (2022, Janvier 14). *Le gouvernement fédéral prolonge les mesures de soutien*. Consulté le Novembre 16, 2022, sur <https://www.premier.be/fr/le-gouvernement-federal-prolonge-les-mesures-de-soutien>
- Dejean, G. (s.d.). *L'impact du COVID-19 sur les chaînes d'approvisionnement*. Consulté le Novembre 24, 2022, sur Western Union Business: <https://business.westernunion.com/fr-be/ressources/livres-blancs/l-impact-du-covid-19-sur-les-cha%C3%AEnes-d-approvisionnement>
- Dhyne, E., & Duprez, C. (2021, September). *Belgian firms and the COVID-19 crisis*. Consulté le November 18, 2022, sur <https://www.nbb.be/en/articles/belgian-firms-and-covid-19-crisis>

- European Central Bank. (2023, Mars 07). *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*. Consulté le Mars 9, 2023, sur European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>
- Febelfin. (2021, Février 8). *Troisième Charte report de paiement crédits aux entreprises*. Consulté le Novembre 16, 2022, sur <https://www.febelfin.be/fr/article/troisieme-charte-report-de-paiement-credits-aux-entreprises>
- Frimousse, S., & Peretti, J.-M. (2021, Juillet). Regards croisés: Quel style de management dans l'organisation post-Covid ? *Question(s) de management 2021/4 (n° 34)*, pp. 97-171.
- Gurrea-Martínez, A. (2022). *The future of insolvency law in a post-pandemic world*. Consulté le Octobre 20, 2022, sur <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/iir.1468>
- Heyer, E., & Timbeau, X. (2020, Juin 5). Évaluation de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement sur l'économie mondiale en avril 2020. *OFCE Policy Brief*, 69, pp. 1-24.
- IGRETEC. (2021, Août 26). *Mesure fiscale - Nouveau prêt Coup de pouce dès le 1er janvier 2021*. Consulté le Février 7, 2023, sur Guide des aides publiques: <https://www.guideaidespubliques.be/aides/financement/mesure-fiscale-pret-coup-de-pouce/>
- International Monetary Fund. (2021, June 30). Policy responses to Covid-19. *Policy Tracker*.
- Keszei, N. (2021, Novembre 10). *Fin du moratoire, l'ONSS cite à nouveau en faillite*. Consulté le Mars 8, 2023, sur L'Echo: <https://www.lecho.be/economie-politique/belgique/general/fin-du-moratoire-l-onss-cite-a-nouveau-en-faillite/10345208.html>
- Leone, A.-J., Minutti-Meza, M., & Wasley, C.-E. (2019). Influential Observations and Inference in Accounting Research. *The Accounting Review*(94(6)), 337-364. Consulté le July 10, 2023, sur <https://doi.org/10.2308/accr-52396>
- Li, L., E Strahan, P., & Zhang, S. (2020, July 6). *Banks as Lenders of First Resort: Evidence from the COVID-19 Crisis*. Consulté le October 5, 2022, sur <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa009>
- Minne, G., & Reusens, P. (2021, Mars). *COVID19 : Impact sur l'activité et les secteurs de l'économie*. Consulté le Octobre 15, 2022, sur https://www.nbb.be/doc/ts/other/webinar100321_GM.pdf
- Modgil, S., Singh, R., & Hannibal, C. (2021). Artificial intelligence for supply chain resilience: learning from Covid-19. *The International Journal of Logistics Management*, 33(4), 1246-1268.
- OCDE. (2022, Mars 29). Financing SMEs and Entrepreneurs 2022 : An OECD Scoreboard. 2-20. Consulté le Novembre 23, 2022, sur <https://doi.org/10.1787/e9073a0f-en>
- Ophèle, R. (2020). Endettement des entreprises françaises et crise de la Covid-19. *Revue d'économie financière 2020/3-4 (N° 139-140)*, pp. 245-254.
- Organisation internationale de la Francophonie. (2020). *Belgique - Impact économique du Covid-19*. Consulté le Octobre 28, 2022, sur <https://www.francophonie.org/belgique-covid19>
- Piette, C., & Tielens, J. (2022, June 20). How Belgian firms fared in the COVID-19 pandemic. *NBB Economic Review*, 2-32. Consulté le October 22, 2022, sur <https://www.nbb.be/en/articles/how-belgian-firms-fared-covid-19-pandemic>

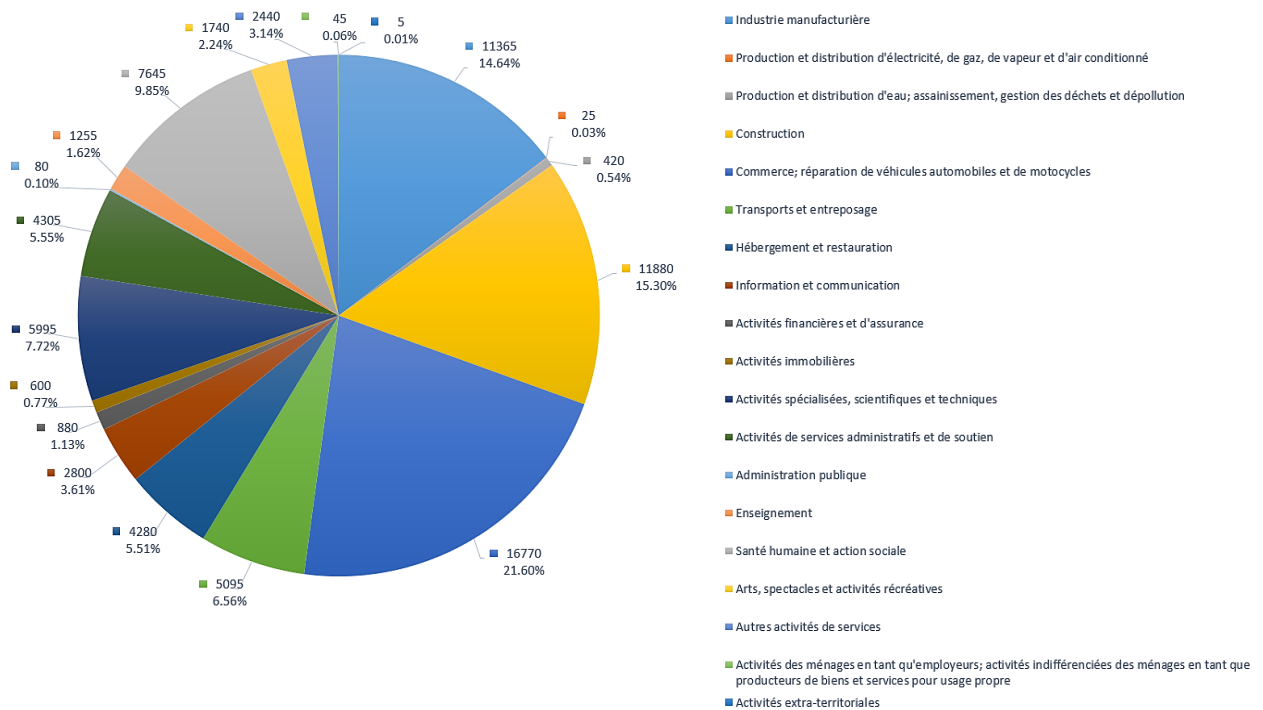
- Ramelli, S., & F Wagner, A. (2020, November). Feverish Stock Price Reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655. Consulté le October 15, 2022, sur <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Samarin, I., & Zachary, M. (2022). Corporate credit conditions during the COVID-19 crisis in Belgium. *NBB Economic Review*.
- Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2020, November). Identifying the Real Effects of Zombie Lending. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 569–592. Consulté le November 17, 2022, sur <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa010>
- Schober, P., Boer, C., & Schwarte, L. A. (2018). Correlation Coefficients: Appropriate Use and Interpretation. *Anesthesia and analgesia*, 126(5), 1763–1768. <https://doi.org/10.1213/ANE.0000000000002864>
- Sciensano. (s.d.). Consulté le Novembre 19, 2022, sur <https://datastudio.google.com/embed/reporting/c14a5cfc-cab7-4812-848c-0369173148ab/page/ZwmOB>
- Service économique de Bruxelles. (2021, Avril 22). *Situation économique et financière de la Belgique - BELGIQUE | Direction générale du Trésor*. Consulté le Octobre 29, 2022, sur <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Pays/BE/situation-economique-et-financiere-de-la-belgique>
- SOGEPA. (s.d.). *Principes et conditions d'interventions pour les entreprises wallonnes dans le cadre de la crise Covid-19*. Consulté le Mars 8, 2023, sur [sogepa: https://www.sogepa.be/assets/8ac46d85-70c8-4b0a-97e5-e8c8bb6a3436/Mesures-SOGEPA-Covid-19.pdf](https://www.sogepa.be/assets/8ac46d85-70c8-4b0a-97e5-e8c8bb6a3436/Mesures-SOGEPA-Covid-19.pdf)
- Sowalfin. (s.d.). *Prêt Loyer Covid*. Consulté le Mars 8, 2023, sur Sowalfin: https://cms.sowalfin.be/wp/wp-content/uploads/2021/04/fiche_Pret_Loyer_Covid.pdf
- Sowalfin SA. (s.d.). Consulté le Mars 8, 2023, sur https://cms.sowalfin.be/wp/wp-content/uploads/2021/03/fiche_Pret_ProPulsion.pdf
- Sowalfin SA. (s.d.). Consulté le Mars 8, 2023, sur https://cms.sowalfin.be/wp/wp-content/uploads/2022/06/fiche_Pret_ProPulsion.pdf
- SPF Economie. (2022, Décembre). Consulté le Juillet 18, 2023, sur <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/pme-et-independants-en/statistiques-relatives-aux-pme>
- SPF Economie. (2022, Février 24). *Impact économique du coronavirus*. Consulté le Octobre 28, 2022, sur <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/coronavirus/impact-economique-du>
- SPF Economie. (2023, Mars 9). Consulté le Avril 1, 2023, sur <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/pme-et-independants-en/definitions-et-sources>
- Statbel. (2020). *Chiffres clés*.

