

Avantages économiques potentiels à tirer de la réforme du droit de l'insolvabilité en Europe

Février 2016



Clause de non-responsabilité

« Avantages économiques potentiels à tirer de la réforme du droit de l'insolvabilité en Europe » (Le Rapport) est destiné uniquement à des fins d'information générale, et n'a pas vocation à constituer un conseil professionnel d'ordre juridique, financier, en matière de fiscalité des investissements, réglementaire, commercial ou autre et ne doit pas être considéré comme tel. Bien que les informations contenues dans le présent Rapport proviennent de sources jugées fiables, ni l'AFME, ni Frontier Economics, ni Weil, Gotshal & Manges LLP n'affirment ni ne garantissent qu'elles soient exactes, appropriées ou exhaustives et ni l'AFME, ni Frontier Economics, ni Weil, Gotshal & Manges LLP ni leurs salariés ou consultants respectifs n'assument une quelconque responsabilité découlant de ou liée à l'utilisation du présent Rapport ou de son contenu.

La réception du présent document est soumise aux paragraphes 3, 4, 5, 9, 10, 11 et 13 des Conditions d'utilisation qui s'appliquent au site Internet de l'AFME (disponibles sur <http://www.afme.eu/Legal/Terms-of-Use.aspx>) et, aux fins desdites Conditions d'utilisation, le présent document est considéré comme une « Documentation » (que vous l'avez reçu ou obtenu via le site Internet de l'AFME ou d'une autre manière).

Février 2016

Contents

Avant-propos	2
Note de synthèse	4
1. Introduction	8
2. Présentation des réformes en place au niveau de l'UE	12
3. Les aspects juridiques et politiques des systèmes d'insolvabilité dans l'Union européenne	16
4. Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité	26
5. Conclusions et considérations politiques	42
Annexe 1 : Relation entre qualité des régimes d'insolvabilité et développement des marchés obligataires	46
Annexe 2 : Données sur les taux de recouvrement	49
Annexe 3 : Analyse des sources de documentation	51
Annexe 4 : Annexe technique sur le modèle économétrique	54
Annexe A : Principales différences entre les législations sur l'insolvabilité et la restructuration dans l'Union européenne	66
Annexe B : Principales règles établies par le cadre juridique américain dit « Chapitre 11 »	80
Annexe C : Études de cas de restructurations majeures en Europe	81
Annexe D : Études de cas sur les réformes nationales récentes	83
Références	85
Contacts	88

Avant-propos

La réforme de la législation sur l'insolvabilité en Europe est un projet-type du marché unique, ô combien nécessaire au vu de ses disparités. Les conflits qui existent aujourd'hui entre les différentes procédures d'insolvabilité sont un frein aux marchés financiers et à la croissance de l'économie réelle en Europe. Ces conflits propagent l'incertitude parmi les investisseurs, découragent les investissements transfrontaliers et retardent la restructuration des sociétés en difficulté financière. Ils compliquent également la résolution du problème des nombreux prêts improductifs à travers l'Europe, qui constitue un véritable enjeu pour la stabilité du secteur bancaire.

La réforme de l'insolvabilité à l'échelle de l'UE est attendue depuis longtemps et la Commission européenne s'est engagée à agir. Elle proposera d'ici la fin de l'année une initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises dans le cadre de son programme de travail sur l'union des marchés des capitaux. Pour nourrir le débat, l'AFME a publié un rapport intitulé « Avantages économiques potentiels à tirer de la réforme du droit de l'insolvabilité en Europe ». Écrit en collaboration avec le cabinet de conseil économique Frontier Economics et le cabinet d'avocats international Weil, Gotshal & Manges LLP, ce rapport propose une analyse économique et juridique complète des effets de la fragmentation des lois européennes sur l'insolvabilité.

Notre rapport propose une première estimation des conséquences économiques potentielles de la réforme sur l'insolvabilité en Europe. Il montre que l'amélioration du taux de recouvrement des procédures d'insolvabilité devrait réduire les écarts de rendement des obligations d'entreprises de 18 à 37 points de base. Répercuté sur l'économie toute entière, cet abaissement de la prime de risque pourrait gonfler le PIB de l'UE de 0,3 % à 0,55 % à long terme, soit de 41 à 78 milliards d'euros.

Nous formulons un certain nombre de propositions concrètes en vue d'une harmonisation ciblée des lois européennes sur l'insolvabilité au travers de normes minimales de l'insolvabilité en Europe. Premièrement, nous recommandons que tous les États membres disposent d'une procédure de suspension de paiement de type Chapitre 11 afin de permettre une restructuration rapide et efficace. Deuxièmement, nous prônons une protection spéciale des nouveaux financements afin que les sociétés en difficulté puissent disposer d'un fonds de roulement. Troisièmement, nous proposons un renforcement des droits des créanciers. Et quatrièmement, nous suggérons que les agences nationales en charge des questions d'insolvabilité communiquent régulièrement leurs résultats afin de mieux informer les investisseurs et les responsables politiques.

De solides règles d'insolvabilité favorisent l'étoffement et l'efficacité des marchés des capitaux ainsi qu'un niveau d'entrepreneuriat plus développé, autant d'éléments moteurs de la croissance dont l'Union européenne a tant besoin. L'AFME et ses membres soutiennent pleinement les travaux de la Commission sur l'Union des marchés des capitaux (UMC). Nous espérons que ce rapport servira de base à des échanges constructifs sur la création d'un cadre de l'insolvabilité homogène à l'échelle européenne dans la perspective de cette initiative vitale.

Simon Lewis

Chief Executive

Association for Financial Markets in Europe



Note de synthèse



Note de synthèse

Dans son plan d'action sur l'union des marchés des capitaux, la Commission européenne a souligné que l'adoption de normes minimales concernant la législation sur l'insolvabilité en Europe contribuerait à limiter les barrières aux investissements transfrontaliers et permettrait une restructuration plus rapide des entreprises. La Commission entend conduire une initiative législative sur le droit de l'insolvabilité d'ici la fin 2016. Ce rapport a pour objet d'examiner l'état actuel du droit de l'insolvabilité et de ses pratiques en Europe dans le contexte des nouvelles propositions de réforme de la Commission et de fournir une évaluation quantitative et qualitative crédible des avantages économiques qui pourraient être tirés d'une réforme du droit de l'insolvabilité.

Le cadre juridique dans lequel s'inscrit l'insolvabilité de l'entreprise contribue à établir l'efficacité de la réallocation des ressources limitées – en particulier du capital et de la main d'œuvre – à des usages plus productifs lorsqu'une entreprise rencontre de graves difficultés financières. Un cadre d'insolvabilité efficace a quatre fonctions principales :

- évaluer la viabilité : distinguer les entreprises qui ne sont plus viables de celles qui pourraient potentiellement poursuivre leurs activités.
- permettre la restructuration : faciliter la restructuration des entreprises viables pour leur permettre de vite retrouver un fonctionnement normal dans les meilleures conditions.
- procurer la sécurité juridique : s'assurer que toutes les parties concernées dans le cadre d'une restructuration ou d'une insolvabilité ont une bonne compréhension préalable des procédures et calendriers, de même que de leurs droits et responsabilités.
- faciliter le règlement des créances : minimiser le coût et le temps nécessaires pour faire appliquer les contrats d'emprunt en cas d'insolvabilité.

Les grandes disparités qui existent entre les cadres nationaux de l'insolvabilité en Europe ont tout un ensemble de répercussions négatives sur l'économie et les marchés financiers ; elles ont notamment pour effet de :

- décourager les investissements transfrontaliers (en particulier pour les multinationales ou les sociétés aux structures de financement complexes) et donc de réduire l'efficacité des marchés des capitaux de l'UE de manière générale ;
- freiner la restructuration en temps opportun d'entreprises viables en difficulté financière, conduisant plus souvent à la liquidation qu'à la restructuration en vue du maintien des activités ;
- accroître l'incertitude parmi les émetteurs, les investisseurs et les autres parties prenantes par rapport aux taux de recouvrement des créances ;
- placer les PME en position de désavantage concurrentiel car elles ne possèdent généralement pas les ressources financières nécessaires pour profiter de procédures de restructuration plus efficaces mises à disposition dans d'autres États membres ; et
- rendre plus difficile le règlement des niveaux élevés de prêts improductifs qui absorbent le capital des banques, réduisent l'efficacité de l'allocation du capital et sont un défi à la stabilité du système bancaire.

Méthodologie et principaux résultats

Les études récentes sur l'impact économique de la réforme de l'insolvabilité en Europe s'appuient sur des ensembles de données relativement limités et sur un éventail d'hypothèses larges pour générer une estimation macroéconomique des gains de la réforme. Cette étude vise à accroître les données probantes en utilisant des données de marché aux fins de tester les effets observables des variations de la qualité des cadres nationaux de l'insolvabilité sur le coût du crédit en partant des rendements des obligations d'entreprises. Nous nous fondons sur un modèle d'évaluation du prix des obligations pour estimer l'impact des régimes d'insolvabilité sur la prime de risque. Le résultat est ensuite utilisé pour estimer l'impact potentiel à long terme sur le PIB de l'UE.

Étape 1 : estimation de l'impact de la réforme de l'insolvabilité sur la prime de risque

Le contrôle des caractéristiques obligataires fait apparaître une corrélation négative importante entre les rendements des obligations d'entreprises et les taux de recouvrement attendus. Nous avons établi qu'une hausse de 10 points de pourcentage du taux de recouvrement attendu correspond à une baisse de 37 points de base de l'écart de rendement obligataire. Cette corrélation négative laisse à penser que les pays dotés de solides régimes d'insolvabilité ont des coûts d'emprunt inférieurs. Lorsque nous contrôlons les caractéristiques de pays hors du cadre d'observation (par ex. des facteurs ou risques institutionnels non repris dans la notation de crédit), l'effet estimé se limite à une réduction de 18 points de base de l'écart de rendement des obligations.

Étape 2 : estimation de l'impact macroéconomique de la réforme de l'insolvabilité

La documentation existante nous permet d'extrapoler à partir des effets des cadres de l'insolvabilité sur les écarts de rendement obligataires aux répercussions macroéconomiques globales d'une amélioration des cadres de l'insolvabilité. Nos estimations se fondent sur les résultats de Bleaney et al. (2013) qui établissent qu'une réduction d'un point de pourcentage de l'écart de rendement obligataire correspond à une hausse de 1,57 point de pourcentage du PIB à long terme et de 1,06 point de pourcentage de l'emploi à long terme.

Nous pouvons combiner ces résultats à ceux de notre modèle d'évaluation des prix des obligations pour simuler l'impact macroéconomique de la réforme de l'insolvabilité au niveau de l'UE. Si tous les États membres de l'UE devaient atteindre un taux de recouvrement de 85 pour cent, il en découlerait une augmentation permanente du PIB de 41 à 78 milliards d'euros (soit entre 0,3 % et 0,55 % du PIB des 28 pays de l'UE). Le marché du travail de la zone verrait la création de 600 000 emplois supplémentaires au bas mot et de 1,2 million dans l'hypothèse la plus optimiste. La distribution des effets macroéconomiques suggère qu'une bonne partie des gains de la réforme de l'insolvabilité en valeur absolue pourrait aller à l'Italie, à l'Espagne et à la France ainsi qu'à certains États membres de l'Europe centrale, comme la Pologne, la Hongrie et la Roumanie.

Avantages économiques potentiels non estimés dans cette étude

Notre modèle ne couvre pas un certain nombre d'autres circuits potentiels qui pourraient encore augmenter l'ensemble des avantages économiques de la réforme du cadre d'insolvabilité dans l'UE, dont : (i) un meilleur accès aux solutions de financement pour les entreprises ; (ii) des niveaux d'entrepreneuriat et de création d'entreprise renforcés ; (iii) les avantages du « marché unique » découlant d'un environnement mieux intégré des échanges et investissements transfrontaliers ; et (iv) une avancée dans le règlement des niveaux élevés de prêts improductifs en Europe. Nous suggérons d'envisager ces effets dans le cadre d'études à venir.

La question des prêts improductifs (NPL) est particulièrement urgente. Sur la base d'une définition standard, l'évaluation exhaustive conduite par la BCE en 2014 a identifié 879 milliards d'euros de prêts NPL dans le système bancaire. Dans son évaluation économique la plus récente sur la zone euro, le FMI a établi que « *les hauts niveaux de prêts improductifs sont un obstacle à l'activité de prêt et au recouvrement* » et a souligné que la réforme de l'insolvabilité à l'échelle paneuropéenne était une priorité pour réduire la masse de ces NPL. Le FMI souligne que « *la cession des prêts improductifs peut libérer de gros volumes de capitaux réglementaires et générer d'importantes capacités en vue de nouvelles activités de prêt* », en calculant que la libération du capital mobilisé par les NPL pourrait permettre entre 167 et 522 milliards d'euros de nouveaux emprunts pour autant qu'il y ait une demande correspondante en face.

Recommandations en matière de politique du droit de l'insolvabilité

La principale conclusion politique est qu'investir dans la réforme de l'insolvabilité et la convergence vers de meilleures pratiques présente des avantages économiques non négligeables. Ces retombées se distinguent par leur nature et leur ampleur de celles d'autres types de réforme institutionnelle.

