

Le cas de la crise et de la codification de l'*Equity Receivership*

Emergence du conflit entre la préservation de l'actif et l'ordre des paiements aux Etats-Unis... un éclairage pour la crise japonaise

(version non définitive)

Cyrille Andrieu-Lacu (e-mail : cyrille.andrieulacu@free.fr)

1. Une mise en perspective de cette contribution¹

La faillite dans la crise japonaise

- Cet document est le premier d'une série de trois papiers consacrés à la réforme des lois de faillite d'entreprises non bancaires au Japon. Chacun explore les problèmes formels de conception des procédures de faillite, en particulier la notion d'efficacité économique de la faillite, notion qui émerge dans la crise japonaise, à partir du moment où les autorités s'engageront véritablement sur la voie du durcissement de la règle de paiement, c'est-à-dire quand les actifs des entreprises à l'origine des plus gros paquets de créances douteuses seront menacés.

La notion d'efficacité économique de la faillite apparaît explicitement dans l'économie politique de la crise japonaise quand, en 1997-98, le choc bancaire pressant à la faillite plusieurs grands établissements de crédit, plonge le système bancaire dans la panique et déclenche un *capital crunch* sur l'offre de crédit. Nombre d'entreprises sont alors acculées au défaut, que les banques ne peuvent pas soutenir. Parmi celles-ci, nombreuses qui ont une bonne exploitation sont amenées à la liquidation à cause d'un coût de fonctionnement excessivement élevé des procédures légales de restructuration japonaises. Derrière l'absence d'incitation due au relâchement de la norme de solvabilité, le second point de blocage

¹ Les éléments techniques et historiques sur les procédures de faillite qui sont fournis plus bas s'inspirent de Tabb [1995] et surtout de Skeel [2001], le seul ouvrage sur l'histoire de la faillite aux Etats-Unis qui soit aussi complet. Les autres sources utilisées sont précisées dans le corps de cette section. Nous précisons que ce document est extrait de la thèse de doctorat de Cyrille Andrieu-Lacu, soutenue en septembre 2006 à Paris IX Dauphine.

émergeait, qui bloquait les agents économiques dans l'ancien système de banque principale (SBP), pourtant sans cohérence depuis la libéralisation financière : l'extrême difficulté des agents économiques à faire valoir le droit des contrats². La contradiction entre un système de relation de crédit informel vivant de ce coût élevé d'accès au droit écrit, et la libéralisation financière, qui au contraire suppose le durcissement du droit de la propriété, émergeait comme un terrain propice à la propagation du risque moral dans une économie déjà fragilisée par le relâchement de la norme de solvabilité bancaire. La réforme des lois de faillite d'entreprise, prévue dès 1996 comme un volet du Big Bang financier du Gouvernement Hashimoto, est alors accélérée, et la *Civil Rehabilitation Law (CiRL)*, directement inspirée du *Chapter 11* américain, est votée en précipitation fin 1999, en 2000. Ce n'est que progressivement que cette modernisation des lois de faillite apparaît comme un moyen de mettre fin à l'ancien système de banque principale. En baissant le coût d'usage de la faillite, on atténue les comportements d'aveuglement au désastre et on réduit l'incitation à demeurer dans cette organisation des défauts sans assise légale. On le réduit mais on ne le fait pas disparaître, car en aucun cas la liquidité ne peut remplacer la règle de paiement pour ordonner le marché.

Les trois papiers sur les lois de faillite racontent l'histoire conceptuelle de cette évolution :

Pourquoi une organisation informelle sans source légale ne peut pas remplacer la loi faillite, indépendamment de la règle de paiement appliquée ? Qu'est-ce que la codification ?

Dans ce premier article, on s'intéresse à l'invention de l'ancêtre du *Chapter 11*, dit *Amendement 77B* en 1934. Son histoire est celle de la codification puis de l'abandon quatre ans plus tard, d'une procédure informelle de traitement des gros défauts, le *Receivership*, créée par le marché pour protéger l'actif de grands emprunteurs que les défaillances de la loi et les exigences des Etats empêchaient de traiter de manière satisfaisante en cas de défaut. La crise dans la Dépression de cette méthode informelle, sa codification en première loi de restructuration américaine de type *judicial view*, puis son abandon suite à son inefficacité observée, offrent un parallèle remarquable avec la réforme des lois de faillite au Japon de 1998 à 2003 : de la crise ouverte du SBP à la réforme des lois de faillite engagée en 1999, dans un sens *judicial view*, puis des espoirs déçus des autorités nippones par rapport aux espérances que ces réformes avaient nourries, jusque la décision de l'Etat d'intervenir directement dans l'économie politique de la faillite. On présente la problématique de manière plus détaillée ci-dessous.

Le second article de la trilogie traite de la réforme même des procédures légales japonaises (1988-2006) avec pour question centrale : ***qu'est-ce que nous apprend la dynamique institutionnelle de la réforme intervenue au Japon sur l'usage d'une procédure de restructuration de type judicial view sous une règle de paiement relâchée ?*** D'abord : pourquoi une loi pourtant fortement inspirée du *Chapter 11* est, dans le contexte macro et institutionnel particulier

² Yashige & alii [2000] et ICSA [1999] fournissent des informations partielles. Pour une présentation complète des lois de faillite japonaises avant leur réforme, voir Andrieu-Lacu [2006, V-3].

du Japon, utilisée de manière très différente de ce que qui est observé aux Etats-Unis ? Ensuite : pourquoi alors les autorités introduisent trois ans plus tard une seconde procédure légale, cette fois-ci de type *trustee*, et comment l'usage de la première procédure est affecté par cette introduction ? Finalement, pourquoi, malgré ces réformes engagées, ce qu'on appellera la baisse du « coût d'usage de la faillite », les cas d'insolvabilité les plus lourds ne sont-ils toujours pas amenés à la faillite ? Quel lien, donc, établir entre l'usage des nouvelles procédures et la norme de solvabilité bancaire, plus précisément, le rythme de durcissement de la règle de paiement ?

Enfin, ***comment les autorités japonaises ont tenté d'établir un lien original entre l'ordre des paiements inscrit dans la faillite et celui informel du SBP, pour rendre compatible le durcissement effectif du droit des contrats et la protection des actifs d'entreprises massivement insolubles*** ? Ce troisième est dernier article touche alors au dernier chapitre des réformes micro-institutionnelles engagées pour finaliser la stabilisation bancaire : l'*Industrial Revitalization Corp (IRCJ)*. Il s'agit de l'organisme temporaire créé en 2003 dans le but d'inciter les banques à traiter les emprunteurs à l'origine des plus gros encours de créances douteuses. Il se distingue par ses missions et moyens des organismes habituellement mis en place à la suite des crises bancaires, de sorte que nous l'avons désigné cet organisme hybride comme une « *quasi-loi de faillite* ».

Le Receivership et le cas japonais

- Le retour à l'épisode du *Receivership* où la problématique de la valorisation de l'actif émerge est instructif par ses similitudes avec le cas japonais contemporain. Des entreprises dont les caractéristiques sont proches des défauts emblématiques de la crise japonaise – de gros emprunteurs non liquidables et avec une gouvernance opaque, entretenant des relations multi-créanciers et ayant engagé dans de fortes proportion des collatéraux immobiliers –, doivent être gérées malgré l'absence de procédure de faillite adaptée. L'organisation financière qui se substitue à la faillite y parvient en assurant la liquidité d'un cadre de négociation amiable en réalité, car sans assise solide dans la loi. C'est la liquidité sans la faillite. Comme le SBP japonais, construction devant gérer des défauts aux caractéristiques similaires mais avec une faible assise légale à cause de loi de faillites excessivement coûteuses. Et comme ce dernier, le *Receivership* atteindra ses limites avec l'insolvabilité de masse dans la dépression. Cette faible assise légale³ va expliquer un coût de fonctionnement particulièrement élevé dans la crise, quand la liquidité macroéconomique s'évapore et que les enjeux autour des droits de propriété se durcissent. Le débat sur la codification de cette procédure dont la caractéristique nouvelle est de chercher à préserver l'actif se posera alors dans des termes remarquablement proches des préoccupations des autorités japonaises

³ Nous avons jugé utile d'ajouter à cet article, en version préliminaire, un encadré récapitulatif des règles d'ordonnement et objectifs fondamentaux de la faillite, parce qu'il permet de préciser ce à quoi correspond formellement la notion de source légale d'une procédure. Nous nous y référons à plusieurs reprises au cours de la discussion, de sorte qu'il est conseillé de le lire avant d'entreprendre la lecture du texte principal.

depuis le choc bancaire de 1997-98 : trouver un cadre de faillite valorisant autant que possible le projet d'entreprise pour éviter son démantèlement. La problématique du SBP est bien connue, mais les dysfonctionnements de ce dernier sont, soit posés en terme de modèle économique, soit, souvent, indissociés de ceux causés par la norme de solvabilité bancaire relâchée. L'avantage du *receivership* est de poser le problème du traitement de l'actif dans les défauts explicitement sous l'angle de la faillite, c'est à dire de la capacité d'exercice des droits de propriété. Il ne s'agit pas en effet de retrouver une cohérence dans l'ordre monétaire, perdue dans la déréglementation financière, mais d'adapter les lois de faillite à l'émergence des grandes entreprises, dans un environnement où la règle de paiement est très dure. Il permet de poser l'approche de la crise bancaire japonaise que nous défendons, à savoir que pour parler de modèle de gouvernance, il faut d'abord parler de régime de la propriété, et précisément, des fondements légaux du droit de la propriété. Ce n'est en effet qu'à partir de la loi et de la manière dont elle est appliquée que ne peuvent se construire ces modèles de gouvernance. Dans le cas présent, l'expérience du *receivership* dans les années trente permet de voir comment se comporte ce qui est en fait un mode traitement amiable créé pour palier l'absence de loi de faillite viable, pour traiter des acteurs aux caractéristiques proche de celles des entreprises à l'origine des créances douteuses japonaises, quand la liquidité macroéconomique s'évapore – comme au Japon – mais sans relâchement de la règle de paiement. Le résultat sera la paralysie de la procédure amiable et une tentative de codification pour remédier à ses principaux dysfonctionnements, codification qui tentera pour la première fois d'introduire dans la loi des mécanismes d'incitation à la préservation des actifs. La pénurie de liquidité pendant les années trente va alors conduire les autorités à abandonner cette approche négociée de la faillite, initiée avec le *receivership* et ses réformes, pour en quelque sorte nationaliser la procédure et adopter en 1938 une approche radicalement opposée, de type *administrative view*, à travers le *Chapter X*.

