



# « EX POST » VS « EX ANTE » : LE CAS DE L'ÉCONOMIE DU DROIT DE LA FAILLITE

BERTRAND CHOPARD \*

P eut-on qualifier le droit de la faillite d'outil de gestion économique ? Comment l'économiste met-il à profit ses compétences pour analyser la question de la réforme des procédures collectives ? Pour y répondre, l'analyse économique du droit de la faillite procède de deux manières, toutes rendant compte désormais de l'intégration du droit dans le champ d'analyse de la finance. La première piste de recherche, qui unit les disciplines juridiques et économiques, repose sur la thèse de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998) selon laquelle les variations constatées dans les mesures juridiques de protection des investisseurs, principalement entre les pays de *common law* et ceux de *civil law*, expliquent les différences nationales relatives aux modes de gouvernance d'entreprise, aux structures de l'actionnariat des sociétés et aux évolutions des diverses places boursières. Ces analyses sont liées au droit de la défaillance à deux égards. Tout d'abord, les Codes de la faillite nationaux influencent les niveaux de protection des investisseurs. Ensuite, l'évolution des systèmes financiers et celle des structures de gouvernance (contrôle externe/contrôle interne) sont prises en compte dans la recherche d'une procédure collective optimale dans chaque pays (Berkovitch et Israel, 1999). Un second courant de recherche participant à l'intégration du droit s'est développé autour de l'analyse économique des procédures collectives. Globalement, les études dans ce second domaine peuvent être répertoriées selon deux critères déterminant leur champ d'analyse : le caractère normatif ou

\* Maître de conférences en sciences économiques à l'Université Nancy 2 et membre du BETA Nancy - CNRS.



positif de l'étude et son application, soit particulière à une procédure collective nationale donnée, soit de portée plus globale, et, par conséquent, consacrée aux règles communes des procédures collectives opérantes à travers le monde.

Le premier apport de l'économie du droit dans le domaine du traitement de la défaillance des entreprises a trait à la justification d'une procédure collective. Plus précisément, ce mécanisme est particulièrement apte à réaliser deux choses : coordonner les actions du débiteur, des créanciers (le *common pool problem*) et lutter contre les asymétries d'information entre ces agents afin d'évaluer l'entreprise selon qu'elle est liquidée ou maintenue en activité par le biais d'une cession ou d'une continuation. Cette première approche du rôle des procédures collectives souligne donc leur capacité à résoudre les conflits *ex post* lorsque le débiteur est dans l'impossibilité d'honorer ses dettes. À cet égard, le processus judiciaire se heurte à deux critiques majeures qui sont, d'une part, l'échec de la sélection des firmes viables économiquement dans la mesure où le tribunal ne réussit pas à comparer les solutions possibles de la défaillance (continuation, cession ou liquidation) à l'aune du critère de la maximisation de la valeur de l'entreprise, et, d'autre part, le non respect des priorités des créances lors de l'apurement du passif.

Parallèlement, l'efficacité d'une procédure collective particulière peut s'analyser au travers des effets que les mécanismes juridiques produisent *ex ante*. À titre d'illustration, une loi qui accorde aux entreprises défaillantes une trop grande protection dans le cadre de la procédure collective amenuise les effets incitatifs de la dette sur leur comportement. À l'opposé, un traitement trop sévère à l'égard des entreprises peut, d'une part, modifier le partage du risque à l'intérieur de l'entreprise et générer un niveau d'investissement sous-optimal (Baird, Jackson, 1988 ; et Jackson, 1982, 1986), et, d'autre part, inciter les dirigeants d'entreprise à dissimuler leurs difficultés financières (Povel, 1999), à adopter une stratégie d'enracinement (Bebchuck et Picker, 1993), à réduire leur investissement en capital humain (Berkovitch, Israel et Zender, 1997) ou à s'engager dans des projets plus risqués.

Le plan de cet article est le suivant. Dans une première partie, nous montrons comment l'économiste établit les critères permettant d'évaluer l'efficacité *ex post* d'une procédure collective au sens où l'objectif est la maximisation de la valeur de l'entreprise en difficulté. Dans une seconde partie, nous étudions comment l'économiste analyse les règles de droit par le prisme des effets qu'elles devraient normalement produire, notamment des incitations sur le comportement du débiteur et des créanciers. Enfin, nous discutons également l'hypothèse selon laquelle la diversité des Codes de la faillite nationaux serait liée aux différences entre les systèmes financiers des pays.