Selon nous, l'amélioration de l'efficacité des pratiques relatives à l'insolvabilité en Europe, notamment au travers du développement du potentiel de la restructuration, repose sur les éléments indispensables suivants :

- **Suspension de paiement** : en évitant une action précipitée des créanciers, la suspension de paiement est essentielle à la réussite de la sauvegarde ou du redressement d'une entreprise en grande difficulté. La plupart des États membres de l'UE disposent de ce type de procédure sous une forme ou une autre mais, lorsqu'on les étudie dans le détail, elles sont insuffisantes dans certaines juridictions.
- **Évaluation** : des avancées devraient être faites vers la mise en place d'un cadre homogène de la résolution judiciaire rapide des litiges concernant les évaluations.
- **Application forcée** : les créanciers ou actionnaires sans intérêt économique dans l'entreprise (sur une base d'évaluation adéquate) ne devraient pas être en mesure d'imposer leur veto et de forcer ainsi l'introduction d'une procédure d'insolvabilité formelle ou de retarder d'autres formes de restructurations viables. Dans un contexte approprié, les décisions des créanciers ayant un intérêt économique inscrit dans un principe de continuité des activités de l'entreprise devraient pouvoir engager ceux qui n'en ont plus (ce qu'on appelle également une procédure d'application forcée ou « *cramdown* » aux créanciers « *out-of-the-money* »).
- **Rôle des créanciers** : les États membres devraient laisser une place plus grande aux créanciers ou tiers, même dans le cadre des procédures d'insolvabilité formelles, y compris leur fournir le plus en amont possible du processus toutes les informations pertinentes sur l'entreprise impactée et sur toute proposition de plan ou de procédure. La participation

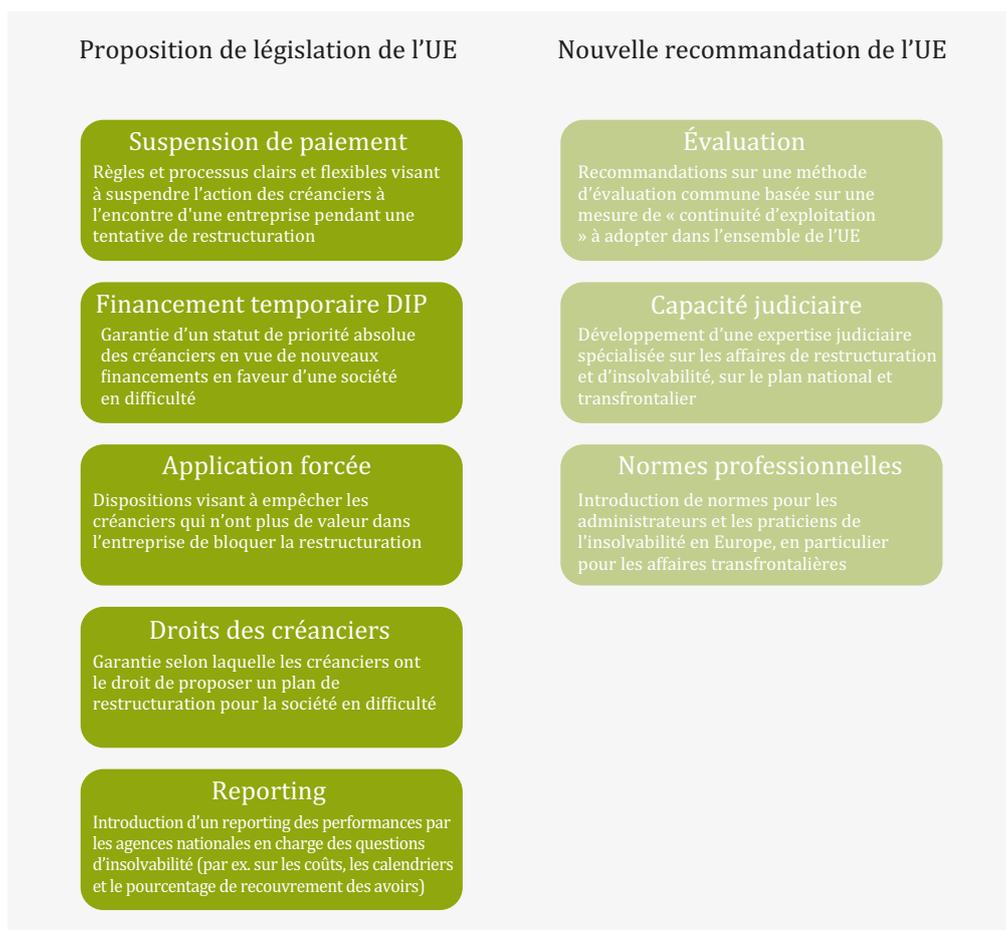
des créanciers ou des tiers pourrait faire émerger de nouvelles solutions, voire de nouveaux financements, et permettre ainsi de distinguer plus aisément les entreprises viables de celles dont les créanciers ne sont pas disposés à apporter leur soutien et qui doivent donc envisager une procédure de liquidation.

- **Financement** : des mesures devraient également être prises pour traiter de l'enjeu de la continuité du financement des entreprises en difficulté de sorte qu'une proportion plus grande de sociétés économiquement viables puissent être redressées et que la destruction de valeur liée à une restructuration soit ainsi limitée.

La convergence vers de meilleures pratiques pourrait être obtenue au travers d'une approche harmonisée qui donnerait lieu à des règles minimums pour chacun des éléments visés ci-dessus, appliquées ensuite dans les régimes d'insolvabilité nationaux à travers l'Europe. À cet égard, les parties prenantes impliquées au même niveau d'une procédure d'insolvabilité devraient pouvoir raisonnablement attendre des droits, obligations, protections et résultats similaires dans toutes les juridictions de l'UE. À défaut, nous continuerons de voir, comme c'est actuellement le cas, une panoplie d'effets négatifs par pays découlant de réformes réservées à une juridiction en particulier.

Les priorités et la planification de la poursuite de la réforme de l'insolvabilité en Europe passent par un certain nombre d'appréciations pratiques et politiques importantes. LAFME est favorable à une initiative législative européenne assez restreinte et ciblée pour intégrer les principales normes minimales d'un droit de l'insolvabilité efficace dans les législations nationales. Nos propositions vont dans le sens des réformes déjà mises en place au plan national.

Parallèlement, nous prônons le développement de recommandations et le partage des meilleures pratiques (au niveau de l'UE et de l'OCDE) sur davantage de sujets. Le diagramme ci-dessous synthétise nos propositions en faveur d'une nouvelle législation européenne et d'une Recommandation de la Commission en la matière.



En parallèle de l'avancée vers des normes minimales en Europe, l'homogénéisation des pratiques des tribunaux et personnels administratifs dans l'application des lois et procédures d'insolvabilité serait dans le meilleur intérêt des créanciers. La Commission pourrait jouer un rôle phare dans l'incitation au développement de cadres adéquats pour faciliter un tel objectif.

1. Introduction



1. Introduction

Structure du rapport

Ce rapport vise à améliorer les données probantes et l'analyse de l'impact économique des cadres d'insolvabilité sur les marchés financiers et l'économie en Europe en vue d'aider les responsables politiques à évaluer les options possibles à l'échelle de l'UE et des pays et à fixer une orientation claire de l'effort de réforme.

Ce rapport est structuré de la façon suivante :

- La **Section 1** décrit le contexte des problématiques soulevées et explique les objectifs du rapport.
- La **Section 2** fait le tour des réformes en cours du droit et des politiques de l'insolvabilité au niveau de l'UE.
- La **Section 3** aborde une vision d'ensemble des principaux enjeux juridiques et politiques pour les cadres d'insolvabilité nationaux en Europe, en identifiant les axes de réforme prioritaires.
- La **Section 4** étudie la documentation économique correspondante, présente un modèle économique de l'impact de la qualité du régime d'insolvabilité sur l'efficacité des marchés des capitaux et estime l'impact potentiel de la réforme de l'insolvabilité sur la performance macroéconomique de l'UE.
- La **Section 5** présente nos conclusions et débat des considérations politiques.

Le rapport contient quatre annexes dédiées au traitement plus en détails de la relation entre la qualité du régime d'insolvabilité et le développement des marchés obligataires, des données sur les taux de recouvrement, plus une annexe technique sur les modèles économétriques.

L'Annexe A présente le contexte juridique précis de certains régimes d'insolvabilité nationaux en Europe. L'Annexe B donne une vision globale du cadre du Chapitre 11 aux États-Unis. L'Annexe C analyse deux études de cas de procédures de restructuration majeures conduites en Europe. L'Annexe D résume les récentes réformes de l'insolvabilité introduites dans deux États membres de l'UE, à savoir l'Italie et la République tchèque.

Les fonctions économiques des régimes d'insolvabilité

Un organisme de recherche reconnu a identifié que le bon fonctionnement des marchés financiers joue un rôle déterminant dans la performance économique (cf. section 4 également).¹ Le développement et l'efficacité des marchés financiers dépendent à leur tour du cadre institutionnel qui les sous-tend. Ces cadres couvrent à la fois des facteurs génériques comme la règle de droit et l'intégrité du judiciaire, mais aussi des ensembles bien précis de règles et pratiques. Les régimes qui régissent l'insolvabilité et la faillite forment l'un de ces ensembles de règles. Leur importance illustre la fonction facilitatrice critique de l'emprunt vis-à-vis de l'épargne et des décisions d'investissement.

Le cadre juridique dans lequel s'inscrit l'insolvabilité de l'entreprise contribue à établir l'efficacité de la réallocation des ressources limitées – en particulier du capital et de la main d'œuvre – à des usages plus productifs lorsqu'une entreprise rencontre de graves difficultés financières. Un cadre d'insolvabilité efficace présente les fonctions suivantes :

- évaluer la viabilité : distinguer les entreprises qui ne sont plus viables de celles qui pourraient potentiellement poursuivre leurs activités.
- permettre la restructuration : faciliter la restructuration des entreprises viables pour leur permettre de vite retrouver un fonctionnement normal dans les meilleures conditions.
- procurer la sécurité juridique : s'assurer que toutes les parties concernées dans le cadre d'une restructuration ou d'une insolvabilité ont une bonne compréhension préalable des procédures et calendriers, de même que de leurs droits et responsabilités.
- faciliter le règlement des créances : minimiser le coût et le temps nécessaires pour faire appliquer les contrats d'emprunt en cas d'insolvabilité.

¹ Pour un examen de ces questions, se reporter à Ross Levine (1997), « Financial development and economic growth: Views and agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol. 35. N° 2 (pp 688-726)

La divergence actuelle des régimes d'insolvabilité nationaux en Europe

Compte tenu de la divergence qui existe entre les règles et pratiques des différents pays en Europe en matière d'insolvabilité, les créanciers, administrateurs et autres parties prenantes impliqués dans une procédure d'insolvabilité peuvent s'attendre à disposer de droits, d'obligations, de protections et de résultats différents en fonction de la juridiction européenne dans laquelle la procédure est conduite. Ces différences conduisent à des incertitudes et des inefficiences et peuvent, cumulées les unes aux autres, avoir un effet négatif sur les marchés des capitaux en Europe.

Sont cités ci-dessous des exemples de sujets sur lesquels le droit national de l'insolvabilité et les pratiques varient d'un pays à l'autre en Europe, tant en substance qu'en procédure, et où les parties prenantes peuvent s'attendre à des résultats divergents en fonction de la juridiction compétente :

- l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité ;
- les éléments déclencheurs de l'insolvabilité/les tests qui lui sont applicables ;
- l'interprétation et l'application des règles et réglementations relatives à l'insolvabilité ;
- la durée et la procédure de suspension généralisée des droits des créanciers ;
- la gestion des procédures d'insolvabilité ;
- le classement des créanciers ;
- le rôle et le niveau de participation des créanciers dans les procédures d'insolvabilité ;
- le dépôt et la vérification des réclamations ;
- la responsabilité de la soumission et de l'approbation des plans de restructuration ;
- l'annulation des transactions conclues avant la procédure d'insolvabilité ;
- la responsabilité des administrateurs, des actionnaires et de la direction ; et
- la disponibilité des financements postérieurs au dépôt d'une demande (à savoir les financements accordés aux entreprises placées sous la protection d'un tribunal après avoir déjà conclu une procédure d'insolvabilité ou un plan similaire).

Ces disparités entre les régimes nationaux de l'insolvabilité et de la restructuration ont tout un ensemble de répercussions négatives et sont notamment susceptibles de :

- décourager les investissements transfrontaliers (notamment eu égard aux multinationales ou aux sociétés aux structures financières complexes) et réduire l'efficacité, l'attrait et l'innovation des marchés des capitaux européens de manière générale ;
- freiner la restructuration en temps opportun des entreprises viables en difficulté financière, conduisant plus souvent à la liquidation qu'à la possibilité d'une restructuration dans une perspective de maintien des activités ;
- accroître l'incertitude parmi les émetteurs, les investisseurs et les autres parties prenantes par rapport aux taux de recouvrement des créances ;
- placer les PME en situation défavorisée car elles sont moins à même de faire face à des coûts de restructuration élevés ou de profiter des procédures de restructuration plus efficaces mises à disposition dans d'autres États membres ; et
- rendre plus difficile le règlement des niveaux élevés de prêts improductifs qui absorbent le capital des banques, réduisent l'efficacité de l'allocation du capital et sont un défi à la stabilité du système bancaire.

L'agenda politique de l'UE

Au sein de l'UE, les avantages de la réforme de la réglementation de l'insolvabilité et de la faillite doivent être considérés dans le contexte de l'action européenne en faveur de l'union des marchés des capitaux (« l'UMC »). La Commission prévoit que l'avancement vers l'UMC élargira les voies des financements à travers l'Europe, notamment en développant le périmètre des financements non bancaires, et donnera plus de profondeur aux marchés de services financiers. L'UMC devrait également favoriser la croissance et la stabilité financière dans un environnement où les investissements et les chaînes d'approvisionnement transfrontaliers constituent un axe important des pratiques commerciales et un vecteur de valeur économique.²

² Commission européenne (2015), Analyse économique jointe au document « Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions », Programme de travail, 30 septembre

Introduction

Le problème de la divergence des réglementations sur l'insolvabilité est une étape importante à régler en vue de la réalisation de ces objectifs. Dans son évaluation des coûts de la fragmentation persistante des aspects réglementaires en 2014, la Commission a souligné que le statu quo en Europe implique typiquement : « *des coûts élevés pour les créanciers transfrontaliers, une incitation au forum shopping et des obstacles à la restructuration des groupes d'entreprises internationaux.* »³

Dans son récent plan d'action relatif à l'union des marchés des capitaux, la Commission a souligné que l'adoption de normes minimales à l'égard du cadre d'insolvabilité en Europe permettrait d'atténuer ces effets négatifs. Dans son plan d'action sur l'UMC, la Commission a fait part de son intention de proposer une initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises, y compris sur la restructuration anticipée et l'octroi d'une seconde chance aux entreprises viables, s'appuyant sur l'expérience de la Recommandation de la CE sur la réforme de l'insolvabilité publiée en mars 2014. Les questions-réponses qui ont suivi et les autres indications de la Commission depuis ont confirmé son engagement à soumettre une proposition législative dédiée à la réforme de l'insolvabilité en 2016. Nous sommes d'avis que le succès de la mise en œuvre de toute norme minimale passera par une introduction aussi fidèle que possible de ces normes au niveau de chaque État membre.