La grande innovation des lois de faillite de la fin du XIX^{ème} siècle est qu'elles ne se contentent plus d'assurer le remboursement ordonné des créanciers selon leur rang lors des liquidations, mais intègrent dans leur champ certaines préoccupations concernant la mise en valeur de l'actif du défaillant. A travers cet enrichissement, cette institution économique acquiert sa véritable dimension théorique et qui, en fin de compte, est la légitimité même d'un *ordre monétaire* : permettre une allocation efficiente des facteurs de production au niveau microéconomique. Parce que son objet ne se résume plus à la gestion d'un défaut patent sur la dette, mais répond à un problème plus général d'échec de marché, d'incapacité des créanciers et emprunteurs à se coordonner sur une allocation satisfaisante des facteurs, la faillite ne doit pas porter son regard sur le passif seulement mais doit englober tout le bilan. C'est un *common pool* obligatoire (Jackson [1986]), la forme alternative de coordination à l'échange décentralisé, où l'échange centralisé sur la base d'un accord préalable devient possible car organisé par une loi qui à la fois lève la contrainte de l'unanimité pour son adoption et préserve le rang de priorité des créanciers. Cette perception ne sera pleinement intégrée qu'à la fin des années soixante-dix. Le *Chapter 11* de 1978, dont l'originalité est de chercher à préserver la valeur de *going concern* de l'entreprise, sera véritablement

l'expression de cette nouvelle approche. Mais elle est déjà perceptible à travers les faiblesses du *receivership*, dans l'écart entre, d'un côté, sa préoccupation pour le maintien d'une activité, et de l'autre côté, son insuffisante codification, c'est-à-dire, en somme la dissociation insuffisante entre la coordination dans le marché et ce qu'impose la coordination en dehors du marché.

- Après (2) une analyse comparative avec le Japon des conséquences d'un coût d'usage excessif de la faillite aux Etats-Unis avant 1934, qui aura permis de comprendre sur quelles faiblesses de la loi s'appuie le *Receivership* pour fonctionner, (3) on montre que cette organisation fondée sur le traitement privilégié des *insiders*, va se caractériser par une extension du rôle informel de l'administrateur provisoire sous le contrôle et le financement du réseau privé de ces *insiders*. (4) Cette construction à faible assise légale, qui rappelle le *DIP system* mais rémunérée sur la base d'un potentiel de distorsion à la marge de l'ordre des paiements, rencontrera des dysfonctionnements croissants au cours de la Grande Dépression, jusqu'à la paralysie. La rente exigée pour organiser son monopole privé de l'information et de la liquidité micro s'élèvera jusqu'à rendre impossible la sortie de procédure sans aléa moral majeur, sans distorsion excessive à l'ordre des paiements. On montre enfin que (5) les réformes de 1934 n'étaient pas satisfaisantes pour dépasser ces problèmes, pour deux raisons en amont du problème conjoncturel : des mécanismes d'incitation nouveaux assis sur une codification insuffisante de la publicité de la faillite, et une organisation des activités connexes de la faillite probablement insuffisante. On proposera alors un parallèle sur ces deux points avec deux épisodes de la réforme de la faillite au Japon : les ajustements légaux qui ont succédé à l'introduction de la CiRL en 1999 et l'entrée de l'Etat dans l'économie politique de la faillite en 2003, suite aux espoirs déçus qu'avaient fait naître cette première loi de faillite.

2. Les conséquences d'un coût d'usage excessif de la faillite aux Etats-Unis avant 1934 : excès asymétrique au droit et information privatisée

- Avant 1933, il n'existe pas de loi de faillite conçue pour les grandes entreprises. Les sociétés de chemins de fer, dont l'activité est perçue comme stratégique pour les économies régionales, sont même explicitement exclues du *Bankruptcy Act*, de 1898, le code fédéral, par les jurisprudences des Etats, lesquelles étaient unanimes pour reconnaître que ces sociétés ne devaient pas être autorisées à faire faillite et disparaître. A l'époque de son adoption, le code fédéral avait été jugé pro-créancier donnant la possibilité à de petits défauts de survivre à leur faillite⁴ Mais comme à cette époque, les procédures existantes sont destinées aux petites entreprises dont le cas peut être vite traité et comme on voit dans la faillite un moyen de traiter le passif uniquement, pour des sociétés de grande taille, y recourir signifie

⁴ Hansen & Hansen [2005] montrent à cet égard que son adoption est le point de départ d'un développement des lois de faillite qui s'approfondira dans ce sens jusque l'échec et l'abandon de l'Amendement 77B.

l'éviction définitive de l'actionnaire, l'arrêt durable de l'activité et donc, le démantèlement par la liquidation des garanties, quel que soit l'état initial du défaillant et la cause du défaut. Pour éviter ces solutions extrêmes, les milieux d'affaire de *Wall Street* ont élaboré un mécanisme capable de combler les défaillances du code de la faillite, en prenant pour point d'ancrage dans le droit, la procédure de l'*Equity Receivership* prévue dans le code fédéral. Les sociétés de chemins de fer en étaient explicitement exclues, mais on pouvait légalement y recourir pour gérer de gros défauts. Il fallait l'aménager pour répondre aux problèmes caractéristiques des gros défauts. En particulier, elle ne prévoyait pas les difficultés associées à la gestion d'un défaut intervenant dans plusieurs Etats, soumise à des législations locales très différentes en matière de saisine, de hiérarchie d'ayant droit, de statut et périmètre d'action du *receiver* et du juge, etc... , mais aussi où l'actionnariat et une dette dispersés, en particulier l'existence d'une dette obligataire, posent des problèmes particuliers de réunion des droits, d'organisation des votes, bref imposent un temps et donc un coût de coordination élevés. Ces problèmes de coordination particuliers aux gros défauts ont incité les milieux de *Wall Street* à adosser à la procédure légale de 1898 des pratiques communes reconnues par le marché, au point d'en changer la nature. La procédure de *Receivership* ainsi enrichie reposait sur une source légale écrite incertaine parce qu'elle transigeait sur des problématiques non prévues par la loi de 1898 et en s'appuyant sur une jurisprudence éclatée entre Etats, souvent contradictoire d'un Etat à l'autre, et sur des arbitrages de législation qui, pour résoudre des problèmes comme celui du réalisme de la faillite, quand elle se déroule sur une période trop longue, pouvaient aussi apparaître comme des détournements de législation. Au niveau fédéral, elle n'était donc fondée que sur des usages du marché reconnus dans la jurisprudence, mais sans socle juridique commun sur la base duquel interpréter le droit, donc sans source légale. sans codification de la procédure, en particulier sur sa publicité et sa transparence, l'équité entre ayants droit n'est pas garantie. On se retrouve donc dans une situation proche de celle du Japon avant 2000, quoique plus tranchée encore, puisqu'alors la faillite n'était pas interdite mais avait un coût d'usage élevé. Cette faiblesse des sources légales a les mêmes implications : pour traiter un défaut, il faut l'adhésion unanime des ayants droit, ce qui limite les capacités de traitement de l'emprunteur, ou plus explicitement ne l'autorise qu'en cas d'accident de paiement tout à fait exceptionnel. Au Japon, ce problème de coordination a été un canal de propagation très puissant de l'aléa moral sur le crédit. Il a conduit à ne pas reconnaître les défauts et par là, à propager l'instabilité dans les comportements privés.

- Dans le cas américain, on n'en est jamais arrivé à empêcher le défaut et malgré l'absence de loi de faillite pour les grandes entreprises, celles-ci ont continué de se développer et de bénéficier de financement. Pourquoi ? (i) On l'a déjà dit, à la différence du cas japonais, les banques sont soumises à une règle de paiement dure. S'il y a risque moral, il est localisé sur les gros emprunteurs, tandis qu'il ne peut concerner les banques, ou plus précisément, elles doivent se protéger contre ce risque. Les prêts bancaires ne s'épuisent pas parce qu'en règle générale, les banques engagées sur ces emprunteurs

détiennent soit des créances *juniors*, mais ce sont alors des prêts de trésorerie protégés par des prérogatives particulières sur les actifs des défaillants⁵, soit des créances *seniors* dont les droits sont reconnus en tribunal et maintenus car exclus du cadre de la faillite. D'où le point (ii) : le traitement des créanciers *seniors* est radicalement différent de celui du Japon. Alors qu'au Japon, à la reconnaissance de leurs droits s'opposait une exécution coûteuse dissuadant de l'exercice des saisines (Andrieu-Lacu [2006, V-1]), dans le cas présent, la saisine est soit d'emblée interdite mais reconnue comme telle par les tribunaux – sociétés de chemins de fer –, soit possible et effectivement réalisable immédiatement pour les autres grandes entreprises. Dit autrement, dans le cas japonais, les créanciers *juniors* et *seniors* avaient un accès à la justice également restreint, ce qui impliquait que tous deux étaient dans une position juridique aussi inconfortable lors des négociations amiables et donc également sensibles au risque moral, tandis que dans le cas présent, les usages concernant les collatéraux ne peuvent pas s'éloigner du droit des contrats, où plus précisément, offrir moins de garanties, parce qu'ils sont affirmés. Enfin, (iii) l'explication (ii) ne suffit pas car si la liquidation des garanties implique la faillite légale, comme c'est souvent le cas, l'exercice des garanties devient impossible. Malgré l'interdiction de la faillite et donc l'absence de source légale protégeant le droit des contrats, les garanties distribuées par les grandes entreprises sont toujours réputées valables et elles continuent de recevoir des financements *juniors* et *seniors* parce que la procédure de traitement des défauts élaborée par les avocats d'affaire de *Wall Street* (1) maintient strictement les créanciers *seniors* dans leurs droits, en leur accordant un traitement privilégié, (2) donne l'apparence d'une garantie de traitement équitable des actionnaires et des contrats *juniors* et, parce qu'entrée progressivement dans la jurisprudence, (3) permet un montage financier assurant la liquidité de la procédure, c'est-à-dire une compensation financière contre l'abandon des garanties par leurs détenteurs, dans de bonnes conditions pour le financier de la procédure⁶. Ce dernier point, que l'on désignera plus bas sous le terme de *DIP system*, dans le *Chapter 11*, montre que dès qu'on s'intéresse à l'actif dans la faillite, se pose le problème de la liquidité de la procédure.