- Statbel. (2021, Mars 29). *Les conséquences de la crise du Covid-19 pour le marché du travail en Belgique en 2020 restent globalement limitées.*
- Statbel. (2022). *Enquête sur les forces de travail (EFT)* .
- Statbel. (2022). *Rapport mensuel sur l'évolution du nombre de faillites et de pertes d'emploi en Belgique.*
- Van den Broele, E. (2021, Janvier 25). *À la fin du moratoire sur les faillites. Observations et mesures.* Consulté le Novembre 9, 2022, sur <https://www.feb.be/globalassets/actiedomeinen/economie--conjunctuur/economie--conjunctuur/aantal-bedrijven-in-de-gevarezone-stijgt-onrustwekkend/white-paper-graydon-feb-fr.pdf>
- Wallonie Entreprendre. (2023, Janvier 9). Consulté le Mars 8, 2023, sur <https://www.wallonie-entreprendre.be/pourquoi-la-sogepa-la-sowalfin-et-la-sriw-deviennent-wallonie-entreprendre/>
- Working group Social impact Corona crisis. (2020, Août 12). *Suivi de l'impact social de la crise COVID-19 en Belgique.* Consulté le Octobre 29, 2022, sur Service Public Fédéral - Sécurité Sociale: <https://socialsecurity.belgium.be/fr/elaboration-de-la-politique-sociale/impact-social-covid-19>

ANNEXES

Graphique 1 : Diagramme circulaire présentant la distribution de l'échantillon total

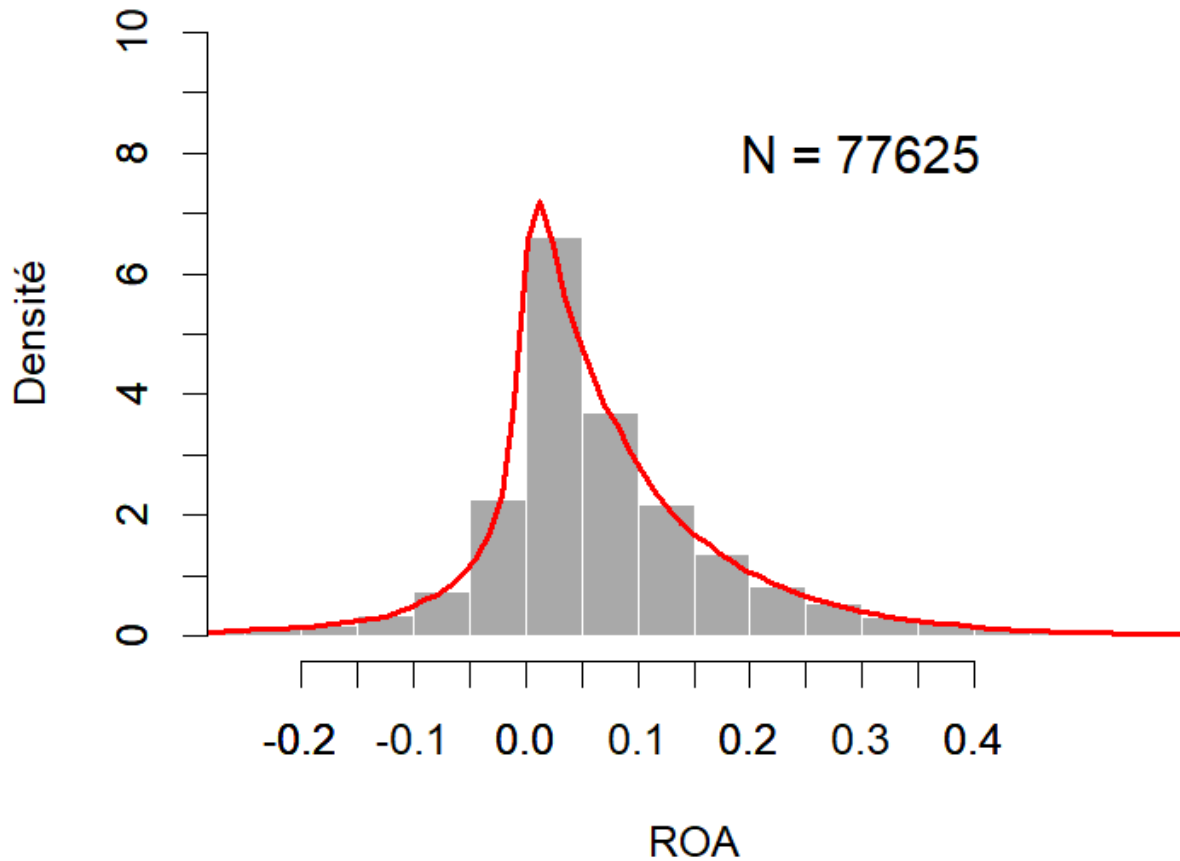
Le Graphique 1 présente la répartition de l'échantillon en fonction des groupes sectoriels à deux chiffres de la NACE (2008), telle que décrite dans le Tableau 2. L'échantillon utilisé pour tester les hypothèses est composé de petites et moyennes entreprises belges ainsi que d'associations. Il couvre la période allant de 2016 à 2019, qui correspond à la période pré-crise, ainsi que l'année 2020, qui correspondant à la période de crise liée à la pandémie du Covid-19. La taille totale de l'échantillon est de 15.525 entités (PME et associations belges), ce qui correspond à un total de 77.625 observations entreprise-année couvrant les années de 2016 à 2020. La première valeur indique le nombre d'observations entreprise-année, tandis que le pourcentage représente la proportion d'entités par secteur industriel par rapport à l'échantillon total.