À l'heure actuelle, le cadre européen se décline en une réglementation relativement limitée en matière de procédures d'insolvabilité, adoptée en 2000 et modifiée en 2015, et consistant essentiellement en la définition procédurale du régime d'insolvabilité qui doit localement s'appliquer à un débiteur, bien plus qu'en l'harmonisation des législations locales relatives à l'insolvabilité. La Commission a également émis en 2014 une Recommandation sur les faillites et l'insolvabilité des entreprises qui identifie les meilleures pratiques au niveau des systèmes nationaux sans être pour autant contraignante. Ces mesures introduites au niveau de l'UE sont examinées plus en détail au chapitre suivant.

//
Le cadre européen se décline
en une réglementation
relativement limitée en matière
de procédures d'insolvabilité.
//

³ Commission européenne (2014), Analyse d'impact jointe au document « Recommandation de la Commission relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité », Document de travail des services de la Commission, p. 23

2. Présentation des réformes en place au niveau de l'UE



2. Présentation des réformes en place au niveau de l'UE

Ce chapitre présente une vision d'ensemble des réformes de l'insolvabilité en cours au plan européen. L'analyse soumise dans ce chapitre doit être lue conjointement avec l'Annexe A qui synthétise les différents aspects des régimes de l'insolvabilité au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas et au Luxembourg.⁴ L'Annexe B reprend les principaux principes du cadre du Chapitre 11 aux États-Unis, autre point de référence important lorsqu'il est question d'envisager plus en avant la réforme de l'insolvabilité en Europe.

La réglementation européenne sur l'insolvabilité

Le règlement (CE) n° 1346/2000 du Conseil relatif aux procédures d'insolvabilité (le « **Règlement** ») a été adopté par le Conseil de l'Union européenne le 29 mai 2000 et est entré en vigueur le 31 mai 2002. Le Règlement a directement prévalu sur les politiques intérieures en place dans tous les États membres de l'UE à l'exception du Danemark.⁵ Le Règlement vise à développer un cadre des procédures d'insolvabilité à l'échelle transfrontalière et s'applique dès lors qu'un débiteur détient des actifs dans plus d'un État membre de l'UE. L'idée principale est d'attribuer la compétence juridictionnelle sur la procédure d'insolvabilité à conduire à l'État membre dans lequel le débiteur a son Centre des intérêts principaux (« **COMI** »). Autre point important, le Règlement prévoit également la reconnaissance obligatoire ou « automatique » de cette procédure dans les autres États membres.

Le Règlement n'a pas cherché à imposer une contrainte sur les règlements nationaux mais plutôt à travailler avec les États membres pour assurer un traitement approprié des cas transfrontaliers. Par ailleurs, certains types de procédures – plus précisément, les procédures de pré-insolvabilité et les procédures hybrides autorisées en vertu des législations locales – ont été exclus du périmètre du Règlement. Pour finir, le Règlement ne couvre pas tous les types de débiteurs : en sont exclus les entreprises d'assurance, les établissements de crédit, les sociétés d'investissement qui fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières pour des tiers, ainsi que les organismes de placement collectif.⁶

Centre des intérêts principaux (COMI)

Le Règlement part d'une présomption réfutable selon laquelle « le siège statutaire est présumé être le centre des intérêts principaux [du débiteur] ». Cette présomption peut être réfutée en présence de facteurs objectifs vérifiables par des tiers (cf. *Eurofood*). La possibilité de réfuter la présomption statutaire a incité les entreprises à prendre des mesures dans ce sens dans le cadre d'une procédure désignée sous l'expression « transfert du Centre des intérêts principaux » ou « migration du Centre des intérêts principaux ».⁷ Parmi les exemples de facteurs objectifs (collectivement ou conjointement avec d'autres mesures) entraînant un transfert de Centre des intérêts principaux d'un débiteur figurent :

- i. déplacement de la fonction de siège statutaire du débiteur vers le pays cible ;
- ii. information aux créanciers concernant le changement de localisation du siège statutaire ;
- iii. tenue de réunions du conseil d'administration dans le pays cible ;
- iv. ouverture d'un compte bancaire dans le pays cible ; et
- v. ouverture de négociations en vue d'une restructuration dans le pays cible (cf. *Wind Hellas*).

Cependant, les tribunaux risquent de ne pas reconnaître le transfert de Centre des intérêts principaux si les mesures prises sont transitoires ou manquent de crédibilité (par exemple, si ces actions n'ont été entreprises que quelques semaines avant de soumettre la procédure d'insolvabilité principale dans le pays cible).

En 2012, la Commission a analysé l'impact du Règlement européen sur l'insolvabilité et reconnu certains bienfaits mais

4 L'Annexe A synthétise les différents types de procédures d'insolvabilité et de restructuration à disposition, les récentes réformes législatives, les délais de dépôt, la possibilité pour les créanciers de proposer ou non un plan de restructuration, les droits d'application forcée, les règles d'évaluation des entreprises, le rôle des administrateurs et dirigeants en place, les moratoires, les pré-packs, les opérations d'évitement, les financements DIP, les droits de cessation et l'avenir de la réforme.

5 Règlement (CE) n° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité

6 La liquidation des entreprises d'assurance est régie par la Directive 2001/17/CE (introduite le 05/05/2001 avec un délai d'entrée en vigueur au 05/05/2004) qui s'applique à toutes les procédures de liquidation d'entreprises d'assurance, qu'elles soient ou non fondées sur l'insolvabilité. La même règle s'applique à la liquidation des établissements de crédit en vertu de la Directive 2001/24/CE (introduite le 20/04/2001 avec un délai d'entrée en vigueur au 20/04/2003).

7 Les transferts de Centre des intérêts principaux s'opèrent généralement davantage au niveau des sociétés holding que des entités opérationnelles car cela nécessiterait des bouleversements organisationnels majeurs pour celles-ci, à savoir déplacer les actifs et salariés de l'entreprise de son pays d'origine vers le pays cible.

également plusieurs problèmes dans son fonctionnement.⁸ Les principaux problèmes mis en avant ont été : l'exclusion des procédures de pré-insolvabilité et des procédures hybrides ; la définition restrictive des procédures secondaires aux procédures de liquidation et le manque de règles concernant l'ouverture des procédures ; le manque de règles claires concernant les groupes d'entreprises ; et le cadre réglementaire du « forum shopping » (la recherche de la juridiction la plus favorable) découlant de la définition du Centre des intérêts principaux. Ce dernier problème est survenu car, selon la jurisprudence disponible, le moment décisif de la détermination du Centre des intérêts principaux est celui de la demande d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.⁹

Les problèmes susvisés pointés dans l'analyse de la Commission ont été revus dans une refonte du Règlement de l'UE sur l'insolvabilité (UE 2015/848) qui s'appliquera aux procédures d'insolvabilité à compter du 26 juin 2017.¹⁰ La refonte du règlement apporte une amélioration du cadre de détermination des Centres des intérêts principaux en équilibrant les points de vue des différents types d'effets introduits par le transfert de COMI. Si la présomption selon laquelle le COMI correspond au siège statutaire est conservée, il est possible de la réfuter s'il est démontré que l'administration centrale de la société est située dans un État membre autre que celui de son siège statutaire et sur la base d'une appréciation globale de l'ensemble des éléments pertinents. La présomption ne devrait pas s'appliquer lorsque le transfert du siège statutaire est intervenu dans les trois mois précédant la demande d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. La refonte du règlement introduit également un cadre de résolution de l'insolvabilité des groupes d'entreprises notamment en mettant davantage l'accent sur le fait d'éviter la multiplicité des procédures pour un même débiteur ainsi que sur des mécanismes de coordination des groupes d'entreprises à l'international.

Le « Forum shopping »

On a également constaté en Europe la pratique de cet exercice par lequel débiteurs et créanciers cherchent à profiter des procédures de restructuration proposées en dehors de l'insolvabilité dans les autres États membres. La tendance s'est tout particulièrement manifestée ces derniers temps du côté des sociétés étrangères venues profiter du mécanisme de restructuration du « scheme of arrangement » de droit anglais. Les tribunaux anglais se sont montrés enclins à autoriser ces procédures dès lors que leur compétence juridictionnelle est suffisamment établie. Dans la pratique, la détermination de cette compétence devrait reposer sur la réponse aux questions suivantes :

- i. les principaux documents financiers sont-ils régis par le droit anglais et existe-t-il une soumission exclusive à la juridiction anglaise (cf. *Apcoa*) ? ;
- ii. les actifs garantis et les opérations des créanciers sont-ils basés en Angleterre (cf. *Re Drax Holdings Ltd*) ? ;
- iii. les dettes de l'entreprise et les accords intercréanciers sont-ils tous régis par le droit anglais (cf. *Primacom*) ? ;
- iv. le débiteur a-t-il transféré son Centre des intérêts principaux en Angleterre (cf. *Re Magyar Telecom BV*) ? ; et
- v. la décision d'autoriser le plan est-elle susceptible d'être reconnue et soutenue par les tribunaux étrangers compétents ?

//

On a récemment observé une tendance des sociétés non anglaises à profiter du mécanisme de restructuration en vertu du droit anglais.

//

Dans certaines circonstances, le fait de pouvoir instituer une procédure dans une juridiction différente et plus favorable peut être une bonne chose pour une société en difficulté, mais toutes les entreprises ne peuvent pas s'offrir cette chance (en particulier les plus petites ou moyennes d'entre elles) et la solution peut souvent s'avérer plus coûteuse et moins efficace qu'une procédure conduite dans la juridiction d'origine du débiteur.

Recommandation de la Commission

Le 12 mars 2014, la Commission a publié les « Recommandations de la Commission du 12/03/2014 relatives à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité des entreprises » (la « **Recommandation** »).¹¹ La Recommandation vise

8 La question d'établir si le transfert de Centre des intérêts principaux est nécessairement préjudiciable pour les créanciers fait débat car l'une des conséquences positives est que le processus permet de conduire des restructurations sous des régimes plus flexibles, par exemple ceux permis par la législation anglaise sur l'insolvabilité. D'un autre côté, les transferts opportunistes peuvent tendre à favoriser les débiteurs les plus importants et à accroître les coûts pour les créanciers compte tenu de conditions d'emprunt moins prévisibles.

9 Commission européenne (2012), RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL ET AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN sur l'application du Règlement (CE) N° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité

10 <http://economia.icaew.com/opinion/february-2015/the-eu-insolvency-consultation-two-years-on>

11 http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_en.pdf

Présentation des réformes en place au niveau de l'UE

principalement à éloigner l'objectif principal d'une procédure d'insolvabilité de la liquidation en faveur d'une restructuration précoce de sorte à permettre aux entreprises viables de se redresser et de se réinscrire dans une perspective de continuité de leurs activités. En prônant cette position, la Commission cite des données de la Banque mondiale qui indiquent que c'est dans les juridictions où la restructuration est la forme la plus courante de réhabilitation des entreprises que les taux de recouvrement sont les plus élevés.¹² De manière plus précise, la Recommandation préconise de :

- permettre au créancier de conserver la maîtrise des activités courantes de l'entreprise et de demander un moratoire temporaire des procédures d'exécution individuelles ;
- donner la possibilité à un plan de restructuration approuvé de devenir contraignant pour les créanciers dissidents ou passifs dès lors que la décision est confirmée par le tribunal ; et
- protéger de différentes façons les prêteurs désireux d'apporter de nouveaux financements dans le cadre de la mise en œuvre d'un plan de restructuration.

La Recommandation va au-delà du Règlement en cela qu'elle vise à promouvoir une harmonisation entre les juridictions de l'UE par l'introduction de normes minimales dans les régimes nationaux. L'objectif d'harmonisation véhiculé par cette « Nouvelle approche » consiste à rapprocher les différentes juridictions de chaque État membre des meilleures pratiques, qu'on mesurera par l'amélioration du taux de recouvrement, dans un effort de convergence autour de ces meilleures pratiques.

À l'égard de toute norme minimale introduite à l'échelle européenne en matière d'insolvabilité :

1. les États membres (individuellement un « État adoptant ») s'attendraient à tirer des avantages économiques de tout changement correspondant mis en place ; et
2. dans la mesure où ces changements donnent lieu à une procédure de restructuration suffisamment similaire à celles des autres États membres, l'État adoptant pourrait espérer en tirer des avantages économiques supérieurs grâce à (a) une procédure plus facilement reconnaissable et à l'issue plus prévisible et (b) des entreprises locales à même d'attirer des financements transfrontaliers à des taux plus compétitifs (là encore du fait de cette prévisibilité accrue).

La Recommandation souligne qu'une « harmonisation accrue des normes minimales encadrant les régimes d'insolvabilité en Europe contribuerait à une plus grande prévisibilité et cohérence des restructurations d'entreprises ». Pour garantir l'efficacité de cet effort, l'interprétation et l'introduction du cadre harmonisé dans les législations locales sur l'insolvabilité devraient être les plus proches possibles d'un État adoptant à l'autre. Par conséquent, il faudrait limiter le champ d'action laissé à chacun d'eux dans l'interprétation et l'application des différents critères.

Le 30 septembre 2015, la Commission a émis une « Évaluation de la mise en œuvre de la Recommandation de la Commission du 12/03/2014 relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité des entreprises ». Cette évaluation reconnaît les réformes de l'insolvabilité mises en place depuis la Recommandation par plusieurs États membres européens mais suggère qu'il existe des disparités de perception importantes dans les effets de ces réformes nationales, notamment entre la CE et les États membres (y compris ceux qui ont déjà introduit des changements). L'évaluation de la commission souligne bien cet aspect lorsqu'elle déclare que « parmi les États membres qui ont répondu, plusieurs considèrent avoir déjà largement assuré leur conformité à la Recommandation » avant de conclure rapidement sur le fait que la Recommandation n'a pas « réussi à avoir l'impact souhaité, consistant à faciliter la sauvegarde des entreprises en difficulté financière et à donner une seconde chance aux entrepreneurs, du fait de sa mise en œuvre partielle uniquement dans un nombre significatif d'États membres, **y compris ceux ayant conduit des réformes** ». Ce constat laisse à penser que la Commission pourrait partager notre argument selon lequel nous ne pouvons pas attendre une résolution des problèmes dus à la divergence des régimes d'insolvabilité nationaux au niveau de chaque État européen et qu'il faut une application des normes minimales à l'échelle de l'Europe entière.