A: une norme de solvabilité relâchée et un accès général coûteux à la faillite au Japon, on a aux Etats-Unis avant 1934 une règle de paiement dure et un accès sélectif à la Justice. Cette différence implique un accès asymétrique à la justice entre créanciers juniors/seniors qui n'existait pas au Japon. Les risques moraux dans la gestion des défauts sans faillite ne se posent donc pas ici dans les mêmes termes. Avant que l'opposition entre créanciers *juniors* et *seniors* se pose en terme d'horizon temporel – i.e. de liquidité de la procédure –, elle se pose en terme d'accès au droit, c'est-à-dire, de codification. C'est manque

⁵ Les banques sont en règle générale bien protégées. Elles prêtent beaucoup sur garanties et celles-ci sont inviolables à l'époque. En outre, les banques ont le droit de saisir les dépôts des créanciers hors toute procédure, et ces pratiques d'appropriation sont maintenues hors du champ des transferts pré-faillite susceptibles d'être rétroversés aux défaillants. Le Chandler Act de 1938 ne parviendra pas à faire tomber ce privilège des banques.

⁶ Rien n'est prévu dans la loi cadre fédérale sur le financement de la procédure. Un statut de dette prioritaire est conféré à celles contractées par le *receiver*, mais dans l'esprit de la loi, ce *receiver* à un mandat extrêmement réduit et de courte durée, un fond de roulement avant la nomination du *trustee*. L'extension *de facto* de ses fonctions changera la nature de cette dette sans changer son statut juridique (Tufano [1997]).

d'assise juridique – impliquant que le traitement équitable entre ayants droit n'est pas garanti –, bien avant le problème de la liquidité, qui sera à la source des dysfonctionnements du *receivership*.

- On a vu que la faiblesse de la source légale implique une première anomalie, qui est l'asymétrie entre *juniors* et *seniors* dans l'accès au droit. Précisons. Les créanciers *juniors* ne sont protégés par rien, parce que si l'interdiction de la faillite impose l'unanimité. Elle interdit aussi à ces derniers tout recours juridique, la mise en faillite étant par définition la traduction légale du droit des contrats. Le défaut éventuel d'un emprunteur s'apparente alors à une suspension *ad vitam* des droits *junior*. Il peut déboucher sur un gel possible ou la confiscation systématique des actifs liquides par le tribunal pour contraindre au paiement en dehors de la faillite. Mais cette ponction de liquidité dégrade la valeur de l'emprunteur, dont les créanciers *juniors* seraient les premières victimes parce que derniers dans la hiérarchie des remboursements. Surtout, elle a toutes les chances de provoquer un défaut sur les dettes *seniors*, qui rendrait alors inévitable le recours à une solution de faillite 'ou assimilée'. Or les *seniors* peuvent déclencher la saisine en cas de défaut sur leur dette, puisque ces droits sont hors du champ de la faillite et donc peuvent être reconnus. Dès lors qu'elles impliquent le démantèlement de l'entreprise et que cette éventualité est rejetée dans le droit, *de facto*, la reconnaissance juridique asymétrique implique que non seulement le gel des actifs de l'emprunteur et la ponction sur sa liquidité doivent servir les créanciers *seniors* en premier et jusqu'à extinction de leurs droits, mais aussi et surtout que ces derniers disposent totalement de l'entreprise. Bref, tant que le démantèlement est exclu, les *juniors* ont tout à craindre de la procédure et de son allongement et les *seniors* rien. Insistons à ce stade sur le fait que cette reconnaissance asymétrique des droits n'implique pas un traitement inéquitable systématique entre créanciers, mais que cette question n'est tout simplement pas posée formellement. ***La résolution du défaut ne garantissant pas l'équité ; elle va se faire sans coordination formelle.***

L'absence de codification des différentes étapes de la procédure ajoute alors à ce risque d'iniquité dans le marché une gestion de l'information par le marché lui-même : c'est-à-dire la possibilité de collusions entre acteurs pour la maîtrise des informations privées sur le défaut, compte tenu de l'absence de codification de l'organisation de la publicité de l'information de et dans la faillite. La faillite est un instrument de recoordination entre les ayants droit, et où l'échange est réalisé simultanément pour tous après centralisation de l'information. Si la diffusion préalable de l'information n'est pas assurée, les trois temps qui rythment la faillite formelle⁷ ne sont pas strictement distingués, et l'ayant droit lésé ne peut

⁷ L'organisation d'une procédure légale de faillite se déroule en trois temps, qui doivent être strictement dissociés et codifiés. (1) Le premier est celui de la socialisation des droits des créanciers. Au sens premier, historique et théorique, la faillite a pour objectif de coordonner les créanciers en identifiant leur intérêt privé à une solution collective (Sgard [2000]). Juridiquement, le contrôle des actifs est transféré de l'emprunteur à la collectivité des créanciers, réunis en comité : transfert qui doit prendre la forme d'un acte judiciaire, opéré par un tribunal. Même si son degré d'initiative varie selon les procédures, c'est cette identité collective qui décidera *in fine* du plan de solution au défaut. (2) Le deuxième temps, concomitant du dessaisissement, est celui du dépôt du bilan, à partir duquel va être élaboré un plan de liquidation des actifs et de répartition de leur contrepartie monétaire (valeur absolue ou relative des droits, suivant la terminologie de Jakson [1986]). L'adoption du plan permet de passer (3) au troisième temps de la faillite, celui de l'expropriation légale et de la restitution de la propriété

pas exiger leur ordonnancement⁸. Celui qui maîtrise l'information sera mieux traité dans le plan de résolution, quel que soit son rang et pour peu qu'elle lui permette d'accéder à la liquidité. Dans le *Receivership*, ce problème informationnel permet un jeu de collusion au cœur duquel se trouve celui que la procédure appelle le *receiver* et qui va lui permettre de jouer un rôle plus important que celui originellement assigné par le code de faillite. Expliquons.

Ces deux leviers expliquent aussi jusqu'à quel point cet arrangement pouvait être financé et donc survivre. Le *Receivership* va constituer une rente de situation pour qui, dans le marché, est le plus capable de coordonner les ayants droits en profitant, (1) de sa liquidité, (2) des faiblesses des règles de coordination fournies par la loi fédérale – un avantage informationnel – et (3) de la souplesse dans la règle d'équité qu'autorise l'asymétrie juridique *senior/junior*. Comme l'attire pour les acteurs qui maîtrisent cette procédure de substitution à la loi est fondé sur une dynamique de réseau, où l'acquisition de l'information privée sur la faillite et l'accès à la liquidité se renforcent mutuellement, ceux capables de mettre à disposition du défaillant un tel réseau sont peu nombreux, et agissent dans un marché oligopolistique de la restructuration des gros emprunteurs. Leur rente de situation s'apparente ainsi à une rente de monopole privé, rémunérant un service de liquidité, en lieu et place de la loi, mais une rente privée bornée toutefois, d'un côté, par la règle de paiement dure, de l'autre, par leur propre préférence pour la liquidité, c'est-à-dire, compte tenu de leur poids, par la liquidité macroéconomique.

3. L'extension du rôle informel du *receiver* sous contrôle du réseau privé des *insiders*

- Le *Receivership* tel que prévu dans le Code Fédéral est une procédure de type *trustee*, où les dirigeants et les actionnaires sont évincés et remplacés dans l'immédiat par un premier administrateur provisoire, le *receiver*, nommé par le tribunal avec pour seules fonctions de constituer les créanciers non-nantis en comité pour que ces derniers nomment leur représentant à la tête de l'entreprise, le *trustee*. Ce dernier est alors chargé de sélectionner l'avocat de faillite –*attorney*–, avec qui il élaborera le plan de résolution soumis au vote. Cette procédure est faite pour les petits défauts, car elle suppose que la mission du *receiver*, sera vite remplie. Or outre que la constitution des comités d'ayants droit d'un grand défaut pose des problèmes nouveaux d'organisation, les juridictions éclatées par Etats impliquent que dans chacun soit nommé un *receiver*. Ces deux problèmes encouragent la formation de véritables oligopoles des

privée des créanciers : la remise sur le marché. Il ne s'agit pas forcément l'ordre effectif d'une procédure. L'inventaire, voire les cessions, peuvent intervenir avant même la solidarité juridique des droits des créanciers, et avant la rédaction complète du plan de sortie de faillite (cf. *pre-package filing* du le *Chapter 11*). Mais ces options supposent toujours que les ayants-droits soient informés et aient un recours pour contester, de sorte que si l'ordre effectif du sauvetage n'est pas identique à l'ordre formel de la procédure, tel que décrit ici, il y a toujours moyen d'y revenir. Ces trois temps codifient chacun une mission dans la faillite qui ne peut être effectuée avec les garanties d'équité voulues que s'il est possible qu'un ayant droit impose qu'elles interviennent formellement l'une après l'autre.

⁸ ...sauf à activer la procédure du code fédéral, qui impose une perte maximale certaine pour lui, qui a toutes les chances d'être *junior*.

grands cabinets de *Wall Street* dans les grandes juridictions d'Etat, capables de se coordonner facilement au niveau national, et trustant les appels des tribunaux. Par leurs réseaux, ils acquièrent une forte crédibilité *ex-ante*, quand ils demandent à être nommés *receiver* par le juge, leur organisation permettant *a priori* d'économiser du temps de procédure. Ils acquièrent également une forte crédibilité *ex-post* parce que s'ils sont nommés, leurs propres connexions leur permettent d'engager précocement la restructuration, sans que cette initiative non prévue crée un conflit. On touche là à un dysfonctionnement crucial de la procédure : l'information sur les coordonnées des ayants droit n'est pas publique. Le *receiver*, pour faire son travail, doit littéralement partir à la 'pêche aux adresses' et acheter l'information. Or ces avocats sont aussi ceux des banques d'affaire et d'investissement qui organisent le marché des émissions obligataires et qui détiennent directement ou pour compte de tiers le gros de la dette *senior*. Ces dernières possèdent donc les coordonnées de tous les détenteurs de créances. Comme la publicité de la faillite n'est pas garantie, et comme le *receiver* représente directement des *seniors*, qui sont en même temps ceux qui contrôlent l'information, ces derniers ont la possibilité de retarder la réunion des créanciers en comité et de contacter en parallèle chacun d'entre eux pour influencer son vote ou mieux, en obtenir la procuration.

Le nerf de la guerre est la course aux procurations. Les liens du *receiver* nommé avec les banques d'affaire permettent de constituer des majorités et de les déposer entre ses mains, avant même la réunion des créanciers. Il peut alors accélérer la procédure en rédigeant lui-même un plan de restructuration et en l'engagement sur le champ, sachant qu'il ne sera remis en question ni par le futur *trustee* – qui sera sa banque d'affaire – ni par les ayants droit. Dans ce mécanisme, les dirigeants sont en général bien traités, souvent réinstallés adjoints du *trustee* ou consultants, voire *receiver*, parce que leur ancien poste met à leur disposition des informations et des connections qu'ils pourraient utiliser contre cette organisation, voire pour engager des recours. Cette coalition permet ainsi aux *seniors* les plus influents de **contrôler le temps de la procédure** et de verrouiller l'information sur l'entreprise elle-même : la publicité sur et dans la faillite.