Source : Travail de l'auteur

Graphique 2 : Distribution de la variable ROA_{it}

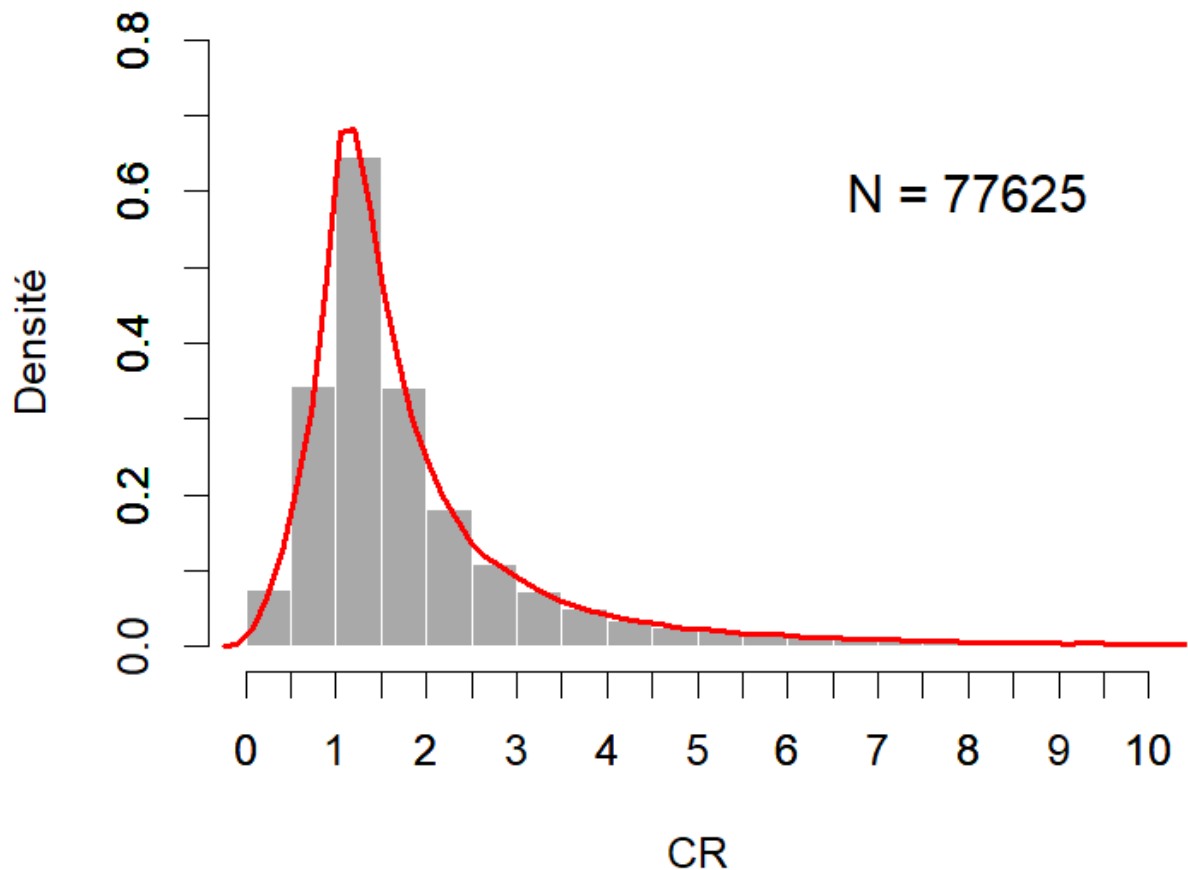
Le Graphique 2 présente la distribution de la variable ROA_{it} accompagnée d'une courbe représentant la distribution de la loi normale. Malgré l'asymétrie de la variable, la courbe suit approximativement une distribution normale, ce qui confère un certain niveau de confiance quant à la validité des hypothèses du modèle de régression linéaire et à la fiabilité des paramètres.



Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Graphique 3 : Distribution de la variable CR_{it}

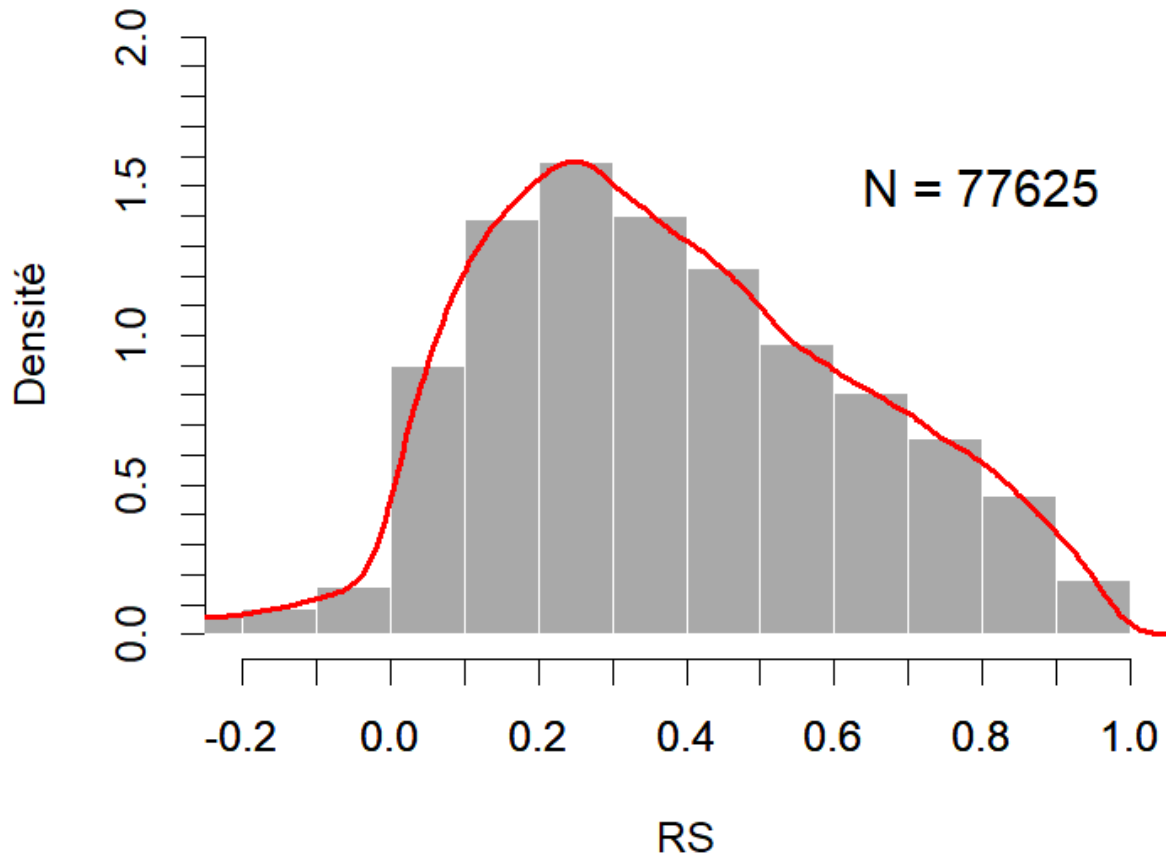
Le Graphique 3 présente la distribution de la variable CR_{it} accompagnée d'une courbe représentant la distribution de la loi normale. Toutes les observations sont positives, le minimum du *current ratio* étant égal à zéro. La courbe suit approximativement une distribution normale, ce qui confère un certain niveau de confiance quant à la validité des hypothèses du modèle de régression linéaire et à la fiabilité des paramètres.



Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Graphique 4 : Distribution de la variable RS_{it}

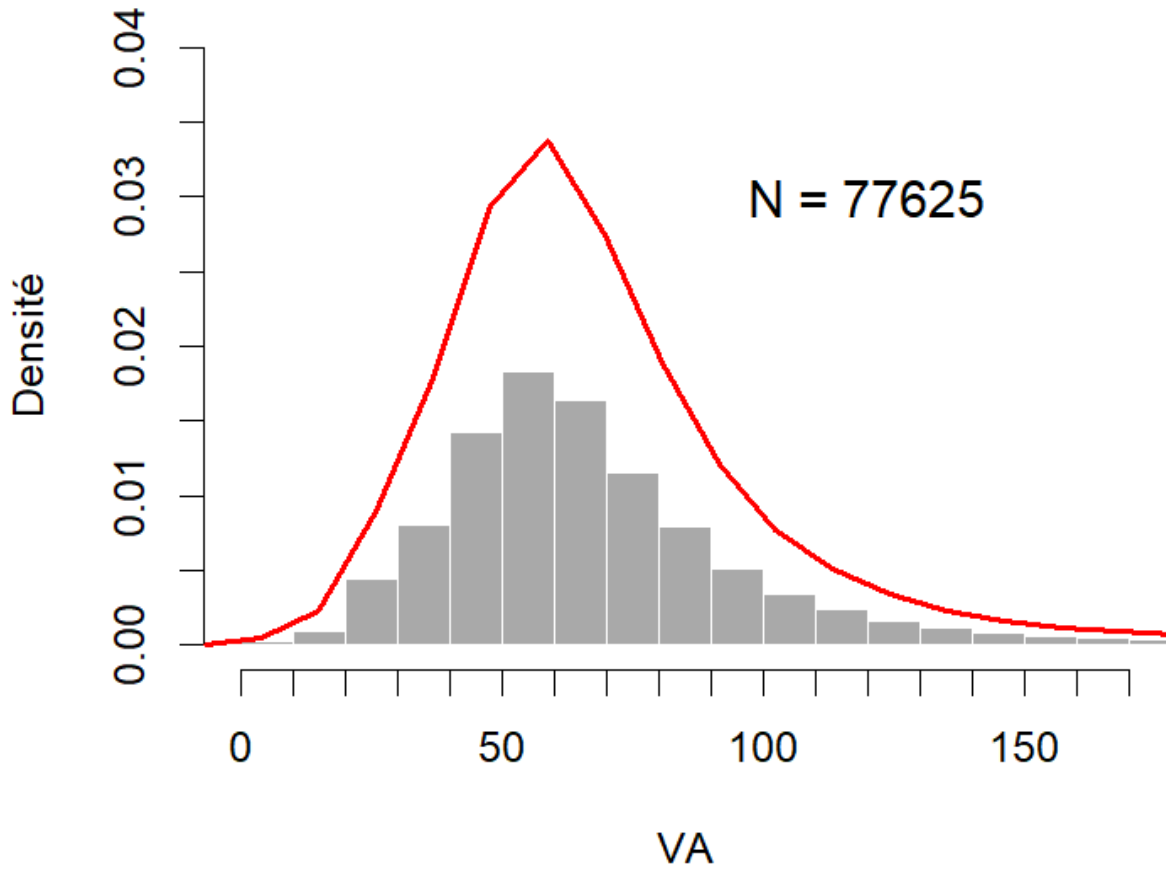
Le Graphique 4 présente la distribution de la variable RS_{it} accompagnée d'une courbe représentant la distribution de la loi normale. Malgré l'asymétrie de la variable, la courbe suit approximativement une distribution normale, ce qui confère un certain niveau de confiance quant à la validité des hypothèses du modèle de régression linéaire et à la fiabilité des paramètres.



Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Graphique 5 : Distribution de la variable VA_{it}

Le Graphique 5 présente la distribution de la variable VA_{it} accompagnée d'une courbe représentant la distribution de la loi normale. Malgré l'asymétrie de la variable, la courbe suit approximativement une distribution normale, ce qui confère un certain niveau de confiance quant à la validité et à la fiabilité du modèle de régression linéaire.