*UNE ÉTUDE D'IMPACT DE LA PROTECTION JURIDIQUE  
DE L'ENTREPRISE DÉFAILLANTE  
SUR LES COMPORTEMENTS « EX POST »*

Pour juger de l'efficacité *ex post* d'une procédure collective, il ne suffit pas de préciser la capacité des règles en vigueur à résoudre les problèmes liés à la faillite d'une entreprise (le choix de l'issue de la défaillance, la coordination des créanciers). Il convient également d'intégrer dans cette réflexion l'impact de la procédure collective sur la renégociation extrajudiciaire des contrats de dette et les mécanismes alternatifs de résolution de la faillite proposés par la théorie économique.

*Comment coordonner les actions des créanciers  
d'une entreprise défaillante ?*

En l'absence de traitement collectif de la faillite, les créanciers désireux d'obtenir un désintéressement rapide et le plus complet possible sont incités à saisir les actifs de l'entreprise en défaut de paiement. Ce comportement individuel et opportuniste réduit cependant leur bien-être personnel ou collectif pour deux raisons. Premièrement, dans la mesure où le remboursement complet d'une créance dépend de la célérité de chaque créancier à réaliser sa voie d'exécution, les créanciers engagent des frais importants de surveillance des débiteurs. Seule une procédure collective permet d'éviter ces dépenses dans la mesure où le créancier anticipe l'ordonnance par le tribunal de l'arrêt des poursuites individuelles de l'ensemble des créanciers. Deuxièmement, au moment de la réalisation des actifs lors d'une liquidation, l'exercice individuel des voies d'exécution peut être néfaste pour le bien-être collectif des créanciers. Plus précisément, la liquidation par morceaux de l'entreprise défaillante, inévitable sans traitement collectif de la faillite, génère un produit global moins important comparativement à une cession en un bloc ou, au minimum, en branches composées d'actifs complémentaires (Jackson, 1986).

*Comment le droit de la faillite influence-t-il la renégociation  
des contrats de dette ?*

Outre la coordination des parties à la faillite, la procédure collective offre à l'entreprise des possibilités de renégociation des contrats de dette afin de favoriser son redressement. Ces dispositions influencent directement le déroulement d'un arrangement extrajudiciaire en concrétisant les menaces en cas de rupture des négociations. À titre d'illustration, les créanciers, conscients des efforts financiers qu'ils devront consentir lors du redressement judiciaire coûteux, sont plus enclins à accorder des remises de dettes ou des délais de paiement pour éviter le dépôt de bilan.



Quant aux dirigeants d'entreprise, ils sont tentés d'entreprendre des projets plus risqués s'ils anticipent un régime judiciaire relativement clément à leur égard. Les dispositions favorables de la législation à l'encontre des entreprises défailtantes peuvent également pousser certains dirigeants à utiliser la procédure collective comme un outil stratégique de gestion. Ce dernier biais de la procédure est néanmoins limité dans la mesure où l'entreprise met en jeu sa réputation.

En l'absence de procédure collective, le créancier est également confronté au défaut de paiement stratégique de l'emprunteur lorsque sa menace de rupture du crédit n'est pas crédible. En effet, même en cas de litige, le créancier et le débiteur poursuivent leur relation de crédit dans la mesure où le premier prêt est un coût irrécupérable, à condition toutefois que le projet nouvellement financé soit rentable. Dans ce cas, une manière de crédibiliser la menace de ne pas accorder de nouveaux crédits (de délais de paiements ou de remises de dette) consiste à se financer auprès de plusieurs créanciers (les conflits d'intérêt générés augmentent le coût d'une renégociation du contrat de dette) ou à rendre la propriété du capital plus diffuse.

Dewatripont et Maskin (1995) suggèrent ainsi que les marchés financiers ont un avantage sur les intermédiaires financiers dans la crédibilité de leur engagement à refuser un financement ultérieur du fait même que l'entreprise n'est pas en relation avec un créancier unique, voire quelques-uns. La renégociation du contrat de dette est empêchée par les coûts de transaction trop importants de l'opération et par le comportement de passager clandestin des prêteurs en matière de surveillance de l'entreprise. Même si le créancier n'est pas informé *ex ante* sur la valeur du projet entrepris, la décentralisation du crédit permet désormais la sélection du projet efficace. En revanche, cette solution est moins désirable si elle fait obstacle au financement de projets rentables dont les résultats apparaissent uniquement à long terme.