- Ainsi, l'innovation de la procédure *receivership* élaborée par les avocats de la *common law* est de permettre au *receiver* d'agir rapidement, avant l'accord des créanciers. Elle préfigure les lois de faillite modernes englobant les actifs dans leurs préoccupations, notamment celles inspirées du *Chapter 11*, où il est possible d'engager immédiatement les restructurations, soit parce que le dirigeant est maintenu en place, soit parce que des pouvoirs étendus sont confiés à l'administrateur provisoire. Dans le *Chapter 11*, la place privilégiée conférée à l'emprunteur est justifiée par la valeur de *going concern* que sa présence donne aux actifs (le capital humain du dirigeant). Il concerne donc surtout les petits défauts. Ici, les pouvoirs étendus du *receiver* sont justifiés au départ uniquement dans les gros défauts, par un risque de dégradation de l'actif exprimé comme un coût élevé de coordination des ayants droit, puisque la faiblesse des sources légales de la procédure fait que ces problèmes de coordination s'élèvent

considérablement (contrainte de l'unanimité, ou de l'unanimité à défaut), et tandis que leurs coûts sont inéquitablement répartis entre les ayants droit (intégralement à la charge des *juniors*). Le paradoxe consiste donc à avoir répondu à la faiblesse des sources légales de la procédure par un renforcement du pouvoir du *receiver*, au lieu d'une codification qui organiserait la publicité de la faillite et la transparence de la procédure. En l'absence, ce *receiver*, qui monopolise l'information sur les créanciers et peut grâce à elle accélérer la procédure, peut aussi la ralentir et renforcer anormalement la capacité de pression des *seniors* sur les *juniors*, voire les mettre tout simplement sur le fait accompli. L'équité des ayants droit n'est pas assurée.

Ici, l'entrée des actifs dans l'orbite de la faillite n'apparaît donc pas encore explicitement sous la forme d'un problème d'incitations à la restructuration réelle. Avant cela, c'est la question du temps de la procédure qui émerge, et renvoie à celle de la valeur des actifs. Les enjeux informationnels dans les conflits *insider/outsider* émergent parce qu'ils impliquent quelqu'un pour gérer ce temps et l'assumer. Ce mécanisme s'est enraciné grâce à l'attitude passive des créanciers *seniors* qui, souvent, ne souhaitent pas s'impliquer dans la procédure, et parce qu'elle s'appuie, avant que sur une distorsion de la règle de priorité des remboursements, sur le traitement favorable des *insiders* au lieu de les sanctionner. A mesure que les pouvoirs de marché se concentrent dans ces métiers, la procédure se cristallise. Les *receivers* sont alors incités à favoriser outrageusement les ayants droit les plus influents dans les structures de financement des grandes entreprises, créanciers nantis, dirigeants et actionnaires, au détriment des créanciers minoritaires, en général *juniors*⁹. Plus important, c'est la facilité avec laquelle ces collusions vont assurer le financement de la procédure du *Receivership*, qui permettra à cette solution de marché de vivre longtemps, en particulier de retarder l'émergence de la problématique de l'actif comme un conflit *insider/outsider*. Cette problématique va émerger avec quand, dans la dépression, il ne sera plus possible de limiter les plans de restructuration à des effacements de dette, c'est-à-dire quand l'exploitation va elle-même nécessiter un traitement. Le conflit *insiders/outsiders* va se durcir et le traitement favorable être devenir un problème direct, parce que les conditions d'octroi de liquidité impliquent une extension du risque moral inadmissible sous une règle de paiement dure. Comme dans le cas du Japon avec le SBP, en paralysant cette procédure non légale, l'insolvabilité de masse finira par imposer l'ouverture des portes de la faillite.

4. Dysfonctionnements croissants du *Receivership* dans la crise : les limites de la liquidité sans la faillite

⁹ C'est cette situation d'oligopole des réseaux de *receivership* qui a surtout attiré la vindicte publique, et jeté le discrédit sur eux, bien plus que les 'affaires' et la faible efficacité dont ils furent accusés. Les pratiques de ces acteurs étaient opaques et parfois tendaient durement la frontière du droit. Mais si la littérature a beaucoup disserté sur ces distorsions, elle n'a jamais pu prouver de manière indiscutable que ces pratiques n'étaient pas efficaces. Pour une bonne raison : à quoi comparer cette efficacité ? C'est cette opacité et ces infractions qui permettaient à ces organisations d'exister pour combler le vide juridique. Et c'est précisément leur organisation oligopolistique qui fondait leur efficacité économique.

● Comme les sociétés de chemin de fer n'avaient pas accès à la faillite et comme dans les années vingt et trente, elles sont majoritairement financées par endettement sous forme d'obligations nanties¹⁰, les effets de l'information et de la protection juridique asymétriques sont exacerbés quand il s'agit de traiter leurs défauts. Puisque les nombreux collatéraux de la dette ne doivent pas être liquidés, le financement de la procédure est d'emblée nécessaire et ceci, pour de très gros montants. Les banquiers d'affaire vont alors élaborer une méthode de restructuration, dite du *railroad receivership*, qui reprend le schéma décrit ci-dessus, où le *receiver* bénéficiant *de facto* d'un mandat élargi pour accélérer la procédure est au centre d'un réseau de collusions, mais en l'enrichissant d'un traitement particulier des collatéraux. Dans la crise, le *receiver* va avoir des difficultés croissantes à mobiliser les liquidités nécessaires à ce traitement. Mais le service de substitution à la faillite assuré par ce réseau de collusion a un coût corrélé positivement avec le degré de protection des actifs recherché et avec l'intensité de la crise économique – ie d'exploitation de l'emprunteur –. On peut ainsi appréhender le problème du *Receivership* comme un service de liquidité – i.e. de coordination – assuré grâce à une rente de situation – i.e. un coût d'usage – que le *receiver* valorise davantage dans la crise grâce à sa capacité à maintenir les défaillants dans la procédure. Il ne se traduit pas, comme au Japon, par une propagation du risque moral et une élévation des pyramides financières, puisque les autorités font respecter une règle de paiement dure, mais par un allongement de la durée des procédures. Dans le cas des chemins de fer pendant la Grande Dépression, le coût de la procédure devient infini parce qu'il n'y a plus d'issue possible. C'est ce qui est maintenant expliqué en détail.

● ***La procédure se passe dans le faits de la manière suivante*** (Lubben [2004]). La propriété des actifs en garantie est transférée temporairement au sein du comité des créanciers, avec tous les autres actifs de la société. Comme il faut protéger les actifs pendant la procédure, les collatéraux ne doivent pas être saisis ni séparés des autres actifs et la nouvelle structure continue donc d'honorer ses engagements auprès des *seniors*, de sorte qu'on a leur accord implicite et qu'il n'y a défaut que sur la dette *junior*. Si à ce stade, des *seniors* refusent de coopérer, un juge peut leur opposer le risque de dépréciation de l'actif net. Cette opposition n'annule pas le droit des *seniors* mais contraint le juge à proposer un prix de liquidation de la garantie, que l'emprunteur devra payer et auquel le *senior* devra se conformer. Pour cela, le juge va faire appel au *receiver*, qu'il a nommé et en qui il voit donc un arbitre neutre, ce qu'il n'est pas, comme on l'a vu. En sous-valorisant sensiblement les garanties, il se conformera aux intérêts des principaux *seniors* coopérants (*insiders*), qui vont récupérer la plus-value. Voyons cela : ce transfert de structure est fait avant la réunion formelle des ayants droit, et le *trustee*, arrivant en fin de procédure a charge de sélectionner un repreneur de cette structure, pour laquelle les montants nécessaires sont d'autant plus conséquents que les nantisements distribués sont importants.

¹⁰ Toutefois, la dette non-nantie n'était pas seulement composée de créances commerciales, mais aussi de créances classiques, ces dernières représentant l'équivalent de 20 à 30% des encours nantis (Lubben [2004]).

Les créanciers *juniors* sont incapables de les rassembler car ils doivent déjà absorber leurs pertes. Les banques d'affaire de *Wall Street*, celles qui contrôlent les créanciers *seniors* et qui sont liées au *receiver*, sont la principale source de financement pour ce type d'opérations. Or, de même que la publicité de la faillite n'est pas publique, la mise en concurrence des projets de financement de la procédure et de reprise de la structure dépend complétement de la manière dont le *receiver* décide de procéder. Ces banques organisent un environnement non concurrentiel dans lequel elles ont indirectement le pouvoir de sélectionner les repreneurs, en accordant ou non ces financements. *In fine*, les anciens *seniors* vont se porter acheteurs, de sorte qu'ils effectuent en fait un *debt-equity-swap* sur leurs dettes pour acquérir l'emprunteur, mais avec un passif allégé de la dette *junior*, exclue de l'opération, et de la plus-value réalisée sur les liquidations de *seniors* non coopératifs. Ces derniers sont pénalisés puisque l'opération de conversion se passe au sein d'une nouvelle structure juridique et raison sociale sur laquelle ils n'ont aucune prise, l'ancienne devenant une coquille vide mais à laquelle sont attachées toutes les dettes classiques contractées avant le lancement de la procédure. Dans ce schéma, souvent, les anciens gros actionnaires se retrouvent actionnaires de la nouvelle structure, cassant la règle d'absolue priorité des ayants droits¹¹. Ils parviennent à obtenir une part du capital en échange de leur engagement à apporter de la liquidité de trésorerie à la nouvelle structure et le remboursement aux créanciers *seniors* de leur reliquat de dettes. Bien sûr, ils ont subi des pertes et sont en manque de cash, comme les créanciers *juniors*. Mais à la différence de ces derniers, ils bénéficient du soutien des banques d'affaire. D'une part, elles leur apportent des fonds de sorte qu'au lieu d'acquérir des actions, les banques acquièrent une dette sur les actionnaires d'une structure dont ils connaissent bien la situation. D'autre part, ce traitement privilégié prend aussi souvent la forme d'une augmentation de capital de la nouvelle structure auprès des anciens gros actionnaires et d'une réduction de capital avec en parallèle, une nouvelle émission de dettes garanties, seconde branche de l'opération de sauvetage au cours de laquelle, *in fine*, les anciens créanciers *seniors* réalisent un second *debt-equity-swap*, cette fois-ci en sens inverse, en convertissant les actions acquises lors du premier *swap* contre de la nouvelle dette collatéralisée.