L'évaluation conclut en outre que les « différences de mise en œuvre maintiennent une incertitude juridique et entraînent des coûts supplémentaires d'évaluation des risques pour les investisseurs et sont autant de barrières persistantes à la restructuration efficace des entreprises viables au sein de l'UE ». En réponse et en parallèle de son évaluation, la Commission a confirmé, dans le cadre de l'union des marchés des capitaux, son intention de proposer une initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises d'ici le dernier trimestre 2016.

¹² Commission européenne (2014), Analyse d'impact jointe au document « Recommandation de la Commission relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité », Document de travail des services de la Commission, p. 8

3. Les aspects juridiques et politiques des systèmes d'insolvabilité dans l'Union européenne



3. Les aspects juridiques et politiques des systèmes d'insolvabilité dans l'Union européenne

La présente section s'attache aux aspects juridiques et politiques des cadres de l'insolvabilité en Europe. Son contenu est structuré comme suit :

- La Section 3.1 examine les principaux aspects juridiques des régimes d'insolvabilité nationaux en Europe ;
- La Section 3.2 aborde les aspects pratiques des régimes d'insolvabilité en place ; et
- La Section 3.3 envisage les arguments en faveur de la poursuite de la réforme au niveau de l'UE.

3.1 Les aspects juridiques des cadres de l'insolvabilité en Europe

Cette section étudie les principaux aspects juridiques des régimes d'insolvabilité en Europe, à la fois du point de vue des principes généraux et des divergences pratiques au plan national. Les points mis en avant sont :

- i. les dispositions de suspension ;
- ii. le cadre d'évaluation ;
- iii. l'application forcée (« cram-down »)
- iv. les financements temporaires DIP (« debtor-in-possession ») ; et
- v. le rôle des créanciers.

Les dispositions de suspension

Un moratoire adéquatement défini sur les actions préjudiciables à la survie de l'entreprise est un élément vital de toute procédure de sauvegarde efficace. Les dispositions de suspension visent à trouver un équilibre entre la prévention d'une action précipitée des créanciers et la fourniture d'un certain degré de certitude et de prévisibilité autour des dispositions contractuelles qui lient débiteurs et créanciers. Selon les travaux conduits par la Banque mondiale, la dimension critique d'un moratoire se situe autour des points suivants :

- l'application automatique du processus de suspension une fois la procédure d'insolvabilité engagée ;
- le niveau de couverture des actifs du débiteur dans la décision de suspension ; et
- les catégories de créanciers concernés par la décision de suspension.

Un moratoire inadéquat ou trop restrictif risque fort de limiter les chances de redressement de l'entreprise et d'entamer sa valeur globale. À titre d'exemple, un moratoire inefficace pourrait permettre aux clients et fournisseurs de se retirer (ou leur permettre d'exiger des modifications punitives) au moment même où le maintien de leur engagement est l'élément clé de la sauvegarde de l'entreprise. Par ailleurs, en cas de défaut, un moratoire inefficace pourrait ne pas empêcher les créanciers d'engager des procédures de saisie des actifs garantis ou d'autres actions qui entraveraient la réussite de la procédure de restructuration.

Il est utile de faire la distinction entre une ordonnance de suspension automatique d'un tribunal qui s'applique pendant une période assez courte et une décision de moratoire qui peut être étendue dès lors qu'il est démontré que l'extension favorisera le maintien de l'entreprise sur une base de continuité de ses activités.

La durée de la procédure de suspension doit trouver un équilibre entre les intérêts des débiteurs et ceux des créanciers garantis. Elle doit être suffisamment longue pour permettre de sécuriser l'activité mais pas trop pour ne pas éroder la confiance des prêteurs sur actifs. Par conséquent, les procédures de moratoire ne doivent être ni trop longues ni trop coûteuses pour ne pas devenir des pièges à financement ou dissuader de manière infondée les créanciers de fournir les financements nécessaires au marché. Un moratoire trop long ou trop coûteux peut parfois finir par éroder la valeur de l'entreprise.

La plupart des États membres de l'UE ont prévu la suspension sous une forme ou une autre dans le cadre de certaines procédures d'insolvabilité et de restructuration sous la supervision des tribunaux. Toutefois, leur contenu et leur périmètre varient largement. La loi espagnole sur l'insolvabilité prévoit un moratoire sur l'action des créanciers limité dans le temps bien que ces délais soient généralement trop courts pour permettre une restructuration adéquate d'une entreprise pourtant viable. Dans le droit anglais, les dispositions contractuelles de résiliation déclenchées par l'insolvabilité sont autorisées et

peuvent toujours être exercées par la contrepartie indépendamment de toute procédure de suspension. Par ailleurs, le « scheme of arrangement » anglais, qui devient un outil de restructuration de plus en plus populaire comme mentionné plus haut, ne donne pas lieu à une procédure de suspension.

Le cadre d'évaluation

La fiabilité de l'évaluation est un aspect essentiel d'une procédure d'insolvabilité. L'évaluation est nécessaire pour :

- i. établir si une entreprise en difficulté est techniquement insolvable ou au contraire à même de poursuivre ses activités ;
- ii. déterminer quelles parties prenantes conservent un intérêt économique dans l'entreprise ;
- iii. renseigner tout plan de restructuration, qu'il soit initié par les créanciers ou les débiteurs ; et
- iv. attribuer de nouveaux intérêts aux parties prenantes le cas échéant, y compris des droits sur la valeur future de l'entité restructurée.

Dans un contexte de restructuration, les deux principales méthodes d'évaluation utilisées pour estimer la valeur d'une entreprise sont l'évaluation sur le principe de continuité de l'exploitation et l'évaluation sur le principe de liquidation des activités. Une évaluation sur le principe de continuité de l'exploitation évalue l'entreprise comme une unité en cours d'exploitation et assigne donc une certaine valeur à la fois aux actifs de la société et à sa capacité de résultats future et à ses perspectives.

À l'opposé, une évaluation sur le principe de liquidation ne se préoccupe que de la valeur individuelle des actifs de l'entreprise, cédés au coup par coup dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, et tend donc à être inférieure à une évaluation sur le principe de continuité de l'exploitation. Par voie de conséquence, l'application universelle d'une approche de l'évaluation fondée sur la continuité de l'exploitation sauverait probablement davantage d'entreprises viables qu'une approche de l'évaluation placée dans une perspective de liquidation.

Contrairement aux États-Unis, l'Europe ne dispose pas encore d'une méthode homogène d'évaluation des entreprises dans le cadre d'un processus de restructuration. Chaque État membre dispose de ses propres règles techniques à la base de l'insolvabilité, d'où des résultats hétérogènes, en particulier pour un groupe d'entreprises transfrontalier. Il n'existe pas non plus pour l'instant de méthode ou de plate-forme cohérente de résolution des litiges entre actionnaires concernant la base d'évaluation, en dehors de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité formelle.

L'Annexe A souligne la manière dont l'évaluation est généralement régie par la législation locale des États membres de l'UE. En Europe, on peut estimer que c'est le droit anglais qui propose la jurisprudence la plus développée. Pourtant, contrairement aux tribunaux américains, les tribunaux anglais ont tendance à adopter l'évaluation sur le principe de liquidation comme l'outil de mesure le plus pertinent au détriment des évaluations sur le principe de continuité de l'exploitation.¹³ Dans le contexte des « schemes of arrangement » en particulier, les tribunaux anglais favorisent traditionnellement une évaluation sur le principe de liquidation afin de déterminer les créanciers ayant un intérêt économique dans l'entreprise concernée par le plan et par comparaison à l'issue projetée de la restructuration dans le cadre du plan envisagé.¹⁴

Une approche mieux harmonisée de l'évaluation aurait pour effet de donner aux créanciers un degré plus élevé de certitude et de prévisibilité concernant leurs droits en cas de difficulté financière des entreprises et de permettre aux partenaires commerciaux actifs au plan transfrontalier d'évaluer avec plus de précision le risque de baisse auquel ils se trouvent exposés. Une norme minimale souhaitable, déjà appliquée dans certaines juridictions européennes, passerait par un « test des meilleurs intérêts » pour établir si les intérêts des créanciers sont au moins aussi bien protégés par le plan de restructuration proposé qu'ils le seraient dans un scénario de liquidation.

Alors que certains pays européens prévoient des procédures en dehors de l'insolvabilité formelle qui se fondent sur leurs propres méthodes d'évaluation, une homogénéisation du cadre européen pourrait servir à résoudre rapidement les litiges relatifs à l'évaluation en dehors de procédures d'insolvabilité formelles. On verrait ainsi se développer des pratiques et des précédents en matière d'évaluation des restructurations et les différentes parties prenantes auraient plus de certitude relative quant à l'issue à anticiper tout en évitant la perte de valeur associée à une procédure d'insolvabilité formelle.

¹³ Le droit anglais n'exclut toutefois pas l'utilisation d'autres méthodes d'évaluation (y compris selon le principe de continuité de l'exploitation) (cf. Bluebrook).

¹⁴ Cette approche se fonde sur la vision selon laquelle l'alternative la plus probable à l'issue d'un plan favorable aux créanciers est l'insolvabilité de la société ayant soumis la procédure et qu'il est donc approprié de partir d'une évaluation fondée sur le principe de liquidation (cf. MyTravel).

Application forcée

Après avoir établi la valeur de l'entreprise à restructurer, il peut s'avérer que des parties prenantes de rang secondaire (par ex. les actionnaires et les créanciers subordonnés) ne reçoivent rien ou pas grand-chose sur leur crédit ou investissement dans le cadre de la proposition d'insolvabilité et qu'elles n'ont donc plus d'intérêt économique dans l'entreprise. La tradition veut pourtant que l'accord de ces créanciers de second rang et/ou actionnaires « out-of-the-money » soit nécessaire en vue d'une restructuration en dehors des tribunaux. Dernièrement, les parties en présence ont réalisé que faire dépendre une restructuration du consentement de parties prenantes qui n'ont plus d'intérêt économique dans l'entreprise ne favorise pas un processus efficace.

Une approche empirique de l'application forcée sème l'incertitude quant aux droits des parties prenantes et, au final, rend plus difficile la restructuration en dehors d'une procédure d'insolvabilité formelle. La question deviendra de plus en plus importante à mesure que la complexité des structures de capital devient prédominante. Les pratiques varient actuellement à travers l'Europe. Les tribunaux anglais appliquent aux procédures d'application forcée un « test d'équité » avant de statuer sur un « scheme of arrangement ». La situation diffère en Espagne où les créanciers ayant un « engagement disproportionné »¹⁵ peuvent uniquement remettre en cause un plan après sa ratification par le tribunal.

Pour mettre au point une règle d'application forcée facilement accessible et effectivement imposable aux parties prenantes out-of-the-money, aux dissidents minoritaires et aux créanciers passifs, il faudrait davantage de cohérence et une amélioration des normes minimales et des protections pour les parties prenantes dissidentes concernées afin de garantir un usage juste de l'outil. Les créanciers ou actionnaires qui n'ont plus d'intérêt économique dans l'entreprise, tel qu'établi par une méthode d'évaluation universellement approuvée, ne devraient notamment plus être en position d'imposer par leur veto la mise en place d'une procédure d'insolvabilité formelle ou de retarder une restructuration viable par ailleurs.

Financement temporaire DIP (debtor-in-possession)

En l'absence d'accords de financement DIP (debtor-in-possession) en vertu desquels une société placée sous la protection d'un tribunal peut recevoir des financements supplémentaires après avoir entamé une procédure d'insolvabilité ou autre similaire, une société en difficulté doit compter sur ses créanciers existants pour honorer ses besoins de financement temporaires pendant la phase de conception du plan de restructuration. La réalité et le montage de ces financements dépendent du soutien des prêteurs en place et de la nature des facilités de crédit en cours. Le processus peut être complexe lorsqu'un grand nombre d'établissements financiers (avec des stratégies d'investissement et de sortie variables) sont impliqués et aussi dans des procédures transfrontalières compliquées où les droits et obligations des créanciers, administrateurs et autres parties prenantes divergent, conduisant souvent à des objectifs et considérations conflictuels.

Aux États-Unis, la loi américaine sur les faillites (Bankruptcy Code) prévoit un statut super-prioritaire pour les financements DIP postérieurs à la soumission de la demande de restructuration. Plusieurs juridictions européennes ont récemment mis en œuvre des réformes similaires, notamment la France, l'Italie et l'Espagne. Un marché spécialisé s'est développé aux États-Unis pour ce type de financement de sauvetage mais ce n'est pas encore le cas en Europe.

Il existe quatre catégories de financements DIP :

- i. Les financements non garantis avec une créance super-prioritaire. Les prêteurs qui fournissent ce type de financement se voient accorder une créance super-prioritaire qui leur permet d'être payés avant toutes les autres créances administratives.
- ii. Les financements garantis par l'octroi d'une sûreté sur les actifs non grevés du débiteur.
- iii. Les financements garantis par l'octroi d'une sûreté subordonnée ou de rang inférieur sur les actifs grevés du débiteur.
- iv. Les financements garantis par l'octroi d'une sûreté senior ou de rang égal sur les actifs grevés du débiteur.

En vertu du Bankruptcy Code américain, le débiteur doit s'efforcer d'obtenir un financement DIP dans l'ordre établi ci-dessus. Le débiteur est tenu de tenter d'obtenir un financement non garanti (de catégorie 1) et ce n'est que s'il n'y parvient pas qu'il peut ensuite chercher à obtenir un financement garanti sur les actifs non grevés (de catégorie 2) et ainsi de suite.