Bolton et Scharstein (1996) considèrent, quant à eux, le lien entre le nombre de créanciers et la valeur de liquidation de l'entreprise. Leur raisonnement est le suivant. Classiquement, les contrats de dette offrent aux créanciers le droit de liquider les actifs de l'entreprise lorsque celle-ci ne respecte pas ses engagements. Sous l'hypothèse que les actifs qui servent de garantie sont complémentaires, s'il existe plusieurs créanciers disposant individuellement d'une sûreté qui porte sur un actif particulier, le prix auquel l'entreprise peut être cédée ou liquidée s'en trouve affecté. Plus précisément, dès que l'acquéreur éventuel de l'ensemble des actifs a acquis l'actif d'un créancier, la valeur marginale des autres actifs augmente. Il aurait été préférable pour cet agent d'acquérir l'ensemble des actifs simultanément (comme dans le cas d'un créancier unique) puisqu'il lui est de plus en plus coûteux d'obtenir les

actifs restants. De manière semblable, le dirigeant, qui a choisi de ne pas respecter ses engagements financiers, devra rémunérer davantage les créanciers afin qu'ils renoncent à exercer leur droit de liquidation. Par conséquent, emprunter à plusieurs créanciers discipline les dirigeants en matière de remboursement des créances. En revanche, si le défaut de paiement est involontaire, l'acquéreur éventuel des actifs de l'entreprise défaillante doit dépenser davantage sous l'hypothèse de créanciers multiples.

*Quel est le meilleur mécanisme d'allocation  
des actifs de la firme défaillante ?*

Au-delà de ces considérations techniques, la littérature économique reproche à la procédure collective, en sa qualité de mécanisme de gouvernance de l'entreprise défaillante, le fait que la solution adoptée par le tribunal puisse ne pas être celle qui maximise la valeur de l'entreprise pour la raison suivante : à la différence des créanciers, le tribunal ne supporte pas directement les conséquences de son choix. En d'autres termes, le tribunal n'est pas le créancier résiduel. Pour y remédier, plusieurs économistes ont proposé des mécanismes alternatifs qui, d'une part, attribuent la détermination de la valeur de l'entreprise de préférence aux divers acteurs de la défaillance et non plus au tribunal, et qui, d'autre part, respectent strictement l'ordre de priorité de remboursement des créances. À chaque fois, il s'agit de transférer la décision sur le sort de l'entreprise (continuation/liquidation) aux agents qui en supportent les conséquences, c'est-à-dire les créanciers, en supprimant l'incidence des conflits entre les différentes classes de créanciers sur la détermination de la valeur de l'entreprise. Plus précisément, ces créanciers, en devenant les nouveaux actionnaires, décident de manière optimale du sort de l'entreprise. Roe (1983) est le premier à proposer un mécanisme de ce type. Les créanciers obtiennent, en échange de l'effacement des dettes, des actions de l'entreprise qui sont réparties en respectant l'ordre de priorité de remboursement des créances. Leur prix est établi par le marché en cédant 10 % des actions disponibles. Cette opération suppose que l'entreprise défaillante se finance en émettant des actions et, par conséquent, réduit le champ d'application de ce mécanisme aux entreprises qui font appel à des actionnaires. Par ailleurs, Bebchuck (1988) critique la capacité du marché à déterminer la valeur de l'entreprise et anticipe sa sous-évaluation. En effet, la vente d'une partie des actions de l'entreprise peut inciter certains participants au processus de réorganisation à manipuler le prix de vente des actions afin de réaliser des bénéfices. Par conséquent, les deux difficultés opérationnelles majeures de ce mécanisme sont la manière dont le sort de l'entreprise est décidé et l'échange dette/action. Aghion, Hart et Moore



(1992, 1995) proposeront des modes de décision différents du devenir de l'entreprise défaillante, mais dont l'essence demeure le remplacement de l'hétérogénéité des différentes classes de créanciers par l'homogénéité d'un groupe d'actionnaires. Il reste toutefois encore une marge de manœuvre importante avant que le législateur prenne en compte cette approche. Nous pourrions imaginer offrir aux agents concernés par la faillite le choix entre une procédure d'enchères, la procédure de Aghion, Hart et Moore, celle de Bebchuck, voire une procédure laissée à la discrétion des acteurs de la défaillance, mais soumise en dernier lieu au contrôle d'un tribunal. Cette liberté devrait permettre au mécanisme le plus adapté aux besoins de l'entreprise et des créanciers d'être le plus souvent choisi, les créanciers révélant leurs préférences sur la procédure adoptée en ajustant le coût du crédit. Cependant, il est vraisemblable que le mécanisme qui bénéficie de l'avantage historique continuera à être utilisé.