Il ne faut pas diaboliser le *receiver* en ramenant ***la sous-valorisation de la valeur liquidative des garanties*** à un détournement de richesse. C'est avant tout pour lui un mécanisme d'incitation, un moyen de pousser les *seniors* à coopérer, pour minimiser les fonds à mobiliser et ainsi économiser du temps et des moyens. Par ce mécanisme, les pertes des *juniors* et *seniors* non coopératifs sont immédiates, tandis que les autres supportent un coût de liquidité, qui est le coût de la procédure¹². Ce coût est remboursé grâce à la sous-valorisation des garanties et d'une manière générale, grâce à la marge de liberté du *receiver* dans l'évaluation de l'actif net. Cette incitation fonctionne bien quand la

¹¹ Cette règle est encore cassée par le fait que les créanciers nantis non *insiders* qui ne veulent pas se plier au plan ne peuvent récupérer la valeur monétaire de leurs garanties qu'à un taux très déprécié, ordinairement fixé par le tribunal, comme une sanction à la non-coopération sur le sauvetage d'un bien public ! (Tufano [1997])

¹² En sous-évaluant la valeur de cession des actifs dans la nouvelle entité, les *seniors* se rémunèrent sur un service de liquidité mais accroissent aussi leur poids lors du vote, puisque la partie non couverte de leur dette devient *junior*.

conjoncture est stable, quand les agents cherchent du rendement. Conserver les garanties ne nécessite pas de fortes incitations et comme leur valeur s'élève, il est même possible d'obtenir le concordat sans infraction à la règle d'équité absolue des ayants droit. Mais son efficacité diminue avec la détérioration de la conjoncture : la liquidité est de plus en plus recherchée pour elle-même, impliquant une infraction à la règle d'équité croissante, mais cette infraction le devient parce que la chute des prix d'actifs ne permet plus autant de manipuler la valeur liquidative des garanties alors que les fonds à mobiliser s'élèvent. Leur valeur réelle chute et la plus-value pour les *seniors* disparaît en même temps que la préférence générale pour la liquidité s'élève. Par ce mécanisme, la transformation de la dette *senior* en dette perpétuelle, sur laquelle le *Receivership* repose, devient plus difficile¹³. ***La durée de la procédure, son coût, sont négativement corrélés avec les performances conjoncturelles.***

- Cette sensibilité à la conjoncture devient extrême ***quand le défaillant est une société de chemin de fer*** et met la mécanique du *Receivership* explicitement en échec. (i) La solution de démantèlement est exclue par la jurisprudence, mais comme par la nature de leur activité, elles ont (ii) un endettement élevé (iii) majoritairement en titres collatéralisés sur les terrains, et comme dans la crise, les demandes de liquidation de ces garanties croissent, les fonds à mobiliser sont vite exorbitants. Comme l'autre particularité de ces activités est d'avoir (iv) des coûts fixes élevés, la crise conjoncturelle creuse rapidement le déficit d'exploitation, qui devient structurel en raison de l'impossibilité de démanteler les actifs. La sortie de procédure, plus difficile à envisager dans ces conditions, entame les incitations aux efforts de productivité et éloigne l'accès au financement dans des conditions saines, rapprochant l'échéance de la crise de liquidité du *Receivership*. Immobilisé dans la procédure, le défaillant verse au *receiver* une véritable rente de situation sous forme de commissions, tandis que le matériel se détériore avec les difficultés de financement du fond de roulement. En 1933, les deux tiers des compagnies de chemin de fer sont en faillite et dans les Etats les moins touchés, des compagnies y resteront plus de sept ans (Skeel [2001]). Le *railroad receivership*, par sa rigidité, constate l'échec dans la crise de cet arrangement fondé sur la liquidité. Mais il faut aller plus loin.

- En décortiquant son fonctionnement ***dans le cas général des gros défauts*** – et quand le démantèlement partiel ou total est possible –, il apparaît que le coût de la procédure est plus réactif encore à la conjoncture que ce qu'il était apparu plus haut, parce que pour récupérer le manque à gagner sur l'écart d'évaluation des garanties en période de crise, le système de collusion autour du *receiver* cherche davantage à tirer profit de son monopole informationnel, détériorant l'actif net de l'emprunteur. ***Il conditionne son apport de financement à cette capacité d'extraction de sa rente***

¹³ Le *Receivership* revient à une double opération de *debt-equity swap* transférant les actifs d'une coquille juridique à une autre. L'effort de restructuration peut-être minimisé grâce à l'opacité de la procédure, qui permet une spoliation des *juniors* et qui inflige aux *seniors* non coopératifs des pertes. Le consensus peut être atteint et dégage un surplus de valeur pour ceux restant dans le plan, permettant de replacer l'entreprise sur le marché. La procédure ne pouvait pas trop s'éloigner de la règle d'équité car la plus-value possible est négativement corrélée au besoin d'y recourir.

de situation davantage qu'à la maximisation de la valeur des créances. La liquidité révèle son agressivité dans la crise et dévoile la nature du *Receivership* : un arrangement privé dont la rentabilité n'est pas dépendante de son efficacité mais de l'absence de loi. Le surcoût induit augmente dans la crise, non pas dans une logique d'accaparement, mais comme un monopole, par un manque d'incitation à la restructuration de l'actif. Voyons cela.

Le système organisé par les avocats de la *common law* est au fond un service de liquidité, dont la force est le couple *receiver*/banque d'affaire, et son coût, la rémunération du réseau du *receiver*, doit croître avec la préférence générale pour la liquidité. Cet ensemble préfigure le *DIP financing* du *Chapter 11*, où pour protéger la valeur de *going concern*, le dirigeant est maintenu en place avec des pouvoirs élargis et de la liquidité, mais sous la pression du *DIP financier*. Dans le *Chapter 11* comme dans le *Receivership*, les apports de ce dernier pendant la procédure bénéficient d'un classement en haute priorité (cf. note 6). Ce dispositif rend possible le financement de la procédure, facilitant la coordination entre ayants droit, tout en incitant l'apporteur à l'orienter vers la liquidation – grâce à son statut *senior* – dès lors que le plan de valorisation des actifs est trop incertain. L'influence de ces prêts sur l'actif net du défaillant doit être non-négative et, pour cela, l'intérêt à la liquidation est compensé par la recherche de flux de cash par ce dernier (la procédure doit durer) et équilibrée par les enjeux de réputation (elle doit durer s'il y a une valeur de *going concern*). Le contexte dans lequel la banque d'affaire du *Receivership* intervient est tout à fait différent. Il faut se remémorer que l'origine de la procédure vient d'abord de sa capacité à réunir des ayants droits épars et à organiser des majorités rapidement : c'est en quelque sorte un service de liquidité 'masqué', dans lequel on achète du temps, celui perdu par l'absence d'une loi de faillite et de sa règle de majorité qualifiée, en acceptant le système collusif du *receiver*. Sans solidarisation effective des créanciers dans la nomination des administrateurs et le vote du plan, sans publicité de et dans la faillite et avec des marchés du financement trustés, le monopole informationnel du réseau collusif et la faiblesse des enjeux de réputation sur la conduite des procédures¹⁴, relâchent l'incitation à fonder la rémunération de son service sur la valorisation des créances et sur une restructuration active de l'emprunteur, c'est-à-dire à pousser à la liquidation aussi tôt que dans le *Chapter 11*. En effet, par absence de mécanisme incitatif à la gestion serrée de l'actif, le *receiver* a un intérêt à prolonger celle-ci pour accumuler de grasses commissions et la banque d'affaire ne s'y opposera pas, parce que les prêts contractés par le *receiver* lui paient des marges épaisses sur des engagements courts. Comme le *receiver* peut liquider des actifs ou réaffecter des recettes d'exploitation pour assurer prioritairement le paiement de cette dette *senior*, il dispose aussi d'une capacité d'endettement supérieure auprès de la banque d'affaire intéressée par cette juteuse source de revenu, d'où une gestion passive du défaillant. Ces nouvelles dettes coûteuses détériorent l'actif net mais le réseau n'en subit pas les conséquences. ***Le receiver et la banque d'affaire ont donc la possibilité de s'entendre sur une règle de paiement***

¹⁴ ...en raison de la difficulté à juger de la qualité de la procédure par l'opacité des informations sur l'emprunteur et en raison de la faiblesse des mécanismes concurrentiels au sein de la procédure (collusion *receiver*/banque/*seniors*).

molle garantie par l'actif de l'emprunteur. L'accroissement de la rémunération de chacun – i.e. l'éloignement de la frontière du *DIP financier* dans le *Chapter 11* – résulte de la facilité à l'extraire tandis que les restructurations d'actif sont plus délicates. Il vient aussi de ce qu'à l'époque, même si la procédure s'allonge et détériore l'actif net, l'efficacité pour le réseau du *receiver* ne se mesure pas tant à la quantité des pertes qu'à la capacité à sortir de la procédure avec un passif traité.

Ce problème n'est donc pas important quand la solvabilité de l'emprunteur n'est pas trop dégradée, mais le devient quand il faut toucher aux actifs, c'est-à-dire quand les pertes à éponger dépassent le cumul du capital et de la dette *junior* ou bien quand la rentabilité d'exploitation doit être redressée. ***La procédure va vers la liquidation, mais en y opposant une résistance passive, élastique,*** ajoutant un surcoût à celui associé au prix de la liquidité dans la crise. Ce surcoût exprime un problème de gestion du temps et d'incitation au cœur du *Receivership*, et que seule peut résoudre la faillite, par la transparence et la règle de majorité. En cela, le *Receivership* assure un service de liquidité et peut traiter le passif, mais pas l'actif.

- Les dysfonctionnements croissants du SBP japonais dans un environnement financier libéralisé et le recours impossible à la faillite jusqu'à la crise de 1997-98 ressemblent à cette situation. Mais parce que la norme de solvabilité était relâchée, cette situation s'était traduite, à partir de 1995, par une propagation du risque moral et la formation de pyramides financières à la Ponzi¹⁵. Ici, parce que la règle de paiement est dure, la norme de solvabilité n'est pas relâchée et les gros emprunteurs font défaut. Mais parce que le *Receivership* est le substitut à la faillite, il est activé malgré ses limites de capacité de traitement. Au risque moral du Japon est substitué une valorisation croissante de la rente de situation du réseau de collusion autour du *receiver*, ralentissant la réallocation des actifs dans l'économie, jusqu'à la paralyser les acteurs dans la procédure, i.e. le marché.