Les financements non garantis seront habituellement fournis par les créanciers commerciaux plutôt que par les banques prêteuses. Il est plus probable que les banques visent à fournir une forme de financement DIP garanti, de par le paiement de commissions substantielles, la possibilité de marges supérieures et un large éventail d'engagements. Le marché américain

¹⁵ Le terme n'est pas défini en droit espagnol et les tribunaux espagnols n'ont pas développé de directive à cet égard.

des financements DIP a également observé une activité accrue de la part de prêteurs sur mesure, tels que hedge funds, capital-investisseurs, prêteurs institutionnels et CLO, attirés par des rendements potentiels supérieurs et par la possibilité de stratégies de financement dans un objectif de reprise de contrôle de l'entité en difficulté (« loan to own »).

Concernant les restructurations supervisées par les tribunaux en Europe, les nouveaux financements devraient se voir automatiquement attribuer un rang prioritaire et la fourniture de financements temporaires aux débiteurs ne devrait pas être soumise à des restrictions réglementaires. En particulier, le marché devrait être ouvert à des sources de financement alternatives, comme les hedge funds, et tous les seuils d'usure devraient être supprimés.

Les fournisseurs de financements DIP devraient également être protégés par une forme d'immunité contre la responsabilité délictuelle, tel que préconisé par la Recommandation de mars 2014 de la Commission et/ou par des garanties publiques (sous réserve que les règles d'aide de l'État soient respectées).

Ces réformes augmenteraient sensiblement les sources de financement potentielles, amélioreraient les chances de restructuration des entreprises et contribueraient aussi à développer un marché européen des financements DIP. La supervision du tribunal devrait s'assurer que les conditions du financement temporaire (y compris du rang de priorité) correspondent bien aux besoins réels de l'entreprise et tiennent compte du contexte spécifique de la restructuration. Elle devrait aussi contribuer à éviter que les créanciers existants ne subissent un préjudice indu du fait des conditions du financement DIP.

Rôle des créanciers

Lorsqu'un débiteur n'est pas tenu de soumettre la proposition de restructuration d'un créancier au vote, les créanciers sont contraints dans les faits d'approuver son plan ou de forcer la liquidation de l'entreprise. Pourtant, ces dernières années, l'idée de placer le prêteur à l'initiative de la proposition de restructuration a reçu de nombreux échos favorables en Europe. Un certain nombre de juridictions accordent désormais aux créanciers le droit de soumettre leur propre plan de restructuration (ou une contre-proposition au plan du débiteur), tout particulièrement en France et en Espagne.

Dans le cadre des procédures précoces supervisées par un tribunal, les créanciers - et potentiellement les autres tiers intéressés comme les actionnaires - devraient se voir accorder le droit de soumettre un plan de restructuration à un débiteur et de présenter celui-ci au vote des créanciers. Une telle approche permettrait des offres de crédit et, plus généralement, inciterait le débiteur à l'honnêteté et à présenter des plans de restructuration plus réalistes.

En outre, les créanciers devraient se voir communiquer davantage d'informations pertinentes sur l'entreprise affectée dès que possible en amont du processus, ainsi que des informations sur les propositions de restructuration qui ne sont pas soumises par des créanciers.

3.2 Aspects pratiques des cadres d'insolvabilité en place

Cette section étudie les principaux aspects juridiques des régimes d'insolvabilité en Europe, à la fois du point de vue des principes généraux et des divergences pratiques au plan national. Les points mis en avant sont :

- i. le système judiciaire ;
- ii. le métier de l'insolvabilité ; et
- iii. les questions de reporting et de transparence.

Le système judiciaire

Il est important qu'il existe un cadre judiciaire et professionnel adéquat pour pouvoir administrer avec succès la réforme de l'insolvabilité en Europe, quelle qu'elle soit. À titre d'exemple, les tribunaux devraient s'engager sur une voie homogène dans l'application des lois, règles et règlements en matière d'insolvabilité. Dans certains pays, l'issue d'une procédure d'insolvabilité peut être complètement différente selon la circonscription judiciaire où l'affaire est entendue ou encore selon le juge qui préside au dossier. L'adoption de normes minimales de l'insolvabilité en Europe contribuerait à réduire les effets négatifs de ces incohérences judiciaires dans l'interprétation et l'application des lois sur l'insolvabilité.

Il est important également que les responsables judiciaires, administratifs et réglementaires en charge de l'interprétation et de l'administration des règles et règlements d'insolvabilité aient suffisamment de connaissance et d'expérience des questions relatives à l'insolvabilité pour pouvoir les appliquer de façon cohérente et raisonnée. Il serait utile que la

Les aspects juridiques et politiques des systèmes d'insolvabilité dans l'Union européenne

Commission puisse favoriser l'émergence à travers l'UE d'un réseau de personnels judiciaires et administratifs dédiés, compétents et indépendants, à même d'assurer une interprétation et une administration équilibrées et homogènes de ses règles et règlements relatifs à l'insolvabilité.

Normes professionnelles et administratives

Le personnel administratif et professionnel impliqué dans les procédures d'insolvabilité devrait également être pris en compte, en particulier pour les grandes procédures d'insolvabilité transfrontalières. La profession n'est pas réglementée et les normes varient en Europe, notamment en dehors des grandes villes. Au minimum, ces acteurs devraient posséder une expérience et des compétences pointues des pratiques comptables et légales, du monde de l'entreprise, des marchés financiers et autres aspects associés, ainsi que des structures et pratiques générales qui entourent l'insolvabilité, de même que des facteurs spécifiques qui entrent en jeu dans le cas de procédures transfrontalières ou de cas d'insolvabilité impliquant des structures de montage complexes ou inhabituelles. Aux États-Unis par exemple, il existe des tribunaux et donc des juges dans chaque circonscription judiciaire fédérale qui ne statue que sur des affaires de faillites et qui sont accompagnés d'un personnel administratif qui a pour mission exclusive d'administrer et de contrôler les états de faillite placés sous le contrôle de ces tribunaux. Il s'est ainsi développé un réseau extrêmement expérimenté et compétent de personnels judiciaires et administratifs, ce qui confère un degré de certitude relativement élevé aux émetteurs, créanciers et autres parties prenantes pour ce qui est de la conduite et, dans une certaine mesure, de l'issue d'une procédure d'insolvabilité.

Reporting et transparence

La recherche que nous avons conduite pour ce rapport a mis en avant le manque de données du monde réel sur les résultats des procédures d'insolvabilité et leurs effets sur les marchés des capitaux (et l'économie) en Europe. Des données plus nombreuses et de meilleure qualité sur les procédures d'insolvabilité seraient utiles pour évaluer l'utilité des aspects juridiques et pratiques des cadres d'insolvabilité abordés dans ce rapport.

Le reporting orchestré par les agences d'insolvabilité nationales est généralement parcellaire et typiquement limité à un petit nombre de cas et de résultats (parfois avec des classements par secteur comme au Royaume-Uni). La République tchèque fait exception dans la mesure où son agence compétente en matière d'insolvabilité publie un ensemble complet de données pour chaque dossier. Bien que les autorités tchèques ne publient pas de cumul des informations, les participants du marché peuvent utiliser les registres publics pour en tirer des données sur les résultats dans leur ensemble.¹⁶

Les principaux points de données qui ne font encore l'objet d'aucune publication par les agences en charge des questions d'insolvabilité concernent les indicateurs de performance comme la vitesse des procédures, les résultats obtenus et le pourcentage de la valeur des actifs récupérée ou préservée. Ces données informeraient mieux les responsables politiques quant au besoin de réformes supplémentaires ou de changements des propositions ou réformes en cours. Si l'objectif est d'améliorer la compréhension des cadres d'insolvabilité et de leurs effets sur l'économie européenne, il est essentiel de disposer d'une plus grande quantité de données au service des décideurs et du marché au sens large.

3.3 Les arguments en faveur de la poursuite de la réforme de la législation en matière d'insolvabilité au niveau de l'UE

Nous ne pouvons pas attendre que les disparités des législations nationales sur l'insolvabilité et les restructurations soient résolues ou arbitrées par les forces du marché. Les parties prenantes abordent chaque restructuration selon un agenda et une stratégie qui leur sont propres, en visant souvent des positions de contrôle et d'influence pour profiter d'un meilleur effet de levier sans se préoccuper toujours de l'intérêt commun et du consensus. Par ailleurs, dans nombre de juridictions locales, les autorités citent souvent des considérations politiques ou des pratiques historiques et culturelles comme autant d'obstacles de taille à la réforme et l'harmonisation de l'insolvabilité. Par voie de conséquence et comme souligné plus haut, l'absence de régime de restructuration cohérent, prévisible et bien supervisé à l'échelle européenne continue à instaurer un niveau élevé d'incertitude, à accroître les coûts et, dans une certaine mesure, à altérer les fondements économiques des opérations sur les marchés des capitaux. Façonner des cadres de restructuration ad hoc autour de dynamiques nationales ou de marché fait peser de plus grands risques sur les transactions et accroît le coût du capital.

Une harmonisation accrue des normes minimales encadrant les régimes d'insolvabilité en Europe contribuerait à une plus grande prévisibilité et cohérence du résultat des restructurations d'entreprises. Comme indiqué à la Section 4, les participants

¹⁶ Les données cumulées publiées par une entreprise tchèque, InsolCentrum, évoquent un taux de recouvrement de 6 à 7 % des créances en 2011 et 2012 et un délai moyen de résolution de 21 mois. Pour cette période, la Banque mondiale estime le délai de résolution à 38 mois et le taux de recouvrement à 56 %.

du marché sont davantage enclins à investir, et sont prêts à payer le prix qu'il faut, lorsque les actifs qu'ils acquièrent se situent dans des pays où le résultat des procédures de restructuration est le plus prévisible. Des régimes d'insolvabilité divergents et inadéquats limitent le potentiel d'attrait du secteur privé alors qu'à l'opposé, le développement de normes minimums solides confère davantage de prévisibilité aux créanciers et autres parties prenantes, dope les investissements et favorise l'émergence des avantages du marché unique dans un environnement économique mieux intégré. Par conséquent, nous estimons que certains des principaux aspects soulignés plus haut, adéquatement mis en place et soutenus par les cadres juridiques, judiciaires et réglementaires des pays concernés, accroîtraient considérablement l'efficacité des lois européennes sur l'insolvabilité et les restructurations et, le cas échéant, favoriseraient la capacité d'une entreprise à réussir sa restructuration et à éviter une insolvabilité formelle.

L'Europe manque cruellement d'un processus de restructuration prévisible, cohérent et efficace. Il ne fait aucun doute que les réformes ciblées des lois européennes sur l'insolvabilité décrites ci-dessus permettraient d'accroître l'efficacité des marchés des capitaux en Europe et la confiance qui leur est accordée. Si l'introduction de ces réformes conduit à une amélioration générale de la situation, leurs effets positifs sur l'économie et les marchés de l'UE ressortiront d'autant mieux qu'elles seront mises en œuvre de façon homogène à travers les pays.

La réforme de l'insolvabilité en Europe aurait également d'autres avantages politiques plus larges :

- **La résolution du problème des prêts improductifs (les NPL).** Dans son dernier rapport aux termes de l'Article IV sur la zone euro, le FMI a établi que « *les hauts niveaux de prêts improductifs sont un obstacle à l'activité de prêt et au recouvrement. En affaiblissant la rentabilité des banques et en immobilisant le capital, les NPL restreignent la capacité de prêt des banques et limitent l'efficacité de la politique monétaire.* »¹⁷ Le FMI a identifié comme prioritaire l'amélioration du cadre d'insolvabilité en vue de réduire le stock élevé de prêts improductifs à l'échelle de l'Europe.

Sur la base d'une définition standard, l'évaluation exhaustive conduite par la BCE en 2014 a identifié un total de 879 milliards d'euros de prêts NPL dans le système bancaire.¹⁸ Une récente étude de l'autorité bancaire européenne¹⁹ a identifié que dans la plupart des États membres, ce sont les PME qui détiennent la plus forte part de NPL dans leurs portefeuilles de prêts. La moyenne pondérée dans l'UE pour les prêts des PME s'établit à 18,5 % en juin 2015. L'ABE explique que cette proportion élevée des ratios de NPL parmi les PME est imputable à « la résistance relativement moindre des PME à la conjoncture économique défavorable par rapport aux autres entreprises... et aux difficultés juridiques et autres qui entourent la liquidation/l'annulation de leurs prêts improductifs. »

Dans une récente étude conduite par la Commission européenne²⁰ (présentée plus en détails à l'Annexe 3), les auteurs justifient la contribution de la solidité des régimes d'insolvabilité (par des facteurs comme la croissance du PIB et les ratios d'endettement) à l'accélération de la vitesse d'ajustement des NPL. Nous étayons cet argument ci-après qui reste toutefois analysé plus en profondeur dans le dossier de la Commission. Le Graphique 1 compare l'évolution des NPL entre 2007 et 2014 dans plusieurs pays européens, aux États-Unis et au Japon, la qualité des régimes d'insolvabilité étant mesurée par l'indicateur « Distance de la frontière » (DTF) de la Banque mondiale²¹.

//
Les niveaux élevés de NPL et de dette ont freiné l'activité de prêt et d'investissement des banques.
//

Comme illustré au Graphique 1, ce sont les pays aux régimes d'insolvabilité les plus solides qui ont pu ajuster le plus rapidement leurs ratios NPL au détriment de ceux aux régimes les plus faibles. La logique derrière ce constat est que des cadres d'insolvabilité plus forts favorisent la restructuration et la poursuite des opérations du débiteur et facilitent ainsi le processus vers une évolution rapide des niveaux de dette non productive.²² Ce résultat est conforté par une analyse similaire du FMI (traité

17 Juillet 2015 Rapport du FMI au titre de l'Article IV sur les politiques de la zone euro, disponible sur : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15204.pdf>

18 Rapport de l'évaluation complète de la BCE, disponible sur : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141026.en.html>

19 Évaluation des risques dans le système bancaire européen, ABE, décembre 2015.