*UNE ÉTUDE D'IMPACT DE LA PROTECTION JURIDIQUE  
DE L'ENTREPRISE DÉFAILLANTE  
SUR LES COMPORTEMENTS « EX ANTE »*

La seconde approche initiée par l'économiste pour juger de l'efficacité du droit de la faillite consiste à analyser l'impact de règles juridiques précises, tel l'ordre de priorité de remboursement des créances, et de l'orientation générale du Code de la faillite, plus ou moins favorable à l'entreprise défaillante ou au créancier poursuivant, sur les comportements de ces agents avant même l'apparition des difficultés financières.

*Le respect de l'ordre de remboursement des créances*

L'ordre de remboursement des créances ou la règle dite de priorité absolue interdit à un créancier subordonné, à un actionnaire ou aux dirigeants de recevoir un paiement tant que les créances de rang supérieur n'ont pas été entièrement remboursées. S'appuyant sur des études empiriques, principalement américaines, qui concluent à une violation systématique de la règle de priorité absolue lors d'une réorganisation (Eberhart, Moore et Roenfeldt, 1990 ; Franks et Torous, 1989, 1994 ; Weiss, 1990 ; et White, 1992), des travaux théoriques ont analysé cette règle de droit à partir de ses conséquences sur le comportement *ex ante* de l'entreprise et de ses partenaires. Le rationnement du crédit est une première illustration. Longhofer (1998) explique ainsi cet excès de la demande de crédit à l'équilibre. Certaines entreprises sont incapables d'obtenir les fonds nécessaires car le taux rémunérateur ne peut pas augmenter suffisamment de façon à satisfaire leur contrainte de participation (ou de profit nul). Ce rationnement du crédit apparaît parce que le

coût de vérification et les déviations dans l'ordre de paiement diminuent le rendement escompté des prêteurs en cas de défaillance. L'accroissement du rendement des créanciers, induit par une hausse du taux d'intérêt, s'avère insuffisant pour compenser les coûts liés à l'occurrence plus fréquente de la faillite. Ainsi, des entreprises, prêtes à payer un taux d'intérêt plus élevé pour obtenir le prêt finançant leurs projets caractérisés par une valeur actuelle nette positive, n'ont pas recours au financement externe.

Le respect de la règle de priorité absolue agit également sur le comportement de l'emprunteur. Eberhart et Senbet (1993) expliquent que les déviations dans l'ordre de remboursement limitent les incitations à s'engager dans des projets risqués à l'approche de la détresse financière. Si les actionnaires reçoivent une part de la valeur de la firme lors de la faillite, ils sont moins enclins à entreprendre des actions risquées qui peuvent la réduire. En revanche, Longhofer et Carlstrom (1995) supportent une conclusion différente. Le problème d'aléa moral est aggravé par les entorses à l'ordre de remboursement. Leurs résultats sont néanmoins compatibles si nous considérons le moment où le comportement à l'égard du risque évolue. En effet, le changement d'attitude à l'égard du risque a deux effets opposés sur la valeur de l'entreprise. D'une part, le rendement de l'entreprise dans les états de faillite s'accroît, et, avec lui, le profit escompté. D'autre part, la probabilité de faillite augmente, ce qui réduit le profit escompté. Quand Longhofer et Carlstrom supposent que le changement d'attitude vis-à-vis du risque apparaît, le dernier effet domine, alors que, chez Eberhart et Senbet, au contraire, le premier effet domine.