5. La codification et les bonnes et mauvaises raisons de l'abandon du *Receivership* : quel parallèle avec le Japon ?

- Il devenait urgent de codifier une procédure de faillite pour ces grandes entreprises, résolvant à la fois les risques de collusion au début de la procédure, et le problème posé par des garanties distribuées non réalisables, qui exacerbent ces mécanismes collusifs. Dès l'introduction du *Receivership* en 1898, les premières critiques relèvent qu'elle est largement ouverte aux risques de collusion, dans la mesure où

¹⁵ Andrieu-Lacu [2006, IV-3.1.1] montre en effet que jusque 1995, ces banques n'ont pas cherché à dissimuler les dettes des emprunteurs. Elles les ont reconnues et effacées, alors même que la réglementation fiscale et prudentielle, non seulement ne les incitaient pas à les reconnaître, mais leur faisait payer ce coût du crédit *ex-post* un prix en fonds propres multipliant par 1,6 en moyenne le coût de provisionnement *ex-ante*. De sorte que c'est bien, au départ, la myopie au désastre due à l'incertitude sur les droits des créanciers et le coût élevé d'accès à la Justice qui furent cause de la mauvaise qualité des arrangements, avant le relâchement de la norme de solvabilité.

elle est importée de la loi de faillite britannique de l'époque... mais amputée de la partie consacrée au rôle du juge de faillite, qui prévoyait la réunion des créanciers au tribunal, et la limitation contrôlée du champs d'action du *receiver*.¹⁶ C'est donc par là qu'il fallait commencer. On voit à présent que les autorités américaines vont se résoudre à codifier le système du *receivership*, mais partiellement seulement, de sorte que les blocages vont en partie demeurer. Pour cette raison et sans réorganisation des activités connexes à la faillite, avant que pour l'illiquidité macro, les espoirs nourris par les innovations juridiques préfigurant le *DIP system* et introduites dans la version dédiée aux grandes entreprises non ferrées, seront déçus, et cette première expérience de loi de restructuration *judicial view* sera abandonnée. Nous établirons alors un parallèle avec l'introduction de la *CiRL* au Japon en 2000. La version dédiée aux chemins de fer prévoit une intervention directe de l'administration publique dans la procédure, et cette évolution préfigure le *Chandler Act* de 1938 qui généralisera l'orientation *administrative view* de la faillite. Ce second volet de la réforme, qui sera lui aussi un échec, propose un parallèle avec le choix du Gouvernement japonais en 2003 qui, suite aux espérances déçues de l'introduction de son propre *Chapter 11*, entrera lui aussi dans l'économie politique des défauts, mais en organisant un rapport entre lui, la loi et la liquidité privé très différent.

- Codifier une procédure en loi, c'est en premier lieu imposer les contraintes informationnelles qui s'expriment, si l'un des ayants droit demande à faire respecter les trois temps de la faillite. A la fois leur ordre et le caractère juridique, formel et public de chaque étape. Comme la faillite, avant d'être une solution à un cas de défaut, est d'abord une rupture et une solidarisation des droits individuels des créanciers, scellée par un juge, ne pas respecter cet ordre revient à abandonner toute possibilité d'équité entre ayants droit. Dans le cas discuté ici, l'opacité de l'information dans la publicité de la faillite et les relations préexistantes entre le *receiver* et une classe de créanciers disposant d'informations exclusives sur les autres créanciers, en permettant la chasse aux procurations et l'organisation de la faillite avant même la réunion des créanciers en comité, affaiblissait la possibilité pour un ayant droit d'exiger le caractère formel du passage de la première à la deuxième étape (solidarisation/dépôt de bilan). En pervertissant son sens juridique comme lieu de recoordination hors marché, on supprimait la condition minimale d'équité.

A la fin des années vingt, une série de débats sur les procédures de faillite avait été engagée par les parlementaires américains. Elle abouti en premier lieu aux rapports *Donovan* de 1931 et *Thatcher-Garrison* de 1932, qui jettent les bases des discussions et des réformes engagées jusqu'en 1940. Après un premier échec, le *Hastings-Michelener Bill* de 1932, la multiplication des faillites dans la dépression et le risque d'effondrement complet du marché obligataire privé, dont les chemins de fer sont les principaux

¹⁶ La raison invoquée à l'époque est qu'il avait été assez difficile de faire passer une loi de faillite au niveau fédéral pour ne pas tenter l'introduction d'un volet consacré à une juridiction fédérale dans ce domaine, et qui plus est aurait été dotée de pouvoirs de décision importants (Skeel [1991]).

émetteurs, contraignent les autorités à accélérer les débats. Ils aboutissent. A une codification de l'*equity receivership* dans la loi fédérale qui, au-delà d'un tronc juridique commun, est éclaté en deux volets : le premier, dédié au cas le plus problématique des chemins de fer (*Amendement 77 au Bankruptcy Act*), est la version la plus rigide de cette première procédure légale de restructuration, puisqu'elle prévoit un contrôle direct de l'administration. Il est voté en 1933. Le second volet, dédié au cas général des grandes entreprises (*Amendement 77B*), est introduit un an plus tard, dans une version beaucoup plus souple, puisqu'elle est considérée comme le véritable ancêtre du *Chapter 11*, comme loi de faillite en tant que telle¹⁷.

- Parmi les arrangements juridiques qui forment le ***tronc commun à ces deux procédures*** (i) le problème de l'éclatement des juridictions est résolu par l'extension au territoire fédéral de la juridiction des administrateurs judiciaires. Le temps des procédures en est réduit, la concurrence pour le poste de *receiver* renforcées, donc leur coût d'usage abaissé. (ii) Le principe de la solidarité de tous les créanciers – créanciers seniors intégrés dans le plan– est introduit, et en parallèle (iii) une règle de majorité qualifiée des deux tiers pour chaque classe de créanciers est introduite –au lieu de l'unanimité pour les créanciers *seniors*–. (iv) Enfin, le *receiver* acquiert officiellement la capacité d'entreprendre immédiatement des restructurations, alors que l'incertitude antérieure – sinon l'interdiction légale ! – était facteur de tensions entre la banque d'affaire du *receiver* et les créanciers. Mais les asymétries informationnels que nous avons vu plus haut et qui biaisaient la signification de la réunion des droits des créanciers au cours de la première étape formelle de la faillite, ne sont pas traités. Dans une procédure où la liste des créanciers n'est pas publique et où l'information sur l'entreprise reste privée, les banquiers d'affaires ont toujours un avantage certain à faire la course aux procurations. Les améliorations introduites n'empêchent donc pas les *insiders* que sont les membres du réseau du *receiver* de valoriser leur avantage informationnel (Buchheit & Gulati [2002]). Au contraire elles renforcent les risques moraux associés au système de collusion originel. La réduction des droits de blocage des créanciers nantis, loin de bouleverser une procédure initialement faite pour résoudre ce problème, améliore la position et donc les gains des principaux *seniors* les plus impliqués avec le *receiver*. Les milieux d'affaire ont là une réponse aux difficultés croissantes de faire passer leurs plans face à des créanciers minoritaires de plus en plus récalcitrants, et à des petits créanciers nantis en manque de cash en 1933 et de plus en plus regardants sur les commissions des *receivers* et *trustees*¹⁸. Il n'est plus nécessaire de conquérir les nombreux petits détenteurs de dette obligataire garantie ! ***Au total, les procédures sont débloquées, mais sans***

¹⁷ Ces deux versions seront à nouveau réformées en 1935 dans le sens d'une affirmation de leurs caractères d'origine.

¹⁸ Les créanciers nantis refusant de signer le plan de restructuration avaient le droit d'être remboursés en cash, et même si le tribunal imposait un taux de remboursement très bas, cela drainait du cash hors de l'entreprise au moment où elle en avait le plus besoin. Même ces financements au *receiver* bénéficiaient d'un statut de haute priorité –avant même les dettes nantis–, il s'agissait d'une mobilisation de fonds importante et surtout, dont le terme était incertain à une époque où les fonds propres des banques étaient sous tension.

résoudre le problème informationnel initial. Le socle juridique du principe d'équité n'étant pas traité, resserrer les boulons en aval amplifie les distorsions.

Cette faillite dans ce tronc commun du code vient de ce que les rapports qui ont fait éclore cette réforme s'accordaient pour considérer ces collusions comme une faille centrale de la procédure, mais en voyant le problème moins en terme de traitement inéquitable et d'extorsion par les banquiers d'affaire, que comme une source d'annulations de créances à la légère, sans conditionnalités fortes. Au lieu d'aller à la source du problème, les législateurs américains ont agi comme des législateurs agissent souvent quand ils cherchent à limiter ces derniers effets, et comme les législateurs japonais le feront en 1999, quand ils voudront limiter le recours opportuniste à la nouvelle loi de faillite pro-emprunteur (*Civil Rehabilitation Law*) : en exerçant un contrôle *ex-post*¹⁹.

Chapeautant ce tronc commun, deux mécanismes d'incitation sont prévus qui devaient réduire ces risques : l'*Amendement 77B*, confirmant l'orientation *judicial view* du *Receivership* – cas général des grandes –, et l'*Amendement 77*, beaucoup plus rigide, car dédié à des sociétés de chemins de fer dont les autorités veulent toujours protéger l'activité

● ***Le cas général*** a failli être un bon compromis entre le bâton et la carotte parce qu'il renforce les conditions d'annulation des dettes en le doublant d'un mécanisme d'incitation. La liquidation étant possible, il reprend la procédure inventée et il supprime l'obligation de nommer un *trustee*, pour laisser officiellement au dirigeant la possibilité de rester jusqu'au vote du plan pour le rédiger et pour conduire la procédure²⁰. Il se rapproche donc encore plus du *DIP System* du *Chapter 11*. Ici, l'objectif n'est pas de minimiser l'aléa moral dû à l'obligation de survie de l'entreprise sur lequel le *railroad receiver* s'appuie pour imposer son plan aux créanciers minoritaires, mais d'inciter le dirigeant à déclencher la faillite assez tôt pour devancer le défaut, et d'accélérer les procédures de restructuration en l'engageant immédiatement, comme le faisait de manière informelle le *receiver*. Le problème est que les défauts qui fondent son caractère collusif demeurent : le dirigeant est toujours à la merci d'un comité de créanciers, encore plus facilement manipulable, puisque les banquiers d'affaire conservent un avantage informationnel crucial que la faille dans le code permet de valoriser. Observant les résultats des procédures instruites sous les moins de quatre années d'exercice de cette loi, la littérature semble douter de l'intérêt final de cette codification²¹. A l'époque, ce même constat a conduit en 1938 à l'abandon de

¹⁹ L'introduction de cette première loi de faillite est en effet immédiatement suivie d'un ensemble de mesures allant toutes dans le sens d'un resserrement du cadre prudentiel des banques, du statut fiscal des opérations financières conduites sous procédure de faillite, et du statut juridique des dirigeants (Andrieu-Lacu [2006, V-3]).