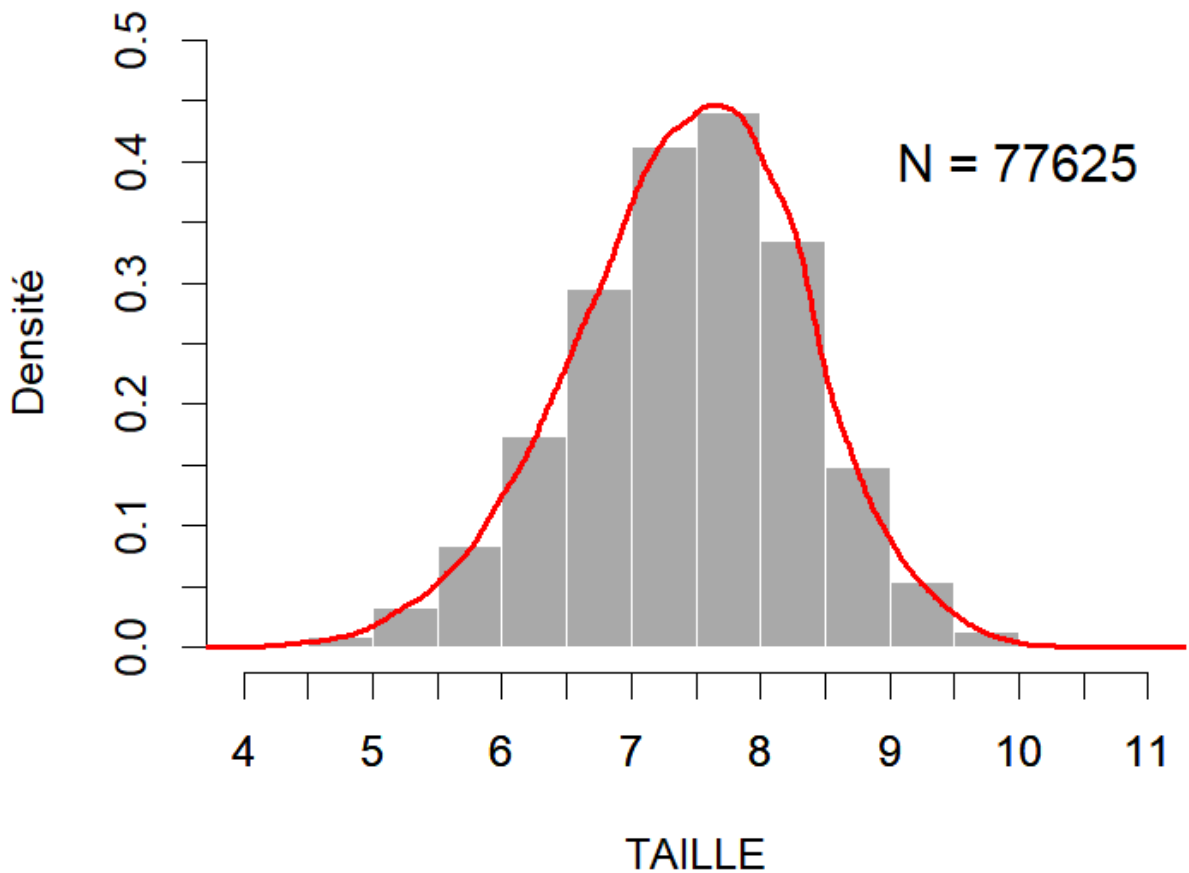


Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Graphique 6 : Distribution de la variable $TAILLE_{it}$

Le Graphique 6 présente la distribution de la variable $TAILLE_{it}$ accompagnée d'une courbe représentant la distribution de la loi normale. La courbe suit approximativement une distribution normale, ce qui confère un certain niveau de confiance quant à la validité et à la fiabilité du modèle de régression linéaire.

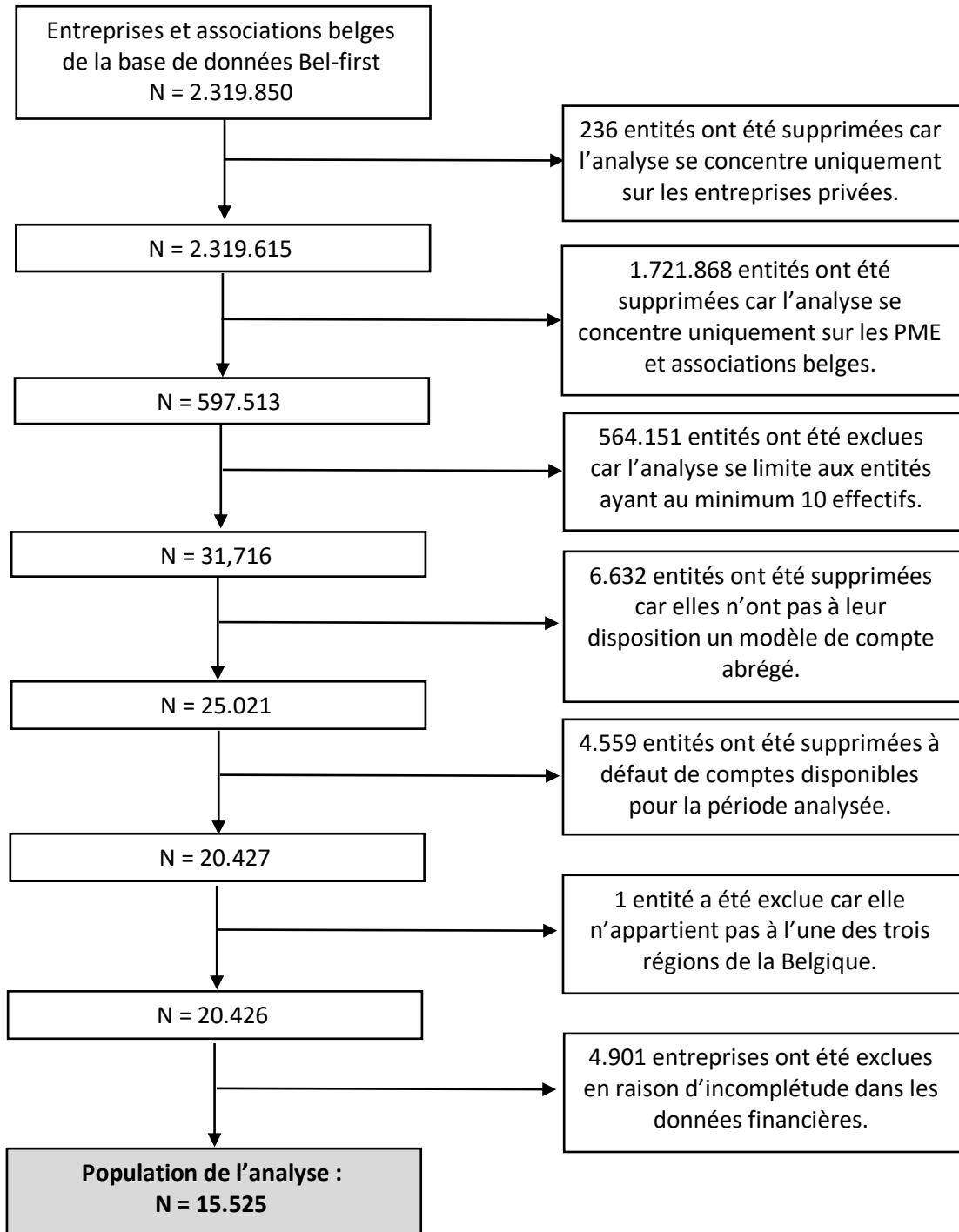
La variable $TAILLE_{it}$ est exprimée par le logarithme naturel de l'actif total. La transformation logarithmique a un effet de stabilisation sur la variance des données. De plus, l'actif total est une mesure agrégée de plusieurs facteurs économiques qui contribuent à la taille de l'entreprise. Lorsqu'ils sont exprimés en logarithme naturel, ils ont tendance à suivre une distribution normale en vertu du théorème central limite, qui stipule que la somme de variables indépendantes tend vers une distribution normale.



Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 1 : Organigramme de la procédure d'échantillonnage et les critères d'exclusion

Le Tableau 1 présente la procédure d'échantillonnage et les critères d'exclusion. L'échantillon se compose exclusivement des petites et moyennes entreprises belges et associations, ayant les données financières disponibles pour les deux périodes examinées, à savoir respectivement les années 2016 à 2019 et l'année 2020, correspondant à la période de crise du Covid-19. La population totale se compose de 15.525 entités, ce qui représente un échantillon de 77.625 observations entreprise-année (2016 à 2020).