Pour Bebchuck et Picker (1993), les déviations dans l'ordre des remboursements sont bénéfiques à deux égards. D'une part, elles réduisent les incitations des dirigeants à sélectionner des projets dits spécifiques, et, d'autre part, elles les encouragent à investir leur capital humain dans l'entreprise. Pour illustrer les stratégies d'enracinement des dirigeants décrites par les auteurs cités précédemment, supposons qu'ils choisissent entre deux types de projets. Certains sont davantage rémunérateurs s'ils sont conduits par les dirigeants actuels, alors que d'autres y sont insensibles. Si le choix du dirigeant se porte sur ce dernier et que l'ordre de remboursement est respecté, alors le dirigeant se trouve démuné en cas d'échec. En revanche, si le projet est spécifique, le dirigeant peut négocier ses qualifications. Par conséquent, si le dirigeant anticipe d'extraire des concessions de ses partenaires compte tenu de sa position relativement avantageuse dans la procédure collective, il est moins enclin à investir dans des projets aussi spécifiques. Enfin, vis-à-vis de l'investissement en capital humain, qui détermine le rendement même du projet d'investissement, une possible déviation par rapport à l'ordre de remboursement lui assure un retour sur investissement, notamment en cas de défaillance.



Enfin, Cornelli et Felli (1997) considèrent l'impact du respect de l'ordre de remboursement des créances sur les incitations du créancier à surveiller l'entreprise. Plus précisément, le besoin de créer chez les créanciers des incitations à surveiller l'entreprise peut être incompatible avec une procédure qui dévie systématiquement ou jamais de la règle de priorité absolue. Ainsi une procédure, qui autorise les déviations par rapport à l'ordre de remboursement, s'avère inefficace *ex ante* dans la mesure où les créanciers réduisent leur activité de surveillance de l'entreprise. À l'inverse, si on considère une procédure plus respectueuse de cette règle, il peut être inefficace d'assurer au créancier le mieux classé le recouvrement de sa créance. Cette position rend aux yeux de ce créancier l'activité de surveillance moins nécessaire et incite faiblement les autres créanciers à lui succéder dans la mesure où les sommes restantes sont insuffisantes pour les rembourser.

Au-delà de l'ordre de priorité des remboursements, l'orientation même de la procédure collective est critiquée en raison de l'impact de cette création juridique d'information, de pouvoir ou de confiance sur les stratégies du débiteur et du créancier. Précisément, quel que soit le pays considéré, le législateur se trouve confronté au difficile arbitrage, imposé par le traitement de la défaillance, entre les deux intérêts divergents : celui du créancier poursuivant (le risque de faillites en cascade) et celui de l'entreprise (assurer le maintien de l'activité). À titre d'illustration, la procédure collective américaine (*Chapter 11*), jugée trop protectrice des intérêts des entreprises défaillantes, doit-elle être réformée afin d'assurer un certain équilibre entre les intérêts des parties à la faillite ? À l'inverse, le droit allemand doit-il abandonner son régime liquidatif protecteur des intérêts des créanciers en faveur d'un modèle hybride afin de mieux prendre en compte le bien-être des deux acteurs majeurs de la défaillance ? L'analyse économique du droit permet de mettre l'accent sur les conséquences possibles d'un tel changement législatif et, par conséquent, de l'évaluer.

*Une réforme de l'orientation générale du droit de la faillite :  
pro-débiteur ou pro-créancier garanti ?*

Supposons avec Povel (1999) que l'entreprise soit capable de dissimuler ses difficultés financières à ses partenaires, y compris ses prêteurs. Cette asymétrie d'information pose problème à l'institution judiciaire dans la mesure où, plus le traitement de la défaillance intervient en amont des difficultés financières, plus la probabilité de réussite d'un redressement est élevée le cas échéant. En définitive, le système judiciaire doit permettre, soit de secouer l'apathie de l'entreprise en difficulté, soit de rendre une dissimulation stratégique de ses difficultés financières

moins attrayante. Dans ce cadre d'analyse marqué par l'antisélection<sup>1</sup>, le dirigeant de l'entreprise concernée réalise également un niveau d'effort non observable déterminant la réussite du projet d'investissement (l'aléa moral). Deux problèmes d'incitation sont imbriqués. Plus les perspectives de l'entreprise sont maussades, plus cette dernière est poussée au défi de dissimuler ses difficultés financières. Par conséquent, il est nécessaire de récompenser le dirigeant afin qu'il se déclare et ensuite revaloriser le paiement de l'entrepreneur sain afin de préserver ses incitations en termes d'effort. Enfin, si un dirigeant d'entreprise demande un crédit supplémentaire, le créancier ignore si ces fonds vont permettre le redressement ou creuseront davantage l'insuffisance d'actif.