20 Commission européenne (2015b) « The Economic impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU », disponible sur http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eedp/pdf/dp004_en.pdf

21 Pour une définition détaillée de cet indicateur, se reporter à la section 3.2.1.

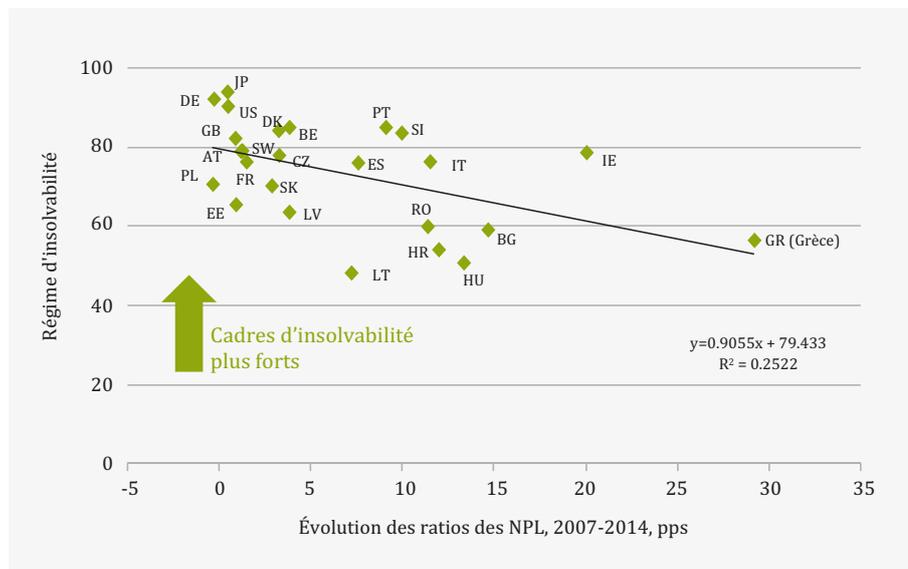
22 Un résultat similaire émerge de la corrélation entre le niveau des NPL en 2015 et le même indicateur de la qualité des régimes d'insolvabilité sur la même année.

Les aspects juridiques et politiques des systèmes d'insolvabilité dans l'Union européenne

à l'Annexe 3) qui montre que les pays s'étant désendettés le plus rapidement après la période de crise ont été ceux qui s'étaient dotés des régimes d'insolvabilité les plus solides.

Les niveaux élevés de NPL ont une conséquence directe sur la capacité des banques à soutenir la croissance. Selon le rapport aux termes de l'Article IV du FMI sur la zone euro, « les niveaux élevés de NPL et de dette ont freiné l'activité de prêt et d'investissement des banques, limitant le passage vers des conditions financières plus souples ». Le FMI souligne que « la cession des prêts improductifs peut libérer de gros volumes de capitaux réglementaires et générer d'importantes capacités en vue de nouvelles activités de prêt », en calculant que la libération du capital mobilisé par les NPL pourrait permettre entre 167 et 522 milliards d'euros de nouveaux emprunts pour autant qu'il y ait une demande correspondante en face.

Graphique 1 : **Qualité des régimes d'insolvabilité en 2015 (distance de la frontière) et évolution des NPL en Europe, au Japon et aux États-Unis**



Source : Banque mondiale et Doing Business 2015

- **Harmonisation des marchés des capitaux.** L'UE s'efforce d'harmoniser les règles et pratiques des marchés des capitaux à travers l'Europe, comme illustré par des initiatives telles que l'union bancaire européenne et la proposition d'union des marchés des capitaux. Par ailleurs, la Commission a pour volonté d'établir un « code unique » au travers de la législation sur les marchés d'instruments financiers (MiFiD II), sur les abus de marché (MAR/MAD), sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD), sur les dérivés de gré à gré (OTC) (EMIR) et sur les dépositaires centraux de titres (CSDR), parmi d'autres.²³ L'ensemble de ces initiatives et règlements soutiennent et encouragent l'approfondissement et le renforcement des marchés et visent à accroître le niveau d'harmonisation en Europe. Nous soutenons ces réformes mais nous croyons aussi, pour les raisons précisées plus haut, qu'elles ne seront pas pleinement effectives sans mettre en même temps, et autant, l'accent sur un alignement plus étroit des règles d'insolvabilité en Europe.

²³ Se reporter au Livre vert de la Commission européenne « Construire l'union des marchés des capitaux », page 5, note de bas de page 1.

- **Opérations publiques/privées.** Les procédures d'insolvabilité en Europe ont parfois des implications complexes et imprévues sur les lois sur les valeurs mobilières. Les informations relatives aux procédures conduites sous les régimes d'insolvabilité en Europe (même dans le cadre des tribunaux) ne sont généralement pas publiquement disponibles et toute donnée pertinente à cet égard est habituellement distribuée sur une base confidentielle et réservée aux créanciers. Dans une telle situation, négocier les titres en question sur une base publique peut s'avérer difficile ou illégal. À titre d'exemple, en vertu des règles sur les abus de marché au Royaume-Uni, négocier à partir d'informations qui ne sont pas à disposition du public et des actionnaires, même si elles sont connues de tous les créanciers y compris d'une contrepartie à l'opération, peut exposer les participants à voir leur responsabilité engagée pour abus de marché (y compris à encourir de possibles sanctions pénales). Toute réforme de l'insolvabilité en Europe devrait s'attarder sur cette question et établir clairement quand et comment les titres d'une entreprise insolvable peuvent être négociés sur les marchés publics au cours d'une procédure d'insolvabilité.
- **Divulgateion.** De nombreux pays européens sont en train de réformer et de réviser leur droit de l'insolvabilité, comme illustré à l'Annexe A. Par ailleurs, comme nous l'avons expliqué ci-dessus, bon nombre de débiteurs sont à même de profiter des transferts de centre des intérêts principaux et autres mécanismes pour choisir quand et comment conduire leur procédure d'insolvabilité ou de restructuration. La localisation de, et les participants à, une procédure d'insolvabilité ou de restructuration peuvent parfois avoir un effet non négligeable sur l'issue de la procédure. Cette situation accroît l'incertitude des investisseurs concernant le traitement de la dette dans une procédure d'insolvabilité ou de restructuration et, dans le pire des cas, peut conduire à un traitement très disparate des questions d'insolvabilité décrites dans le document de placement en question. La réforme et l'harmonisation des régimes d'insolvabilité en Europe contribueraient à réduire cette incertitude.

Pour conclure, les arguments en faveur d'une plus grande harmonisation des règles d'insolvabilité en Europe ne manquent pas à première vue, avec des retombées économiques potentielles pour les sociétés et les investisseurs européens et pour la santé du système financier dans son ensemble. La Section 4 tente de quantifier l'étendue des retombées économiques potentielles pour l'Europe de l'amélioration de l'efficacité de son cadre d'insolvabilité.

//

Les arguments en faveur d'une plus grande harmonisation des règles d'insolvabilité ne manquent pas à première vue.

//

4. Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité



4. Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

Ce chapitre place la question de l'insolvabilité dans une perspective économique et propose une estimation des avantages potentiels de la réforme de l'insolvabilité en Europe. Son contenu est structuré comme suit :

- La Section 4.1 synthétise la documentation économique sur les régimes d'insolvabilité.
- La Section 4.2 aborde une vision d'ensemble des principales sources de données sur les cadres d'insolvabilité internationaux et discute des limites de ces données.
- La Section 4.3 introduit un modèle économétrique de l'estimation des retombées potentielles de la réforme de l'insolvabilité pour les marchés de crédit en Europe.
- La Section 4.4 propose une estimation des retombées macroéconomiques de la réforme de l'insolvabilité en Europe, sur la base des résultats issus de la section 4.3.

4.1 Messages clés de la documentation économique

Un organisme de recherche reconnu invoque les effets positifs d'un bon fonctionnement des marchés financiers sur la performance économique.²⁴ Les indicateurs du développement et de l'efficacité des marchés financiers sont fortement influencés par le cadre institutionnel, notamment par la réglementation relative à l'insolvabilité et la faillite qui sous-tendent l'activité des marchés financiers. La Section 3.1 étudie les liens qui existent entre réforme de l'insolvabilité et grandes variables macro- et microéconomiques.

La documentation existante considère les liens entre la réforme de l'insolvabilité et la protection du crédit à la lumière de quatre ensembles de variables économiques :

L'impact sur les marchés d'actions et du crédit :

- une plus grande efficacité de l'exécution de la dette conduit à l'étoffement des marchés de la dette (Djankov, 2008) ;
- le bêta sur les actions et la volatilité des cours sont moindres dans les pays où le code de la faillite favorise la renégociation de la dette (Favara et al., 2012) ;
- les lois et les normes d'application influent sur la taille et l'envergure des marchés des capitaux d'un pays. Les pays où la protection des investisseurs est la moins bien assurée sont aussi ceux dont les marchés des capitaux sont les plus réduits et les plus étroits (La Porta et al., 1997) ;
- les valorisations des marchés se sont améliorées avec l'introduction de nouvelles législations sur la faillite accordant une meilleure protection aux créanciers (Kadiyala, 2011) ;
- des droits peu étendus pour les créanciers augmentent les écarts de rendement sur les prêts (Bae et Goyal, 2009) ;

Les conditions de financement pour les entreprises :

- des codes de la faillite défavorables conduisent à des exigences de garanties supérieures (Davydenko et Franks, 2008) ;
- des règles de protection des investisseurs fondées et efficaces augmentent la facilité d'accès au crédit (BCE) ;

L'entrepreneuriat et la création d'entreprise :

- des régimes d'insolvabilité bien en place stimulent l'esprit d'entreprise estimé sous la forme du nombre de travailleurs indépendants et du taux de pénétration des nouvelles entreprises (Leea et al., 2001) ;

Les répercussions macroéconomiques :

- des régimes d'insolvabilité solides accélèrent l'ajustement macroéconomique et le désendettement (FMI, RBS) ;
- de bons régimes de pré-insolvabilité accélèrent l'ajustement des NPL (CE).

En somme, un large éventail de sources documentaires qui couvrent plusieurs décennies atteste de la relation entre l'efficacité des marchés financiers et la croissance économique, ainsi que des effets potentiels de la réforme institutionnelle (dont l'harmonisation) sur la croissance via ses répercussions sur les marchés financiers.

24 Cf. notamment Raghuram Rajan et Luigi Zingales (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, Vo. 8, No.3, pp 559-586 ; Ross Levine et Sara Zervos, « Stock markets, banks and economic growth », Vo. 8, No.3, pp 537-558 ; Marco Pagano (1993), « Financial markets and growth », *European Economic Review*, Vo. 37, pp 613-622 ; Robert King et Ross Levine, « Finance, entrepreneurship, and growth – Theory and evidence », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32 pp 513-542 ; Rioja, Felix et Neven Valev. 2004a. « Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development. » *Economic Inquiry* 42 : 127-140 et Philippe Aghion, Peter Howitt et David Mayer-Foulkes (2005), « The effect of financial development on convergence: Theory and Evidence », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120 (1), pp 173-222

L'Annexe 3 propose une analyse plus exhaustive et détaillée de la documentation sur les régimes d'insolvabilité, la protection des créanciers et la performance économique.

La recherche conduite dans ce rapport a mesuré l'efficacité des marchés financiers à la lumière de l'indicateur des primes de risque et s'est penchée sur les effets de l'évolution de la qualité des régimes d'insolvabilité sur ces niveaux de primes. Les récents travaux soulignent également les ponts qui existent entre l'efficacité des régimes d'insolvabilité et celle des politiques de stabilisation.

Se reporter à l'Annexe D pour des études de cas de la réforme institutionnelle et de sa performance.

4.2 Régimes d'insolvabilité et performance économique

Cette section présente une vision d'ensemble des principales sources de données actuellement disponibles sur les cadres d'insolvabilité internationaux et examine les principaux messages envoyés par les données sur les États membres de l'UE. Elle aborde également les limites des données à disposition qui ont des implications sur la spécificité du modèle économique développé dans le présent rapport.

Performance des États membres de l'UE mesurée par les indices de la Banque mondiale

Des régimes d'insolvabilité efficaces réduisent les coûts de transaction de l'exécution des contrats d'emprunt et plus généralement favorisent l'efficacité des marchés des capitaux en facilitant la liquidation des entreprises non viables tout en ouvrant la voie à la restructuration ordonnée des entreprises en difficulté mais viables à long terme.

La mesure des meilleures pratiques des régimes d'insolvabilité peut se faire de nombreuses façons. L'une d'elles consiste à se concentrer sur des mesures de performance quantitatives, telles que le coût déclaré des procédures, le délai de recouvrement pour les créanciers et les taux de défaut et de recouvrement. Une seconde approche consiste à identifier les propriétés souhaitables d'un régime d'insolvabilité et à « noter » le régime d'un pays considéré sur la base de celles-ci.

Ces « propriétés souhaitables » ont essentiellement trait aux droits décisionnels des différentes parties à l'égard des opérations de l'entreprise et à la conduite des procédures. À ce sujet, l'histoire nous enseigne que les régimes de droit civil en Europe sont considérés moins favorables aux droits décisionnels des créanciers par rapport aux régimes de common law tels que l'Angleterre ou le Pays de Galles. Les fondements économiques à la base de ces dispositions posent deux types de problème :

- *Un problème informationnel* – le débiteur et/ou certains créanciers peuvent être mieux informés sur l'activité que les autres parties et peuvent aussi avoir la possibilité d'entreprendre des actions qui pourraient s'avérer dans l'intérêt d'un sous-groupe d'entre elles sans être pour autant optimales pour tous. Par ailleurs, les contrats étant toujours incomplets dans une certaine mesure, se posera la question des droits de contrôle résiduels sur les décisions concernant les opérations et les actifs du créancier.
- *Un problème lié aux actions collectives*. S'il est dans l'intérêt de toutes les parties d'orchestrer une liquidation ou une restructuration en bonne et due forme, certaines pourraient percevoir un avantage à opter pour une position opportuniste. Si un tel comportement se généralise, les chances d'une résolution dans les meilleures conditions se réduisent. Il faut donc un système de règles spécifiant la nature et le périmètre des droits décisionnels pour imposer un comportement coopératif.

La Banque mondiale, au travers de sa base de données Doing Business, fournit des informations à la fois sur les propriétés quantitatives et qualitatives des régimes d'insolvabilité.²⁵ Cette base de données propose des informations exhaustives en termes de couverture géographique et de types d'indicateur d'insolvabilité et c'est donc notre principale source. Par ailleurs, tel qu'indiqué à la section 2, la vision de l'UE à l'égard des meilleures pratiques est influencée par la recherche de la Banque mondiale.