Source : Travail de l'auteur, à partir de la base de données Bel-first

Tableau 2 : Description de l'échantillon

Le Tableau 2 illustre la répartition de l'échantillon en fonction des groupes d'industries à deux chiffres de la NACE (2008) pour deux périodes distinctes, c'est-à-dire avant et pendant la pandémie du coronavirus. La population totale comprend 15.525 entités belges, comprenant des petites et moyennes entreprises ainsi que des associations. Au total, 77.625 observations entreprise-année couvrent la période de 2016 à 2019 et 2020. Afin de réduire l'influence des valeurs extrêmes de l'analyse, toutes les variables continues ont été ajustées en utilisant la technique de *winsorization* aux 1^e et 99^e percentiles. Les définitions des variables sont fournies dans le Tableau 3.

Répartition de l'échantillon par secteur et par période

No.	Label (21 secteurs)	# Obs.	% Obs.	# Obs. pré- pandémie (2016-2019)	# Obs. Pandémie (2020)
1	Agriculture, sylviculture et pêche	0	0,00	0	0
2	Industries extractives	0	0,00	0	0
3	Industrie manufacturière	11.365	14,64	9.092	2.273
4	Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	25	0,03	20	5
5	Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution	420	0,54	336	84
6	Construction	11.880	15,30	9.504	2.376
7	Commerce ; réparation de véhicules automobiles et de motocycles	16.770	21,60	13.416	3.354
8	Transports et entreposage	5.095	6,56	4.076	1.019
9	Hébergement et restauration	4.280	5,51	3.424	856
10	Information et communication	2.800	3,61	2.240	560
11	Activités financières et d'assurance	880	1,13	704	176
12	Activités immobilières	600	0,77	480	120
13	Activités spécialisées, scientifiques et techniques	5.995	7,72	4.796	1.199
14	Activités de services administratifs et de soutien	4.305	5,56	3.444	861
15	Administration publique	80	0,10	64	16
16	Enseignement	1.255	1,62	1.004	251
17	Santé humaine et action sociale	7.645	9,86	6.116	1.529
18	Arts, spectacles et activités récréatives	1.740	2,24	1.392	348
19	Autres activités de services	2.440	3,14	1.952	488
20	Activités des ménages en tant qu'employeurs ; activités indifférenciées des ménages en tant que producteurs de biens et services pour usage propre	45	0,06	36	9
21	Activités extraterritoriales	5	0,01	4	1
Total/Total/Total/Total		77.625	100,00	62.100	15.525

Source : travail de l'auteur, à partir de la base de données Bel-first

Tableau 3 : Définitions des variables

Variables dépendantes	Définitions
CR_{it}	<p><i>Current ratio</i> ou ratio de liquidité générale, pour l'entreprise "i" à l'année "t".</p> <p>Numérateur : Stocks et commandes en cours d'exécution créances à un an au plus Placements de trésorerie Valeurs disponibles Comptes de régularisation de l'actif</p> <p>Dénominateur : Dettes à un an au plus Comptes de régularisation du passif</p> <p>Ratio = N/D</p>
ROA_{it}	<p><i>Net return on assets</i> ou taux de rendement net de l'actif investi, pour l'entreprise "i" à l'année "t".</p> <p>Numérateur : résultat net Dénominateur : actif total</p> <p>Ratio = N/D</p>
RS_{it}	<p>Ratio de solvabilité</p> <p>Numérateur : fonds propres Dénominateur : passif total</p> <p>Ratio = N/D</p>
Variable d'intérêt	Définition
$COVID_{it}$	Variable binaire qui est égale à "1" pour l'année dite de crise Covid-19 (2020) et à "0" autrement.
Variables de contrôle	Définitions
VA_{it}	Valeur ajoutée par employé pour l'entreprise "i" à l'année "t", exprimée en euros.
$TAILLE_{it}$	Logarithme naturel de l'actif total pour l'entreprise "i" à l'année "t".

Tableau 4 : Statistiques descriptives

Le Tableau 4 fournit une vue d'ensemble détaillée des statistiques récapitulatives, incluant la taille de l'échantillon, les moyennes, les percentiles et les écarts-types des variables qui servent de base aux analyses. Afin de minimiser l'impact des valeurs extrêmes, toutes les variables continues ont été soumises à une procédure de *winsorization*, au cours de laquelle les valeurs inférieures au 1^e et supérieures au 99^e percentiles ont été remplacées par les valeurs seuil les plus proches. Les définitions des variables sont fournies dans le Tableau 3.

Variable	N	Moyenne	Écart-type	P25	P50	P75
<i>CR</i>	77.625	1,630	0,759	1,060	1,440	2,230
<i>COVID</i>	77.625	0,200	0,400	0,00	0,00	0,00
<i>ROA</i>	77.625	0,057	0,077	0,006	0,045	0,115
<i>RS</i>	77.625	0,374	0,253	0,186	0,349	0,557
<i>VA</i>	77.625	65,871	23,944	49,000	63,000	81,000
<i>TAILLE*</i>	77.625	2.150,919	1.435,556	953,438	1.792,443	3.186,693

** De manière générale, la variable $TAILLE_{it}$ est exprimée par le logarithme naturel de l'actif total de chaque observation. Dans le but d'améliorer l'interprétation des statistiques descriptives, il a été considéré comme approprié de présenter les valeurs de la variable $TAILLE_{it}$ dans leur forme délogarisée, en milliers d'euros.*

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 5 : Matrice de corrélation de Pearson

Ce tableau présente la matrice de corrélation de Pearson pour les variables utilisées dans les modèles de régression linéaire. Afin de minimiser l'impact des valeurs extrêmes, toutes les variables continues ont été soumises à une procédure de *winsorization*, au cours de laquelle les valeurs inférieures au 1^e et supérieures au 99^e percentiles ont été remplacées par les valeurs seuil les plus proches. Les définitions détaillées des variables sont fournies dans le Tableau 3. Les coefficients en gras dans la matrice de corrélation indiquent que les estimations de ces coefficients ont des *p*-valeurs inférieures ou égales à 5%, ce qui indique un niveau élevé de significativité statistique.

	Variable	1	2	3	4	5	6
1	<i>CR</i>	1,000					
2	<i>COVID</i>	0,034	1,000				
3	<i>ROA</i>	0,195	0,008	1,000			
4	<i>RS</i>	0,799	0,030	0,220	1,000		
5	<i>VA</i>	0,123	-0,023	0,422	0,135	1,000	
6	<i>TAILLE</i>	0,108	0,055	-0,006	0,144	0,480	1,000

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 6 : Modèle 1a

Le Tableau 6 présente les résultats de l'analyse visant à évaluer l'impact de la crise du Covid-19 (2020) sur la liquidité générale des entreprises. La variable dépendante, notée CR_{it} , mesure la position de liquidité de l'entreprise "i" à un moment donné "t". La variable $COVID_{it}$ est une variable binaire qui prend la valeur "1" durant la période de crise (2020) et "0" autrement. Les statistiques T pour les erreurs robustes sont inscrites entre parenthèses et sont ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité. De plus, les variables continues sont ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

Var. Dep. =	CR
<i>(Constante)</i>	0,9265 *** (4,579)
<i>COVID</i>	0,0222 *** (5,458)
<i>ROA</i>	0,1385 *** (5,540)
<i>RS</i>	2,3702 *** (347,040)
<i>VA</i>	0,0003 *** (3,537)
<i>TAILLE</i>	-0,0236 *** (-10,035)
Observations	77.625
R ² ajusté	0,6478
Secteur <i>dummies</i>	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 7 : Modèle 1b