Dans ce cadre d'analyse, Povel (1999) recherche le contrat optimal<sup>2</sup> proposé par le créancier (le principal<sup>3</sup>) parmi un contrat répressif vis-à-vis du débiteur, un contrat non répressif ou clément (au détriment des créanciers) et un contrat intermédiaire ? Indirectement, quel est le degré de clémence optimal d'une loi relative aux défaillances d'entreprises ? Dans cette relation principal-agent avec aléa moral et antisélection, il apparaît deux types de contrats possiblement d'équilibre selon les paramètres du modèle. Il s'agit, soit d'un contrat répressif, soit d'un contrat non répressif qui se distingue par l'engagement du créancier à accorder un crédit supplémentaire à l'entreprise en difficulté en vue de permettre son redressement. Dès lors, les deux procédures collectives rivales (pro-débiteur - pro-créancier) peuvent être optimales selon les valeurs de paramètres exogènes tels que le coût de l'effort réalisé par le débiteur influençant le résultat du projet d'investissement, la probabilité que les difficultés de l'entreprise soient uniquement temporaires, les bénéfices privés du débiteur et le coût de la sauvegarde de l'entreprise défaillante. À l'inverse, une procédure collective hybride qui tente de compiler les aspects des deux procédures extrêmes obtient de moins bons résultats. Par conséquent, un respect strict de l'ordre de priorité des remboursements, principalement entre le débiteur et ses créanciers et non pas entre les différents créanciers, n'est plus obligatoirement la norme. Pour une valeur donnée des paramètres, il peut être préférable d'enfreindre la règle dite de priorité absolue. Le risque encouru par les tribunaux de faillite, en protégeant excessivement les entreprises défaillantes, est alors le recours stratégique des dirigeants désireux de rompre certains contrats pesants et, plus généralement, de bénéficier d'une position avantageuse lors de la renégociation des contrats de dette (Berglöf, Roland et Von Thadden, 1999). Néanmoins, cette orientation traduit également la volonté d'une révélation (et donc d'une résolution) précoce des difficultés financières.



*L'évolution des Codes de la faillite nationaux :  
une approche par les systèmes financiers*

Lorsque l'on cherche à définir une procédure collective optimale pour un pays particulier, l'approche microéconomique précédente demeure limitée dans la mesure où elle ne prend pas en compte les caractéristiques spécifiques de chaque économie. Berkovitch et Israel (1999) comblent partiellement cette lacune en liant le choix d'une procédure collective au type du système financier. Précisément, ils considèrent qu'une procédure collective est optimale si elle facilite la liquidation chaque fois que les créanciers ont acquis la certitude que cette forme de résolution de la défaillance est préférable, si elle empêche les liquidations excessives (lorsque la continuation est préférable), si elle incite les dirigeants à s'engager sur la voie de la liquidation bien qu'ils réussissent à masquer leurs difficultés financières, et, enfin, si le partage du produit de la liquidation maximise la capacité d'endettement de l'entreprise. Deux procédures collectives peuvent répondre à ces exigences. La première, intitulée *creditor chapter*, permet aux créanciers d'ordonner la liquidation de l'entreprise si aucun accord entre les agents touchés par la faillite n'est conclu. Un professionnel de la faillite liquide les actifs de l'entreprise et répartit le produit de l'opération en respectant la règle de priorité absolue. La seconde, nommée *debtor chapter*, permet au débiteur de se placer sous la protection de la loi et de rester à la tête de l'entreprise en vue d'entamer une procédure de redressement. Dans ce cas, le débiteur reçoit un montant équivalent aux bénéfices privés afin de l'inciter à demander la liquidation si cela est nécessaire.