Mesures quantitatives et qualitatives de la performance des régimes d'insolvabilité

Depuis 2004, l'initiative Doing Business de la Banque mondiale a noté les pays sur différents aspects de la qualité institutionnelle, dont la règle de droit, la protection des créanciers et la qualité du cadre d'insolvabilité.

²⁵ Les informations communiquées sont collectées sur la base d'un scénario de simulation d'étude de cas d'insolvabilité. Il est demandé aux experts de noter les institutions et les lois par pays et un calcul des indicateurs quantitatifs et qualitatifs est effectué sur cette base.

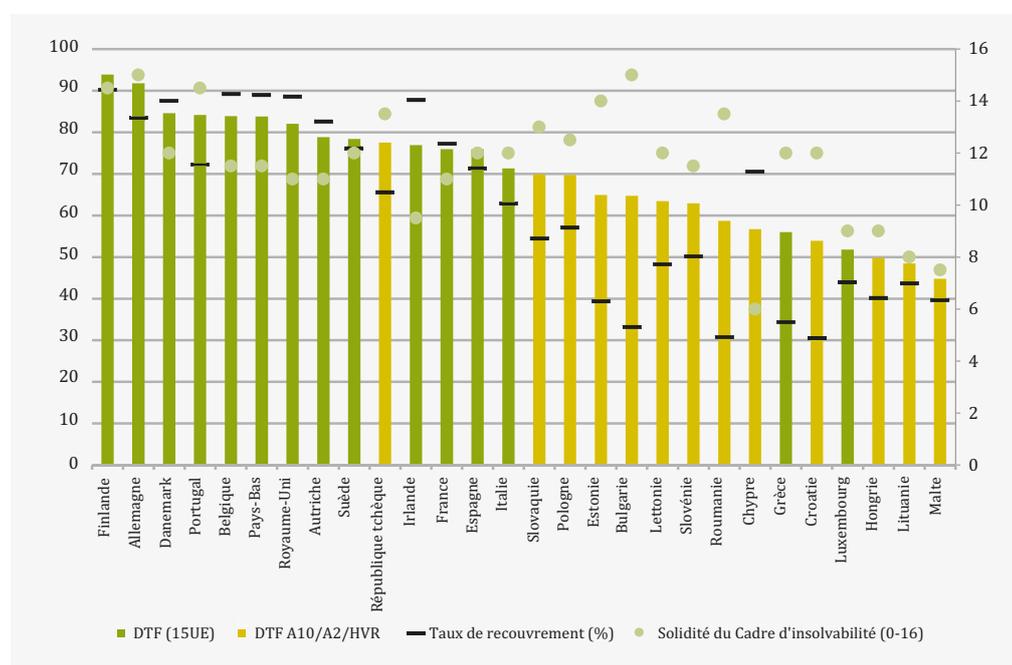
Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

En matière de résolution de l'insolvabilité, les types de données suivants sont accessibles :

- **Données quantitatives sur l'issue des procédures d'insolvabilité.** Sont couverts le coût des procédures d'insolvabilité, les délais de recouvrement pour les créanciers et les taux de recouvrement. Ces données remontent jusqu'à 2004.
- **Données qualitatives sur la solidité du cadre d'insolvabilité.** Cette mesure composite se fonde sur quatre sous-indices qui couvrent : (i) un indice de restructuration ; (ii) un indice de l'ouverture des procédures (pour évaluer si les débiteurs et/ou créanciers sont à même d'initier une liquidation et/ou une restructuration) ; (iii) un indice de la gestion des actifs du débiteur et (iv) un indice des droits des créanciers. Chaque sous-indice se voit attribuer une note de 0 à 4 qui sont ajoutées pour obtenir une notation comprise entre 0 et 16. Cet ensemble de données a débuté en 2014.
- **La mesure globale de la « distance de la frontière » (DTF).** Le DTF est une notation globale qui montre la performance d'un pays en matière d'insolvabilité à partir des mesures à disposition. Pour chaque variable incluse, la performance d'un pays est mesurée par rapport aux meilleurs et plus mauvais résultats, exprimée sous la forme d'un nombre de 0 à 100. La moyenne de ces notes est ensuite calculée pour obtenir le DTF. Cette approche est utilisée pour synthétiser chaque aspect de la qualité institutionnelle dans Doing Business. Il est précisé que cette mesure n'existait pas les années précédentes et que toute analyse de cette variable dans le temps doit donc partir d'une mesure obtenue de façon cohérente.²⁶

Le Graphique 2 montre le classement des 28 pays de l'UE en fonction de la mesure DTF en 2015. Les barres illustrent la mesure DTF pour 2015. Cette notation tend à attribuer une place plus élevée aux États membres historiquement établis, les 15 étant regroupés dans la partie avant du schéma alors que les nouveaux États membres sont réunis à l'arrière. Les seules exceptions sont la République tchèque qui figure à la 10^e place parmi les 15 et le Luxembourg et la Grèce qui sont placés loin derrière les autres membres historiques.

Graphique 2 : Distance de la frontière, taux de recouvrement et solidité du cadre d'insolvabilité dans les 28 pays de l'UE



Source : Doing Business 2015

26 L'éventail d'indicateurs et la méthode de calcul des notations dans Doing Business ont évolué dans le temps. En 2004, on se servait des mesures quantitatives du coût des procédures et de leur durée, en parallèle de la priorité des créances et de l'efficacité des résultats du côté qualitatif. En 2005, les mesures qualitatives ont été abandonnées et le taux de recouvrement a été introduit, reflétant lui-même la durée et le coût de la procédure. À compter de 2007, le taux de recouvrement a servi à classer les pays. Depuis 2012, on est passé à l'approche DTF pour traiter chaque aspect de la qualité institutionnelle – par rapport à l'insolvabilité, seul le taux de recouvrement était concerné. En 2014, la solidité de l'indice du cadre d'insolvabilité a fait son apparition et est entrée à proportions égales avec le taux de recouvrement dans le calcul du DTF.

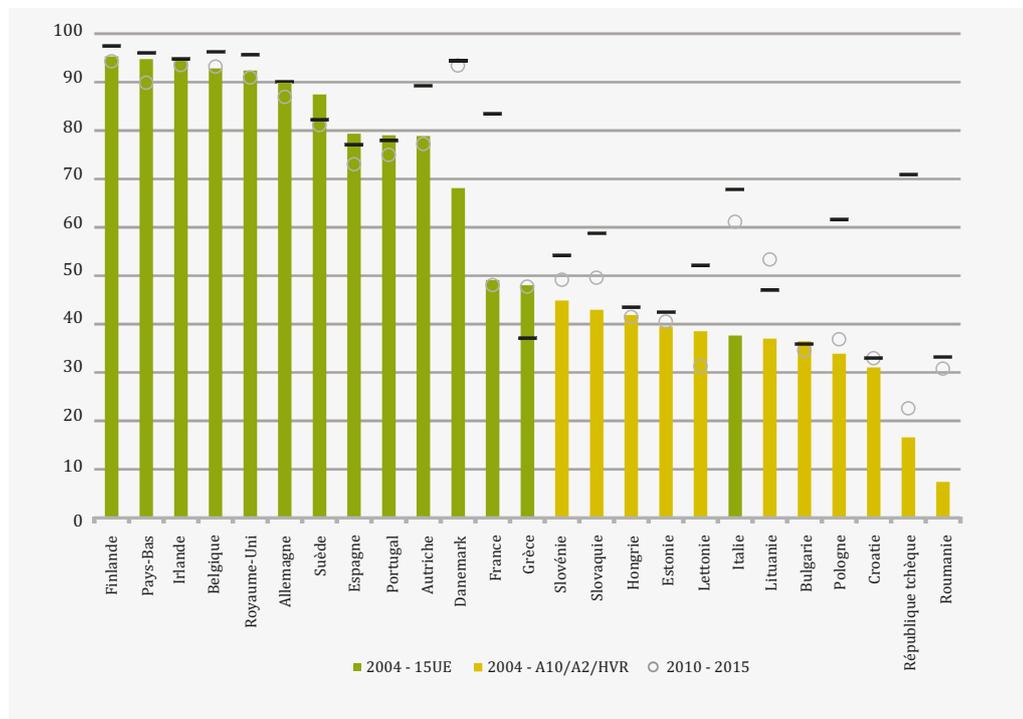
Les deux mesures à partir desquelles le DTF 2015 est calculé – taux de recouvrement estimé et solidité du cadre d'insolvabilité – apparaissent également. De façon générale, les 15 États membres s'en sortent plutôt mieux en termes de taux de recouvrement estimé, mais pas si bien sur le plan de la solidité du cadre alors que les 13 pays qui ont rejoint l'UE depuis 2004 obtiennent de meilleures notations à l'égard de la solidité du cadre d'insolvabilité que du taux de recouvrement.

Les mesures DTF des 28 États membres vont de 93,5 (Finlande) à 44,78 (Malte) tandis que le taux de recouvrement s'établit entre 90,2 (Finlande) et 30,5 (Croatie). Les fortes différences entre les pays illustrent les avantages potentiels de l'harmonisation des régimes d'insolvabilité par des normes minimales adéquates. En parallèle, il faudrait limiter le champ d'action laissé à chacun des 28 États membres quant à la manière de mettre en œuvre ces normes ; sinon, les mesures DTF et les taux de recouvrement conserveraient des plages de variation similaires entre les pays et limiteraient du même coup les avantages de l'harmonisation du « marché unique ».

Il est possible de se faire une idée des connexions possibles entre les réformes et les taux de recouvrement en considérant leur évolution dans le temps et notamment l'expérience des États membres qui ont récemment accédé à l'UE. Le Graphique 3 illustre un classement des 28 pays de l'UE en fonction de leur taux de recouvrement en 2004. À cette date, à l'exception de l'Italie, les taux de recouvrement étaient supérieurs dans la totalité des 15 pays membres historiques par rapport aux 13 nouveaux arrivants. Sur les 15, seuls quatre ont enregistré une hausse substantielle de leur taux de recouvrement – l'Autriche, le Danemark, la France et l'Italie. À l'opposé, tous les nouveaux accédants sauf quatre (la Hongrie, l'Estonie, la Bulgarie et la Croatie) ont constaté une hausse substantielle de leur taux de recouvrement. Plusieurs membres parmi les 13 auront mis en œuvre de vastes réformes et profité d'une hausse du taux de recouvrement.

Nous notons que les pays placés dans la partie droite du graphique regroupent de nombreuses juridictions du Groupe 1 identifiées par la Commission comme offrant des options de restructuration limitées. Leurs faibles taux de recouvrement s'inscrivent dans la lignée des résultats de la Banque mondiale qui associent les taux de recouvrement à la disponibilité de solutions de restructuration. Mais nous notons également que ces pays les moins bien armés ont aussi observé une large remontée de leur taux de recouvrement entre 2004 et 2015.

Graphique 3 : Taux de recouvrement dans les 28 pays de l'UE - 2004, 2010 et 2015



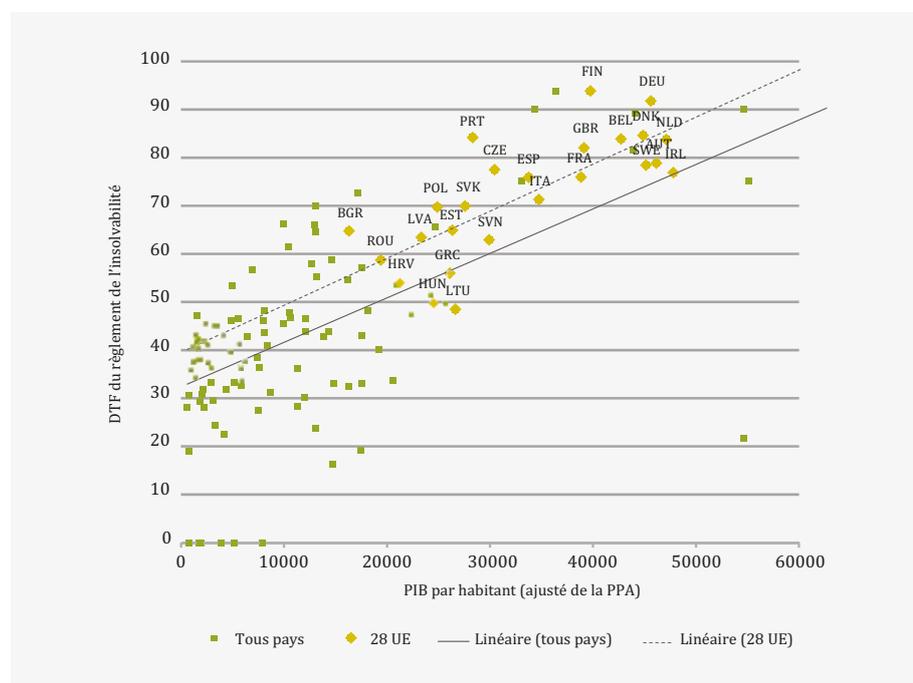
Source : Analyse Frontier des données de Doing Business pour 2015

Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

Parmi tous les pays, il existe une relation positive et significative entre les taux de recouvrement et la solidité du cadre d'insolvabilité (coefficient Pearson = 0,39, $R^2 = 0,15$, t-stat = 5,4). Toutefois, parmi les 28, il n'existe quasiment aucune corrélation entre les variables (coefficient Pearson = 0,06, $R^2 = 0,00$, t-stat = 0,29). Il y a en effet actuellement beaucoup moins de variation des différentes variables de la qualité institutionnelle au sein de l'UE qu'en dehors. Pris collectivement, les résultats indiquent également que les 13 nouveaux pays membres ont profité de la convergence de la politique des 15 par le relèvement de la qualité de leurs régimes d'insolvabilité.