Le Tableau 7 présente les résultats de l'analyse visant à évaluer l'impact de la crise du Covid-19 (2020) sur la performance opérationnelle des entreprises. La variable dépendante, ROA_{it} , mesure la performance opérationnelle de l'entreprise "i" à un moment donné "t". La variable $COVID_{it}$ est une variable binaire qui prend la valeur "1" durant la période de crise (2020) et "0" autrement. Les statistiques T pour les erreurs robustes sont inscrites entre parenthèses et sont ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité. De plus, les variables continues sont ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

Var. Dep. =	ROA
<i>(Constante)</i>	0,0244 (0,841)
<i>COVID</i>	0,0059 *** (10,197)
<i>CR</i>	0,0029 *** (5,540)
<i>RS</i>	0,0588 *** (37,900)
<i>VA</i>	0,0018 *** (150,472)
<i>TAILLE</i>	-0,0284 *** (-88,243)
Observations	77.625
R ² ajusté	0,3023
Secteur <i>dummies</i>	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 8 : Modèle 1c

Le Tableau 8 présente les résultats de l'analyse visant à évaluer l'impact de la crise du Covid-19 (2020) sur la solvabilité des entreprises. La variable dépendante, RS_{it} , mesure le taux de solvabilité de l'entreprise "i" à un moment donné "t". La variable $COVID_{it}$ est une variable binaire qui prend la valeur "1" durant la période de crise (2020) et "0" autrement. Les statistiques T pour les erreurs robustes sont inscrites entre parenthèses et sont ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité. De plus, les variables continues sont ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

Var. Dep. =	RS
<i>(Constante)</i>	-0,3072 *** (-4,615)
<i>COVID</i>	-0,0016 (-1,217)
<i>CR</i>	0,2566 *** (347,040)
<i>ROA</i>	0,3090 *** (37,900)
<i>VA</i>	-0,0003 *** (-8,607)
<i>TAILLE</i>	0,0282 *** (36,727)
Observations	77.625
R ² ajusté	0,6566
Secteur <i>dummies</i>	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 9 : CR pendant versus avant le Covid-19

Le Tableau 9 présente les résultats de l'analyse de l'effet de plusieurs variables sur le taux de liquidité générale des entreprises, à la fois pendant et avant la crise du Covid-19. Les variables étudiées sont la performance, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

Var. Dep. =	COVID = 1	COVID = 0
	CR	CR
<i>(Constante)</i>	0,7437 (1,638)	0,9741 *** (4,312)
<i>COVID</i>	- (-)	- (-)
<i>ROA</i>	0,0507 (0,920)	0,1660 *** (5,903)
<i>RS</i>	2,3808 *** (157,270)	2,3665 *** (309,166)
<i>VA</i>	0,0005 ** (2,531)	0,0003 *** (3,029)
<i>TAILLE</i>	-0,0200 *** (-3,705)	-0,0246 *** (-9,415)
Observations	62.100	15.525
R ² ajusté	0,6491	0,6472
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour <i>COVID</i>	- (-)	
Test de Wald pour <i>ROA</i>	3,4804 (0,0621)	
Test de Wald pour <i>RS</i>	0,7118 (0,3989)	
Test de Wald pour <i>VA</i>	0,8536 (0,3555)	
Test de Wald pour <i>TAILLE</i>	0,5960 (0,4401)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 10 : ROA pendant *versus* avant le Covid-19

Le Tableau 10 présente les résultats de l'analyse de l'effet de plusieurs variables sur le rendement des actifs des entreprises, à la fois pendant et avant la crise du Covid-19. Les variables étudiées sont la liquidité, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

Var. Dep. =	COVID = 1	COVID = 0
	ROA	ROA
<i>(Constante)</i>	0,0124 (0,186)	0,0301 (0,932)
<i>COVID</i>	- (-)	- (-)
<i>CR</i>	0,0011 (0,920)	0,0034 *** (5,903)
<i>RS</i>	0,0600 *** (16,978)	0,0582 *** (33,768)
<i>VA</i>	0,0020 *** (79,151)	0,0017 *** (127,319)
<i>TAILLE</i>	-0,0316 *** (-42,427)	-0,0275 *** (-77,228)
Observations	62.100	15.525
R ² ajusté	0,3669	0,2864
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour <i>COVID</i>	- (-)	
Test de Wald pour <i>CR</i>	3,1168 (0,0775)	
Test de Wald pour <i>RS</i>	0,1668 (0,6830)	
Test de Wald pour <i>VA</i>	156,9860 (< 0,001)	
Test de Wald pour <i>TAILLE</i>	24,3431 (< 0,001)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 11 : RS pendant versus avant le Covid-19

Le Tableau 11 présente les résultats de l'analyse de l'effet de plusieurs variables sur le taux de solvabilité des entreprises, à la fois pendant et avant la crise du Covid-19. Les variables étudiées sont la liquidité, la performance, le rendement par employé et la taille de l'entreprise. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

Var. Dep. =	COVID = 1	COVID = 0
	RS	RS
<i>(Constante)</i>	-0,2514 *	-0,3208 ***
	(-1,681)	(-4,315)
<i>COVID</i>	-	-
	(-)	(-)
<i>CR</i>	0,2582 ***	0,2562 ***
	(157,270)	(309,166)
<i>ROA</i>	0,3051 ***	0,3097 ***
	(16,978)	(33,768)
<i>VA</i>	-0,0002 ***	-0,0003 ***
	(-3,228)	(-8,034)
<i>TAILLE</i>	0,0238 ***	0,0292 ***
	(13,490)	(34,292)
Observations	62.100	15.525
R ² ajusté	0,6595	0,6554
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour <i>COVID</i>	- (-)	
Test de Wald pour <i>CR</i>	1,2106 (0,2712)	
Test de Wald pour <i>ROA</i>	0,0524 (0,8189)	
Test de Wald pour <i>VA</i>	0,4475 (0,5036)	
Test de Wald pour <i>TAILLE</i>	7,5954 (0,0059)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 12 : CR élevé versus faible pendant le Covid-19

Le Tableau 12 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que la performance opérationnelle, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de liquidité au cours de la crise du Covid-19 (2020). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de liquidité générale (CR_{it}) excède la valeur médiane de 1,51 de la variable CR_{it} pendant le Covid-19, et celles dont le taux de liquidité générale est inférieur ou égal à cette valeur. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

	CR > Médiane du CR	CR ≤ Médiane du CR
Var. Dep. =	CR	CR
(Constante)	1,3902 *** (5,223)	1,1480 *** (4,307)
COVID	- (-)	- (-)
ROA	-0,2844 *** (-4,307)	0,4466 *** (9,991)
RS	1,6967 *** (76,206)	0,6875 *** (37,897)
VA	-0,0001 (-0,247)	0,0009 *** (4,921)
TAILLE	0,0379 *** (5,891)	-0,0338 *** (-7,757)
Observations	7.701	7.824
R ² ajusté	0,4526	0,2730
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour COVID	- (-)	
Test de Wald pour ROA	84,0269 (< 0,001)	
Test de Wald pour RS	1234,5750 (< 0,001)	
Test de Wald pour VA	9,4979 (0,0021)	
Test de Wald pour TAILLE	85,1430 (< 0,001)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 13 : CR élevé versus faible avant le Covid-19