Désormais, la question est : quelle procédure collective adopter, compte tenu du système financier du pays, soit fondé sur le marché (les États-Unis, le Royaume-Uni), soit fondé sur les banques (l'Allemagne et le Japon) ? Pour Berkovitch et Israel (1999), chacun de ces deux groupes se distingue en fonction de la diffusion de l'information sur une variable centrale en matière d'octroi du crédit, puis de résolution de la défaillance : la qualité du projet d'investissement. Une seconde information est prise en compte par leur modèle. Il s'agit de la perception par le débiteur de la qualité de la technologie d'acquisition d'informations de ses partenaires financiers. Plus précisément, dans les systèmes financiers fondés sur le marché, les investisseurs obtiennent des informations grâce aux marchés financiers de titres et à leurs propres investigations. La qualité de l'information disponible pour les investisseurs dépend de l'efficacité des marchés. En outre, les dirigeants n'observent pas ou ne contrôlent pas l'information diffusée auprès des investisseurs. Dans un système fondé sur les banques, ces dernières assurent non seulement un rôle d'intermédiaire financier, mais également des fonctions dans la

gestion et la surveillance des entreprises par le biais de leur participation aux conseils d'administration et de leur pouvoir de veto. Par conséquent, les investisseurs disposent d'une information de bonne qualité sur la valeur du projet d'investissement, cependant moins bonne que celle obtenue dans le modèle rival. En outre, les dirigeants ont une idée précise de l'information dont disposent leurs partenaires financiers. Dès lors, compte tenu de la diffusion d'informations entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux, le modèle théorique suggère l'adoption du *creditor chapter* dans les systèmes financiers fondés sur les banques. À l'inverse, dans les systèmes fondés sur le marché, le Code de la faillite doit prévoir une procédure identique à celle préconisée dans le modèle rival et simultanément offrir une seconde procédure plus protectrice de l'entreprise défaillante, le *debtor chapter*. La validation de cette intuition se heurte cependant à l'évolution récente des systèmes financiers qui met à mal l'hypothèse d'une opposition claire entre un système financier fondé sur les banques et un système fondé sur le marché (Paillard et Amable, 2000).

La question de la réforme des procédures collectives a connu un nouvel essor par le biais de l'analyse économique du droit autour des discussions relatives à la protection des investisseurs, aux évolutions des systèmes financiers et de la gouvernance d'entreprise. Dans le cadre particulier du droit de la faillite, l'incursion de la recherche économique dans le domaine juridique a permis d'analyser ce dernier du point de vue de l'efficacité *ex post* et de l'efficacité *ex ante*. Globalement, il semble que l'orientation pro-débiteur ou pro-créancier des différentes législations n'est pas remise en cause et que l'économiste offre aux juristes des études d'impact ponctuelles en considérant que le droit influence le comportement de l'entreprise et de ses partenaires avant même l'apparition des difficultés financières. Aussi, les analyses économiques recensées dans cet article appellent des études supplémentaires en élargissant, par exemple, le jeu entre un débiteur et un créancier garanti aux autres acteurs de la faillite : l'actionnaire, le fournisseur, le salarié, le tribunal de commerce. Enfin, une autre voie de recherche consiste à abandonner l'hypothèse d'une règle de droit exogène au profit de l'étude du processus de création des règles de droit de la faillite. À titre d'illustration, pour quelles raisons un pays s'est-il doté d'un traitement de la faillite favorable au créancier, au débiteur, à l'actionnaire ou au salarié ?