²⁰ Le vote à la majorité qualifiée des créanciers solidarisés dans la procédure peut ainsi s'apparenter, de loin, à la procédure de déblocage dite de *Cram-down* du *Chapter 11*, à ceci près – ce qui est important – qu'y est associé dans ce dernier cas un strict respect de la règle de priorité absolue (Andrieu-Lacu [2006, V-2]).

²¹ Buchheit & Gulati [2002] insistent sur la longueur des procédures et comme la plupart des autres auteurs, sur le fait que les plans de restructuration n'ont semble-t-il pas conduit à une amélioration des conditions de réinsertion sur le marché des défaillants, alors que la règle d'équité a été amollie. Skeel [2001] adopte un discours plus nuancé que Lubben [2004] et Tabb [1995] sur la question, relevant notamment que le cours des titres émis par les sociétés se plaçant dans le cadre de cette

cette loi et de l'approche *judicial view* pour un *Chapter X* de type *administrative view*. L'état de la liquidité de l'économie favorisait, et peut-être bien, imposait une évolution dans ce sens. Mais rien ne permet de l'affirmer. Le propos tenu ici est plus modeste dans sa portée empirique mais crucial sur le plan théorique. Il revient à dire que cette évolution a été initiée, d'abord, pour de mauvaises raisons : l'inefficacité de la procédure résidait d'abord dans l'immaturation de ses fondements juridiques. Et derrière ce diagnostic erroné, il y a l'idée que quand les lois de faillite ne visent plus seulement la liquidation ordonnée des passifs, mais intègrent la question de la valorisation des dettes à travers celle de l'actif, il devient nécessaire de repenser théoriquement l'objet de la faillite, et le considérer, plus que comme ce qui dit l'ordre des paiements, comme l'ancre qui permet l'organisation de l'information dans le marché. C'est tardivement que le Japon redécouvrira que l'efficacité de l'allocation des actifs dans une économie dépend, certes de la règle de paiement, mais aussi de la viabilité de ses lois de faillite.

Si le problème de la maturité des fondements légaux du *Receivership* est le problème central de la version générale de la loi, il en est un second, qui constitue le second propos tenu ici et lui aussi objet d'un rapprochement avec l'expérience japonaise : c'est celui de la maturité de l'ensemble des institutions qui permettent à la faillite d'être utilisée. Il inclut l'appareil judiciaire – juges, avocats, etc – mais aussi les règles qui régissent les professions qui interviennent dans la procédure. Ce n'est pas un problème mineur et il doit être dissocié de celui de la liquidité micro des marchés. Dans l'*Amendement 77*, les législateurs n'ont pas accordé au dirigeant une période d'exclusivité dans la rédaction du plan. C'est une différence importante avec le *Chapter 11*, et que l'on retrouve dans des termes proches dans sa version japonaise, la *CiRL*. Cet ajustement, dans les deux cas, vise à lutter contre l'opacité dans laquelle les dirigeants/*receiver* agissaient, et qui contraste beaucoup avec les règles de gouvernance appliquées aux Etats-Unis. Dans le cas des années trente comme dans le cas japonais, il s'est avéré que ce dispositif ne suffisait pas, parce que dans les deux cas, les intervenants extérieurs qui participaient à la résolution du défaut, ou qui en amont participaient au déclenchement de la faillite, tendaient à protéger les pratiques des dirigeants en place, ceux-là mêmes qui, bien souvent, les choisissaient. L'absence de séparation entre la banque d'affaire et d'investissement, entre les métiers de l'audit et du conseil, et la question de l'organisation du marché de ces professions lourdement réglementées car les logiques de normes et synergies de réseaux y exercent des effets puissants, sont des aspects que les autorités japonaises n'ont découvert et commencé à traiter qu'après la première réforme des lois de faillite, quand elle se sont aperçues que ces éléments participent directement à structurer l'information dans les relations de crédit avec les gros emprunteurs en difficulté. Aux Etats-Unis, ces formes de collusions viennent après la question de la codification, et se posent avec moins d'acuité qu'au Japon, mais elles participent néanmoins à maintenir privées des informations qui devraient être rendues publiques dans une

procédure ne perd pas beaucoup de valeur, de sorte que l'on peut supposer qu'elle n'est pas jugée inefficace par leurs détenteurs. Globalement, il est difficile de juger de l'efficacité des articles 77 et 77B, dans la mesure où leur introduction est suivie de peu par leur suppression.

perspective *judicial view*. Leur première conséquence est d'influencer le rôle du financier des procédures (le *DIP financier*). Dans le cas présent, avec les ajustements juridiques intervenues dans le tronc commun aux amendements 77 et 77B (cf. plus haut), et surtout le *Glass-Steagall Act*, ont permis d'atténuer ces dynamiques²², mais partiellement, en partie parce que dans une période de léthargie des marchés financiers, dévastés par les effets de la dépression, les jeux de domination sur ces marchés s'exercent plus puissamment que dans les conjonctures hautes.

- En raison des risques moraux élevés associés au statut de *too big to fail* des **chemins de fer**, les législateurs ont adopté une approche classique mais radicale pour éviter les collusions : leur intervention directe dans l'économie politique de la faillite par le contrôle administratif. L'architecture de la procédure est la superposition de deux approches *judicial* et *administrative view*. L'*Interstate Committee Commission* du Sénat n'administre pas la procédure mais acquiert une fonction de tutelle des créanciers, de co-gérance : elle propose les *trustee*, fixe les plafonds d'indemnisation des avocats et autres prestataires, et surtout, donne son aval aux plans de restructuration²³. Comme les problèmes de fond de la loi n'étaient pas réglés, la dualité de la procédure, un volet administratif, l'ICC et un volet complètement privé, l'organisation de *Wall Street*, produisent des frictions. Les abus sont réduits et les dirigeants davantage sanctionnés. Les volets réels et financiers sont aussi plus fouillés, dans la mesure où grâce aux règles de majorité, il n'est plus nécessaire, pour faire passer les plans sans trop de heurts, de minimiser les sacrifices. En revanche, la procédure est extrêmement lourde car les deux modes d'action – privé négocié et administratif – coexistent sans dialoguer. D'un côté, l'acteur public a du mal à assumer les conséquences économiques de la protection des actifs – signature souveraine de facto –. De l'autre, les milieux d'affaire, qui bouclent les offres de financement et rassemblent les votes, feront traîner les dossiers en longueur pour résister à la pression de l'ICC, la durée moyenne des procédures s'allongeant à sept ans et demi.

Les législateurs américains dans le cas du *railroad receivership*, comme ceux du Japon en 2003, ont répondu à une même problématique d'insolvabilité d'entreprises – sauvetage imposé, collatéralisations intensives irréalisables, multitude et diversité des créanciers, direction opaque... – en faisant intervenir l'Etat pour convaincre l'économie politique de la faillite de la nécessité de l'action collective. Mais de

²² Buchheit & Gulati [2002] montrent que *Securities & Exchange Commission*, qui joua un rôle actif et résolument opposé aux avocats de *Wall Street* et du *Receivership*, était obnubilée par risque de renforcement de la position des *insiders* introduit par la clause de majorité qualifiée sur les créances nanties, en présence d'une règle de priorité relative dans les remboursements et dans un cas de solidarisation *de facto* de tous les créanciers. Le *Glass-Steagall Act* de 1934 n'était pas seulement motivé par la nécessité de stabiliser un système bancaire déstabilisé par les mouvements de la liquidité des marchés financiers. Il s'agissait dès le départ de 'casser' les banques de Wall-Street, bêtes noires des *New-Dealers*. Les attaques de la SEC dans ce sens, dès sa création, la même année, sont la continuité de cette politique (Tabb [1995], Kindleberger [1988]) Cet aveu est explicite dans les rapports de la SEC publiés entre 1937 et 1940 sur la réforme du *receivership*.

Ce dispositif répond aux craintes formulées par la SEC au sujet de la codification du *Receivership*, quand elle relevait que l'introduction d'une règle de vote pour les *seniors* abaissée aux 2/3 permettait, Cette crainte était motivée par la puissance financière de ce réseau et sa capacité à s'investir dans la procédure.

²³ Elle avait déjà les fonctions de régulation des prix dans le domaine des transports ferroviaires, et de contrôle des fusions et acquisitions.

manière très différente, symptomatique du contexte macro et politique sous-jacent. L'ICC tient un rôle passif de validation ou de rejet des plans, laissant le rôle de proposition à l'ancienne construction privée où, en face de la solidarisation des créanciers, la publicité de et dans la faillite n'était pas assurée. ***C'est d'abord cette coexistence de deux systèmes promoteurs de règles de paiement l'une dure, l'autre molle, qui explique l'échec de la loi.*** Les règles ne sont pas clairement établies et la faillite n'est pas encore pleinement perçue, dans son objet économique, comme une méthode de recoordination par la centralisation de l'échange, mais aussi de l'information. Nous l'avons déjà constaté. Le réseau du *receiver* parit sur la volonté publique affichée de préserver l'activité ferrée. Inversement, l'IRCJ, créée au Japon en 2003 pour résoudre les conflits d'insolvabilité les plus complexes (cf. Andrieu-Lacu [2006, V]) ne se borne pas à orienter l'économie politique de la faillite mais va y participer, rentrer dans la construction privée des contrats, s'en emparer littéralement et la remodeler. Sa force sera de parvenir à reconnaître comme point de départ en même temps, l'ordre des responsabilités correspondant au SBP, et la nécessité de parvenir à une solution au défaut respectant l'ordre des paiements inscrit dans le droit des contrats en cours. Le passage d'un ordre informel à celui gravé dans la faillite est rendu possible par l'étrange animal institutionnel qu'est l'IRCJ, mêlant à la dynamique de la liquidité micro généralement générée par ces organismes de restructuration une dynamique juridique et réglementaire, à laquelle il participe directement. Au lieu de prendre le contexte macro et institutionnel comme un acquis, elle va elle-même répondre aux deux problèmes du *Receivership*, la codification et la liquidité. Mais à la différence du Japon, qui a bénéficié de l'histoire et des avancées théoriques, à l'époque, à et comme au niveau macroéconomique, les autorités américaines avançaient dans le brouillard