Le Tableau 13 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que la performance opérationnelle, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de liquidité avant la période de la crise du Covid-19 (2016 à 2019). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de liquidité générale (CR_{it}) excède la valeur médiane de 1,42 de la variable CR_{it} avant le Covid-19, et celles dont le taux de liquidité générale est inférieur ou égal à cette valeur. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

	CR > Médiane du CR	CR ≤ Médiane du CR
Var. Dep. =	CR	CR
(Constante)	0,8693 ** (2,233)	1,3677 *** (9,202)
COVID	- (-)	- (-)
ROA	-0,2456 *** (-6,970)	0,5581 *** (24,956)
RS	1,8056 *** (158,816)	0,5729 *** (62,427)
VA	-0,0000 (-0,254)	0,0002 *** (2,587)
TAILLE	0,0335 *** (10,212)	-0,0306 *** (-14,863)
Observations	30.954	31.146
R ² ajusté	0,4795	0,2294
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour COVID	- (-)	
Test de Wald pour ROA	370,7812 (< 0,001)	
Test de Wald pour RS	7119,0540 (< 0,001)	
Test de Wald pour VA	2,7076 (0,0999)	
Test de Wald pour TAILLE	273,6686 (< 0,001)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 14 : ROA élevé versus faible pendant le Covid-19

Le Tableau 14 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de performance opérationnelle au cours de la crise du Covid-19 (2020). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de rendement des actifs (ROA_{it}) excède la valeur médiane de 0,0502 de la variable ROA_{it} pendant le Covid-19, et celles dont le taux de rendement des actifs est inférieur ou égal à cette valeur. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

	ROA > Médiane du ROA	ROA ≤ Médiane du ROA
Var. Dep. =	ROA	ROA
(Constante)	0,2095 *** (9,553)	-0,0990 ** (-2,527)
COVID	- (-)	- (-)
CR	0,0013 (1,119)	0,0001 (0,122)
RS	0,0172 *** (4,624)	0,0298 *** (11,196)
VA	0,0009 *** (35,094)	0,0009 *** (38,490)
TAILLE	-0,0224 *** (-27,908)	-0,0021 *** (-3,575)
Observations	7.762	7.763
R ² ajusté	0,1747	0,2576
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour COVID	- (-)	
Test de Wald pour CR	0,6623 (0,4157)	
Test de Wald pour RS	7,6140 (0,0058)	
Test de Wald pour VA	0,2728 (0,6014)	
Test de Wald pour TAILLE	414,0257 (< 0,001)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 15 : ROA élevé versus faible avant le Covid-19

Le Tableau 15 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la solvabilité, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de performance opérationnelle avant la crise du Covid-19 (2016 à 2019). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de rendement des actifs (ROA_{it}) excède la valeur médiane de 0,043 de la variable ROA_{it} avant le Covid-19, et celles dont le taux de rendement des actifs est inférieur ou égal à cette valeur. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

	ROA > Médiane du ROA	ROA ≤ Médiane du ROA
Var. Dep. =	ROA	ROA
(Constante)	0,2386 *** (24,497)	-0,0684 *** (-3,766)
COVID	- (-)	- (-)
CR	0,0022 *** (3,468)	-0,0007 * (-1,684)
RS	0,0209 *** (10,689)	0,0271 *** (21,631)
VA	0,0009 *** (65,881)	0,0006 *** (47,776)
TAILLE	-0,0231 *** (-58,668)	0,0008 *** (2,985)
Observations	31.036	31.064
R ² ajusté	0,1751	0,1335
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour COVID	- (-)	
Test de Wald pour CR	14,5663 (< 0,001)	
Test de Wald pour RS	6,9376 (0,0084)	
Test de Wald pour VA	366,5347 (< 0,001)	
Test de Wald pour TAILLE	2476,8270 (< 0,001)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 16 : RS élevé versus faible pendant le Covid-19

Le Tableau 16 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la performance opérationnelle, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de solvabilité au cours de la crise du Covid-19 (2020). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de solvabilité (RS_{it}) excède la valeur médiane de 0,3720 de la variable RS_{it} pendant le Covid-19, et celles dont le taux de solvabilité est inférieur ou égal à cette valeur. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

	RS > Médiane du RS	RS ≤ Médiane du RS
Var. Dep. =	RS	RS
(Constante)	0,0879 (1,114)	-0,0948 (-0,805)
COVID	- (-)	- (-)
CR	0,1594 *** (81,411)	0,1145 *** (37,935)
ROA	-0,0103 (-0,537)	0,4123 *** (20,961)
VA	-0,0003 *** (-4,017)	0,0000 (0,571)
TAILLE	0,0223 *** (11,852)	0,0195 *** (10,143)
Observations	7.761	7.764
R ² ajusté	0,4907	0,2814
Secteur <i>dummies</i>	Oui	Oui
Région <i>dummies</i>	Oui	Oui
Test de Wald pour COVID	- (-)	
Test de Wald pour CR	155,6804 (< 0,001)	
Test de Wald pour ROA	235,4719 (< 0,001)	
Test de Wald pour VA	9,8309 (0,0017)	
Test de Wald pour TAILLE	1,1290 (0,2880)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio

Tableau 17 : RS élevé versus faible avant le Covid-19

Le Tableau 17 expose les résultats d'une étude de régression linéaire menée dans le but d'explorer l'incidence des caractéristiques intrinsèques aux entreprises, telles que le taux de liquidité générale, la performance opérationnelle, le rendement par employé et la taille de l'entreprise, sur leur niveau de solvabilité avant la crise du Covid-19 (2016 à 2019). Afin de réaliser cette démarche, l'échantillon global a été subdivisé en deux catégories distinctes : les entreprises dont le taux de solvabilité (RS_{it}) excède la valeur médiane de 0,3432 de la variable RS_{it} avant le Covid-19, et celles dont le taux de solvabilité est inférieur ou égal à cette valeur. Les statistiques T pour les erreurs robustes, ajustées pour tenir compte du regroupement par secteur d'activité, sont inscrites entre parenthèses. De plus, les variables continues ont été ajustées en utilisant la méthode de *winsorization* aux niveaux de 1% et 99%. La signification statistique est représentée par ***, ** et *, ce qui correspond respectivement aux niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%. Les définitions des variables sont reprises dans le Tableau 3.

	RS > Médiane du RS	RS ≤ Médiane du RS
Var. Dep. =	RS	RS
(Constante)	0,1054 *** (3,183)	-0,0726 (-1,327)
COVID	- (-)	- (-)
CR	0,1627 *** (167,269)	0,1013 *** (68,439)
ROA	-0,0134 (-1,328)	0,4020 *** (42,549)
VA	-0,0002 *** (-5,983)	0,0000 (0,042)
TAILLE	0,0243 *** (26,002)	0,0198 *** (22,682)
Observations	31.046	31.054
R ² ajusté	0,5103	0,2431
Secteur dummies	Oui	Oui
Région dummies	Oui	Oui
Test de Wald pour COVID	- (-)	
Test de Wald pour CR	1201,9540 (< 0,001)	
Test de Wald pour ROA	901,3206 (< 0,001)	
Test de Wald pour VA	18,4986 (< 0,001)	
Test de Wald pour TAILLE	12,6165 (< 0,001)	

Source : Travail de l'auteur, à l'aide du logiciel R et de l'interface RStudio