## NOTES

1. Le créancier ne connaît pas le résultat du projet d'investissement alors qu'il pourrait être bénéfique pour ce dernier d'accorder un crédit supplémentaire à l'entreprise ou de limiter ses pertes si l'entreprise s'avère irrémédiablement insolvable.
2. Le contrat est optimal (ou la loi est optimale) s'il maximise l'espérance de profit du créancier (le principal) sous contrainte que le niveau d'effort choisi par le dirigeant (l'agent) maximise son espérance de gain, que l'entrepreneur accepte ce contrat et qu'il révèle le type de son projet d'investissement.
3. Le créancier joue le rôle du principal pour une raison déterminée. Il s'agit de rendre compte de la volonté du créancier d'accorder ou non des crédits supplémentaires à l'entreprise en difficulté. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si le dirigeant était le principal, la décision d'octroi du crédit serait biaisée par le pouvoir de négociation majoré de ce dernier. En effet, le créancier (l'agent) concéderait plus aisément des facilités de paiement au débiteur du fait de sa position plus faible dans la négociation.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGHION P. et BOLTON P. (1992), « An incomplete contracts approach to financial contracting », *Review of Economic Studies*, vol. LIX, pp. 473 - 494.
- AGHION P., HART O. et MOORE J. (1992), « The economics of bankruptcy reform », *Journal of Law Economics and Organization*, vol. VIII, pp. 523-546.
- AGHION P., HART O. et MOORE J. (1995), « Insolvency reform in the U.K: a revised proposal », *Insolvency Law and Practice*, vol. XI, pp. 67-74.
- BAIRD D.G. et JACKSON T. (1988), « Bargaining after the fall and the contours of the absolute priority rule », *The University of Chicago Law Review*, vol. LV, pp. 738-789.
- BEBCHUK L.A (1988), « A new approach to corporate reorganizations », *Harvard Law Review*, vol. CI, pp. 775-804.
- BEBCHUK L.A. et PICKER R.C. (1993), « Bankruptcy rules, managerial entrenchment and firm-specific human capital », *John M. Olin Law and Economics Working Paper*, 16 (2D series).
- BERGLOF E., ROLAND G. et VON THADDEN E.L. (2000), « An incomplete contract approach to corporate bankruptcy », *Working Paper CEPR*.
- BERKOVITCH E. et ISRAEL R. (1999), « Optimal bankruptcy laws across different economic systems », *Review of Financial Studies*, 12, p. 347-377.
- BERKOVITCH E., ISRAEL R. et ZENDER J.F. (1997), « Optimal bankruptcy law and firm specific investments », *European Economic Review*, vol. XLI, pp. 487-497.
- BLAZY R. (2000), *La faillite - Éléments d'analyse économique*, Économica.
- BOLTON P. et SCHARFSTEIN D.S. (1996), « Optimal debt structure and the number of creditors », *Journal of Political Economy*, vol. CIV, pp. 1-25.
- CORNELLI F. et FELLI L. (1997), « Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures », *European Economic Review*, vol. XLI, pp. 475 - 485.
- DEWATRIPONT M. et MASKIN E. (1995), « Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies », *Review of Economic Studies*, vol. LXII, pp. 541-555.
- EBERHART A., MOORE W. et ROENFELD R. (1990), « Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings », *Journal of Finance*, vol. XLV, December, pp. 1457-1469.
- EBERHART A.C. et SENBET L.W. (1993), « Absolute priority rule violations and risk incentives for financially distressed firms », *Financial Management*, pp. 101-114.

- FRANKS J. et TOROUS W. (1989), « An empirical investigation of U.S. firms in reorganization », *Journal of Finance*, vol. XLIV, juillet, pp. 747-769.
- FRANKS J. et TOROUS W. (1994), « A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and Chapter 11 reorganizations », *Journal of Financial Economics*, vol. XXXV, pp. 349-370.
- HART O. (2000), « Different approaches to bankruptcy », *Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper*, 1903.
- JACKSON T. (1982), « Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain », *The Yale Law Journal*, vol. XCL, April, pp. 857-907.
- JACKSON T. (1986), *The logic and limits of bankruptcy law*, Cambridge, Massachusetts ; Harvard University Press.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SALINES F., SHLEIFER A. et VISHNY R. (1998), « Law and finance », *Journal of Political Economy*, vol. CVI, December, pp. 1113-1155.
- LONGHOFFER S.D. (1998), « Absolute priority rule violations, credit rationing, and efficiency », *Federal reserve bank of Cleveland working paper*, 9710.
- LONGHOFFER S.D. et CARLSTROM C. (1995), « Absolute priority rule violations in bankruptcy », *Economic Review*, pp. 21-30.
- PAILLARD S. et AMABLE B. (2000), « Intégration européenne et systèmes financiers : y a-t-il convergence vers le modèle anglo-saxon ? », document de travail Université de Lille 2, Cepremap.
- POVEL P. (1999), « Optimal soft or tough bankruptcy procedures », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. XV (13), pp. 659-684.
- ROE M. (1983), « Bankruptcy and debt: a new model for corporate reorganization », *Columbia Law Review*, vol. LXXXIII, April, pp. 527-602.
- WEISS L. (1990), « Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims », *Journal of Financial Economics*, vol. XXVII, pp. 285-314.
- WHITE M.J. (1992), « Measuring deviations from absolute priority in Chapter 11 bankruptcy », *Journal of Legal Economics*, July, p. 71-77.
- WHITE M.J. (1994), « Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganizations and out-of-court debt restructurings », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. X, October, pp. 268-295.
- WHITE M.J. (1996b), *Survey evidence on business bankruptcy*, in *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, ed. J. Bhandari and L. Weiss, London, Cambridge University Press.