- Pour conclure, la méthode employée par le Japon n'aurait probablement pas convenu alors, parce que la construction de marchés de cession suppose en amont un environnement macroéconomique liquide et que ce n'était pas le cas aux Etats-Unis, où un marché obligataire privé détruit, le rationnement persistant du crédit et une forte volatilité de l'activité dans la reprise entretenaient une préférence générale pour la liquidité élevée. Cet argument de liquidité explique *in fine* le basculement de l'approche *judicial view* de la faillite, où l'accord résulte de la négociation privée, comme dans le *Receivership*, à l'*administrative view*, consacrée par la substitution des amendements 77 et 77B par le *Chapter X* en 1938. En effet, cette approche, qui consiste à dessaisir les ayants droit de la procédure pour la confier à une administration et à des fonctionnaires, est souvent introduite pour éviter la liquidation massive ou les comportements opportunistes vecteurs d'aléa moral dans des périodes où les créanciers ne veulent pas avoir à traiter eux-mêmes la faillite de l'emprunteur ni s'occuper de la gestion des actifs. Il est à noter qu'au Japon, ce problème s'est imposé aux législateurs de manière progressive et inattendue, pour eux comme pour une partie de la littérature qui faisait encore l'hypothèse d'un haut degré d'engagement des banques principales dans leurs relations de crédit, quand la perspective du durcissement de la règle de

paiement s'est confirmée à partir de 2002, et ce alors que les portes de la faillite avaient été ouvertes. On a compris que les banques principales elles-mêmes, étaient devenues pro-liquidation. Leurs créances *senior*, qui auparavant leur servaient à solidariser les créanciers autour d'elles, leur permettaient à présent de se désengager en premier. Avant les autorités, avant la loi de faillites, elles étaient déjà passées dans le droit des contrats, mais sous une norme de solvabilité relâchée.

BIBLIOGRAPHIE

- Andrieu-Lacu, Cyrille. 2006 : *Monnaie, liquidité faillite : une histoire analytique de la crise japonaise*, Thèse de doctorat nouveau régime, Université Paris IX-Dauphine, Septembre. <http://tel.archives-ouvertes.fr>
- Buchheit, Lee C. & Gulati, Mitu G. 2002 : *Sovereign bonds and collective will*, Washington DC : Georgetown University Law Center Working Paper n°34, march.
- Hansen, Bradley A. & Hansen, Mary Eschelbach. 2003 : *The Role of Path Dependence in the Development of U.S. Bankruptcy Law, 1880-1938*, Political Economy of Financial Markets conference, Princeton.
- Hart, Oliver. 2000, *Different approaches to bankruptcy*, mimeo, NBER Working Paper 7921, September.
- ICSA. 1999 : *Legal Survey for Japan : netting financial obligations*, International Council of Securities Associations, July. <http://www.icsa-intl.com/html/japan.html>.
- Jackson, Thomas H. 2001 : *The logic and limits of Bankruptcy law*, Washington : Harvard University Press, Beard Books.
- Kindleberger, Charles P. 1988 : *La grande crise mondiale 1929-1939*, Première publication 1973, Edition française Paris : Economica.
- Lubben, Stephen J. 2004 : *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, *Cornell Law Review*, Vol. 89, September
- Martin, A.. 1974 : *Railroads and the Equity Receivership: An Essay on Institutional Change*, *The Journal of Economic History*, 34-3, 685-709.
- Sgard, Jérôme. 2002 : *L'économie de la panique*, Ed. La Découverte.
- Skeel, David A. 2001, *Debt's dominion: a history of bankruptcy law in America*, Princeton : Princeton University Press.
- Tabb, Charles Jordan. 1995 : *The History of the bankruptcy laws in the United States*, *American Bankruptcy Institute Law Review*, vol. 5, Spring.
- Tufano, Peter. 1997 : *Business failure, judicial intervention and financial innovation: restructuring US railroads in the nineteenth century*, *Business History Review*, spring, 1-40.
- Yashige, Jinya, Braun, Moryia, Hoashi & Kubota. 2000 : *Insolvency Law Reform: Report on Japan*, ADB, Regional Technical Assist. Project n°5795-REG, : www.insolvencyasia.com/insolvency_law_regimes/japan/index.html.

ANNEXE : Synoptique des procédures de redressement légales aux Etats-Unis et au Japon (Andrieu-Lacu [2006])

	ETATS-UNIS			JAPON			
	Receivership (1898-1938)	Chapter X (1938)	Chapter 11 (1978 révisée 1994)	CAPL	CiRL	CoRL	
						Version initiale	Effective 04/2003
Population visée	PME implicitement Am. 77 & 77B : <i>chemins de fer+GE</i>	PME exclues	/	PME implicite	PME implicite	GE par action PME exclues	Entreprises par action, GE implicite
Critère d'admission de la requête par le juge		Insolvabilité patente	Argument <i>common pool</i>	Insolvabilité patente Présente un 1 ^{er} plan	Argument <i>common pool</i>	Insolvabilité patente	Argument <i>common pool</i>
Implication du tribunal	Oversight Am. 77 : tribunal impliqué & juge le contenu du plan	In-court	Oversight	In-court	Oversight	In-court	Oversight
Critères de validation du plan par le juge		Pérennité de l'entreprise & stricte équité	Respect de la procédure	Pérennité de l'entreprise & stricte équité	Respect de la procédure	Pérennité de l'entreprise & stricte équité	Respect de la procédure Pérennité de l'entrep.
Délais explicite d'ouverture de la procédure après dépôt de requête ?	Non : accord du tribunal	Immédiat mais infirmable ex-post si refus du tribunal	Immédiat, validé ex- post	Non : accord du tribunal (~5 mois effectif)	Immédiat Validé ex-post de 2- 5 semaines	Immédiat mais infirmable ex-post si refus du tribunal (~5 mois/1 an effectif)	Non : accord du tribunal Pas d' <i>automatic stay</i>
Durée max. de supervision après vote	Absence de supervision	Pas de plafond prévu		Pas de plafond prévu	Spécifiée 3 ans	Spécifiée 15 ans (eff. 10-15 ans)	Quand plan financier réalisé aux 2/3
DIP system ?	Non en théorie. Oui en pratique, sans transparence	Non	Oui	Non	Oui	Non	Trustee
Traitement des dirigeants	Trustee en théorie Maintien <i>de facto</i> Amend. 77B : Trustee plus nécessaire	Eviction	Maintien <i>Trustee possible :</i> <i>Cram down provision</i>	Maintien	Maintien + <i>supervising commiss.</i> nommé par le juge surveille prod & exéc du plan CoRL si l'éviction conditionne l'accord	Eviction systématique	Au mieux, statut reformulé en trustee ou adjoint du trustee / exclusion de principe
Rédacteur du plan (et remplaçant du dirigeant si exclu)	En théorie : trustee, du syndicat des créanciers En réalité, le <i>receiver</i> , avec le dirigeant	Admin. indép. nommé par le juge (<i>referee</i> souvent) Exclusivité : créanciers écartés	Dirigeant Créanciers écartés mais période d'exclusivité limitée	Dirigeant sous seul contrôle du juge & créanciers écartés Exclusivité sans terme mais poss. de passage à la CoRL	Dirigeant sans exclusivité Pas contraint à la stricte indépendance face aux créanciers	Administrateur judiciaire indépendant nommé par le juge	Trustee en principe mais pas d'exclusivité Mais dirigeant peut devenir trustee ou <i>deputy trustee</i>

Délais explicite de négociation ?	Non		Rédaction : 4 mois, extensible pour gros défaut. Puis dirigeant perd l'exclusivité	Non	Oui 6 mois (3 rédaction / 3 négociation)	Non (25 mois effectifs avant jugement)	1 an
Restriction des pouvoirs de l'administrateur provisoire sur les actifs ?	Receiver sans pouvoir de gestion mais <i>de facto</i> restructure Am. 77B : receiver plus néc.	Non	Non, engagement de la restruct. dès l'ouverture de la procédure	Engagement de la restruct. après vote du plan	Non, engagement de la restruct. dès l'ouverture de la procédure	Oui : capital fixe prod exclu	Non, engagement de la restruct. dès l'ouverture de la procédure
Application de la règle de hiérarchie des ayants droits :	Souple	Stricte	Souple	Souple	Souple	Stricte	Intermédiaire / vers trustee
(1) Trait. des droits des actionnaires (Réduction préalable de capital)	Discrétionnaire	Réduction de 100% en principe	Discrétionnaire	Réduction de 100% en principe	Discrétionnaire	Réduction de 100% en principe	Réduction de 100% recommandée (recommande la discrimination)
(2) Ordre de priorité des créances ciales & DIP finance	Dette émise par le receiver = priorité absolue, même sur les nantissements	= common benefit	DIP finance = super-priorité Créances ciales = haute priorité > découverts	Incertain Selon avis du juge créances ciales = classique/common benefit	DIP finance = Créances ciales = common benefit = découvert	Incertain Selon avis du juge créances ciales = classique/common benefit	DIP finance = Créances ciales = dernières common benefit = découvert
(3) Traitement des créanciers nantis	Exclus de la procédure Solidarisés dans Am. 77 & 77B	Exclus de la proc.	Exclues de principe mais sursis de l'exécution Inclues si intégrées au plan	Exclus de la proc. + maintien de l'exécution	Exclus de la proc. + exécution suspendue sur demande de l'entreprise	Solidarité dans la suspension des droits Mais respect de la règle d'absolue priorité en principe	Solidarité totale de tous les créanciers
(4) Règle d'accord des créanciers : règles de majorité et assiette du vote	2/3 de l'encours Am. 77 : Unanimité des comités Am. 77B : 2/3 des créanciers réunis		50% des votants 2/3 de l'encours + comités impliqués unanimes	100% des créanciers et des encours. + comités unanimes	50% des présents & des encours + comités unanimes	MQ par comité + comités unanimes <u>Classiques</u> : 2/3 des inscrits 3/4 de l'encours ; <u>Nantis</u> : si report des droits : 3/4 ; si réduction : 4/5	MQ par comité + comités unanimes <u>Classiques</u> : 50% ; <u>Nantis</u> : Si report des droits : 2/3 ; Si réduction : 3/4
Existence d'une procédure de déblocage de (3)+(4) ?	- Eviction <i>de facto</i> des créanciers minor. - Am. 77/77B : maj. qualifiée des 2/3 sur dettes nanties		- Oui pour le blocage par un des comités de créanciers : <i>Cram down provision</i>		- Oui : paiement monét des garanties à <i>fair value</i> contre leur extinction - Passage à la <i>CoRL</i>	Non	- Oui : paiement monét des garanties à <i>fair value</i> contre leur extinction