Pour finir, nous considérons le lien entre la croissance économique et la qualité des institutions en charge de l'insolvabilité à la lumière des sources documentaires bien établies sur la relation entre croissance économique et qualité des institutions au sens large. Le Graphique 4 compare le PIB à la mesure du règlement de l'insolvabilité DTF. Il en ressort une forte relation positive entre les deux variables. Dans les faits, le PIB par habitant explique environ 50 pour cent de la variation du DTF. S'il s'agit d'une corrélation forte, la relation de cause à effet entre les deux n'est pas si évidente et est probablement à double sens : à savoir que la qualité des institutions influence le PIB et qu'elle s'accroît à mesure que les pays s'enrichissent. Il est à noter que la tendance pour les 28 pays de l'UE et tous les autres pays est très similaire.

Graphique 4 : **Corrélation entre PIB réel par habitant et indice d'insolvabilité**



Source : Frontier Economics sur la base des données d'Eurostat et de la Banque mondiale

Les liens entre la qualité des régimes d'insolvabilité et l'environnement d'entreprise au sens plus large Il est intéressant de considérer la relation entre les indicateurs de la qualité des régimes d'insolvabilité et d'autres facteurs influant sur la facilité de la pratique des affaires. En effet, ces facteurs jouent également sur la mesure du risque et doivent donc être pris en compte dans la modélisation des éléments déterminants des écarts de rendement sur les obligations d'entreprises.

//
Les 13 nouveaux pays membres ont profité de la convergence de la politique des 15.

//

Nous avons estimé les corrélations entre le règlement de l'insolvabilité DTF tel que calculé par la Banque mondiale et les autres indicateurs institutionnels de la facilité de la pratique des affaires. Des corrélations positives ont été établies à partir de variables comme la facilité à démarrer une affaire (0,49), l'accès au crédit (0,56), la protection des investisseurs minoritaires (0,61) et l'application des contrats (0,48).

C'est au niveau du DTF global que la corrélation est la plus forte (0,78), ce qui n'est guère surprenant puisque la mesure globale du DTF incorpore elle-même la mesure DTF du règlement de l'insolvabilité.

4.3 Estimation de l'impact de la réforme d'insolvabilité sur la performance des marchés financiers

Cette section développe un modèle économétrique pour tester la relation entre les régimes d'insolvabilité nationaux et l'efficacité des marchés financiers, telle que mesurée par la prime de risque sur les émissions d'entreprises. À savoir, le rendement supplémentaire dont un investisseur aurait besoin pour compenser le risque de la dette d'entreprise contractée.

Les avantages économiques estimés dans le modèle se fondent sur une base étroite par nature et sous-estiment peut-être l'impact de la réforme de l'insolvabilité à plus large échelle en excluant d'autres avantages potentiels identifiés dans la documentation disponible (cf. Annexe 3). Ces avantages supplémentaires ont trait (i) à un meilleur accès aux solutions de financement pour les entreprises ; (ii) à des niveaux d'entrepreneuriat et de création d'entreprise renforcés ; (iii) aux avantages du « marché unique » découlant d'un environnement mieux intégré des échanges et investissements transfrontaliers ; et (iv) à une avancée dans le règlement des niveaux élevés de prêts improductifs en Europe.

Notre modèle se fonde sur les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises (la différence de rendement entre émissions privées et titres souverains) pour mesurer la prime de risque. Toutes choses égales par ailleurs, nous attendrions d'un régime d'insolvabilité renforcé qu'il accroisse la part de valeur des actifs qui serait récupérée en cas de défaut. Ainsi, le rendement attendu par les porteurs d'obligations d'entreprises devrait être inférieur pour compenser les pertes en cas de défaut. Pour estimer cette relation, nous tenons compte d'autres facteurs ayant une incidence sur les écarts de rendement, tels que le risque au niveau de l'émetteur²⁷ et la prime à terme. Nous utilisons un modèle de fixation des prix des obligations pour estimer l'écart de rendement des obligations d'entreprises comme une fonction des principales caractéristiques de l'obligation, qui incluent la notation de crédit, le délai jusqu'à l'échéance (qui reflète la prime à terme), le ratio entre l'offre et la demande (une mesure du risque de liquidité) et une mesure du risque systémique non diversifiable. Nous incluons également le taux de recouvrement sur les insolvabilités pour mesurer l'effet de la performance du régime d'insolvabilité.²⁸

Nous nous sommes axés sur le taux de recouvrement estimé dans le rapport Doing Business de la Banque mondiale qui explore les scénarios d'avancement d'un même cas d'insolvabilité selon différentes juridictions, aboutissant à une mesure homogène tant dans le temps qu'au niveau des pays.²⁹

Parallèlement à ses effets directs sur les écarts de rendement obligataires, le régime d'insolvabilité aura également un effet indirect via la notation de crédit puisque les agences de notation ajustent les notations individuelles des obligations en fonction de la notation du recouvrement dans un pays. Nous l'estimons en combinant l'effet des notations de crédit sur les écarts de rendement obligataires à un calcul bottom-up des ajustements spécifiques par juridiction.

Méthode économétrique

Nous utilisons un modèle de panel regroupant des émissions d'entreprises individuelles pour estimer la corrélation entre les mesures de l'insolvabilité et la prime de risque (écarts de rendement sur les obligations d'entreprises) tout en tenant compte d'autres caractéristiques susceptibles d'impacter les primes de risque.

La principale motivation consiste à comprendre l'impact de la réglementation sur l'insolvabilité et des autres facteurs institutionnels sur la prime de risque (écarts de rendement sur les obligations d'entreprises). Alors que les caractéristiques obligataires n'ont pas d'intérêt direct, il est important qu'elles soient adéquatement modélisées au cas où certains de leurs

27 L'Annexe 4 présente une étude de la relation entre régimes d'insolvabilité et développement des marchés obligataires.

28 En théorie, on pourrait utiliser les indices d'obligations d'entreprises qui existent ; ils sont définis pour des échéances et notations bien précises et peuvent présenter une mesure cumulée des écarts de rendement sur une base homogène dans le temps. Pourtant, cette approche n'est pas réalisable car les indices d'obligations d'entreprises ne sont disponibles que pour un nombre limité de pays européens, principalement les marchés les plus développés de la région. Si on ne dispose des données que pour un nombre réduit de pays, les variations entre les régimes d'insolvabilité ne seront pas suffisantes pour identifier leur impact sur les écarts de rendement des obligations. Nous partons donc d'un regroupement de données sur des obligations d'entreprises à titre individuel. Même si le nombre d'obligations d'un pays est trop réduit pour qu'un indice des obligations soit publié, elles peuvent tout de même être regroupées dans un modèle élargi qui nous permet de constater l'impact du régime d'insolvabilité d'un pays sur les écarts de rendement obligataires. Cette approche permet de maximiser l'éventail de pays intégrés dans l'analyse.

29 Nous avons envisagé d'utiliser les données de Moody's sur les résultats réels des recouvrements par cas comme mesure alternative de la performance du régime d'insolvabilité mais nous n'avons pas retenu cette solution du fait d'une couverture parcellaire tant sur le plan géographique que temporel et parce que la variabilité du panel de cas fait largement douter quant au fait que les cas observés soient représentatifs de la qualité du régime sous-jacent. Les données relatives au taux de recouvrement à la sortie sont évoquées plus en détails à l'Annexe 3.

Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

impacts seraient attribués par erreur à la solidité du cadre des régimes d'insolvabilité. Par conséquent, il est utile d'estimer un modèle large et étendu sur une base mensuelle, bien que la structure des données sur les mesures d'insolvabilité soit relativement simple et uniquement disponible à une fréquence annuelle.

Nous présentons ci-dessous le périmètre et les variables utilisés pour l'estimation. D'autres détails de méthodes sont présentés à l'Annexe 4.

Périmètre du modèle économétrique

Obligations

Le cœur de l'estimation est dédié aux obligations vanille, à savoir des obligations zéro coupon non remboursables par anticipation et émises dans la devise du pays d'origine. Les autres types d'obligations ne sont pas analysés car il est difficile de modéliser ces caractéristiques spécifiques au sein d'un cadre général et à défaut d'être adéquatement prises en compte, elles pourraient biaiser les résultats.

Nous excluons les obligations ayant moins d'un an d'échéance résiduelle car les rendements des obligations à duration courte peuvent se comporter différemment.

Échelle temporelle

Notre échantillon va de 2004 à 2015, ce qui correspond à la période couverte par Doing Business, principale source de données sur les cadres d'insolvabilité. Les indicateurs plus détaillés de la Solidité du Cadre d'insolvabilité ne sont disponibles que pour 2014 et 2015.

Pays

En principe, l'analyse devrait considérer tous les États membres de l'UE, en particulier les plus récents qui ont réformé leur régime d'insolvabilité ces derniers temps. Toutefois, les émissions obligataires d'entreprises sont très peu nombreuses dans beaucoup de ces pays, ce qui déjà en soi reflète bien la relation entre le régime d'insolvabilité et l'épaisseur du marché. Notre échantillon regroupe 10 États membres de l'UE et 2 pays de l'OCDE. La majorité des obligations sont en Allemagne et en Italie, avec des quantités moins élevées en Autriche, aux Pays-Bas et en France.³⁰

Résultats de l'estimation

Notre modèle de prix des obligations montre que les bas niveaux des écarts de rendement sur les obligations d'entreprises sont liés à des taux de recouvrement supérieurs, conduisant donc à penser que les pays dotés de solides régimes d'insolvabilité ont généralement des coûts d'emprunt inférieurs sur les marchés des capitaux.

Les résultats de l'estimation apparaissent dans le Tableau 1 pour quatre modèles. Dans chaque cas, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises sont la variable sur laquelle l'impact est estimé. Par écart de rendement sur les obligations d'entreprises, on entend le rendement à l'échéance de l'obligation minoré du taux sans risque représenté par le rendement sur les émissions souveraines à 10 ans.

Chaque modèle part d'un modèle de prix et de variables d'explication des écarts de rendement obligataires différents. En parallèle d'une spécification de base qui n'inclut que les caractéristiques obligataires, nous testons séparément deux mesures de la performance du régime d'insolvabilité, ainsi qu'une spécification qui contrôle les effets au niveau des pays. Une modélisation plus sophistiquée du panel donne ainsi des résultats similaires (cf. Annexe 4).³¹

Modèle de base

Le modèle de base (1) ne tient pas compte de l'impact d'une quelconque mesure de l'insolvabilité. L'objectif est d'établir que l'approche de l'estimation des obligations fonctionne comme prévu avant de tirer des conclusions concernant les effets des mesures de l'insolvabilité.

Dans ce modèle, les variables qui visent à expliquer les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises sont :

30 Pour une vérification croisée des effets de la composition de l'échantillon, nous avons exploré d'autres pondérations possibles, telles que la réduction de la pondération des obligations italiennes et allemandes ou la repondération des obligations de sorte que les pays aient une importance équivalente dans l'échantillon. De telles techniques ont peu d'effets sur les résultats, ce qui suggère que la prédominance des obligations italiennes et allemandes dans l'échantillon n'est pas prépondérante dans les résultats.

31 L'échantillon obligataire utilisé dans l'analyse est évoqué plus en détails à l'Annexe 4.

- le délai jusqu'à l'échéance : le temps restant (en mois) jusqu'à l'arrivée à échéance de l'obligation.
- la notation de crédit : notations historiques S&P, traduites en « crans ».³²
- le bêta : corrélation avec la variable du rendement de marché ; mesure la corrélation de la variation du cours de l'obligation par rapport à un indice d'actions international (le Morgan Stanley Capital Index). Les obligations ayant un historique de prix insuffisant pour calculer un bêta ont été séparées (« bêta manquant » dans le tableau 1).
- la liquidité : écarts de rendement entre cours acheteur et cours vendeur. Dans de nombreux cas, ces données ne sont pas disponibles, ce qui en soi est révélateur d'un certain manque de liquidité. Ces cas ont été séparés avec la mention « écart acheteur-vendeur manquant » dans le tableau 1.
- la tendance temporelle : pointe toute autre évolution (commune) de l'écart de rendement qui n'est pas corrélée à l'une des variables qui précèdent.

De plus amples détails sur les sources et données utilisées sont présentés à l'Annexe 4.

Les caractéristiques des obligations apparaissent toutes sensibles dans les résultats (Colonne 1, modèle de base du Tableau 1). Ces caractéristiques expliquent environ 30 pour cent de la variation de l'écart de rendement sur les obligations. Le délai jusqu'à l'échéance a une corrélation positive avec l'écart de rendement obligataire, ce qui traduit la prime à terme. Les notations de crédit, en tant que mesure du risque de défaut, ont une corrélation négative avec l'écart de rendement obligataire. Les conditions de bêta et d'écart acheteur-vendeur, qui traduisent respectivement le risque non diversifiable et le risque de liquidité, sont corrélées positivement à l'écart de rendement obligataire.

Modèle associant les mesures d'insolvabilité : l'impact des régimes d'insolvabilité sur les coûts d'emprunt

En (2), nous introduisons le taux de recouvrement dans le modèle (Colonne 2 du Tableau 1). Pour expliquer les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises, nous avons inclus dans ce modèle les mêmes variables d'explication que dans le « modèle de base » (délai jusqu'à l'échéance, notation de crédit, mesures de la liquidité et bêta) et nous y avons ajouté le taux de recouvrement pour résumer la solidité des régimes d'insolvabilité des différents pays dans lesquels l'obligation a été émise.

L'estimation montre qu'une hausse d'un point de pourcentage du **taux de recouvrement se traduit par une réduction de 0,0366 point de pourcentage de l'écart de rendement sur les obligations**. Ainsi, une amélioration de 10 points de pourcentage des taux de recouvrement, tel que mesuré par la Banque mondiale, donne une diminution de 0,37 point de pourcentage de l'écart de rendement obligataire, indiquant donc que les pays disposant de régimes d'insolvabilité plus solides ont des coûts d'emprunt inférieurs.

La relation est forte et statistiquement significative à un niveau de 1 pour cent. En général, nous notons des impacts similaires de la part des caractéristiques des obligations. Le fait qu'ils tendent à présenter une ampleur légèrement moindre pourrait traduire la modeste corrélation entre ces variables et le taux d'insolvabilité.

En (3), nous tenons compte de l'impact potentiel sur les écarts de rendement obligataires d'autres caractéristiques non observables au niveau du pays,³³ en associant des variables d'explication pour chacun des pays de l'échantillon (Colonne 3 du Tableau 1). Une fois ces éléments ajoutés, le coefficient du taux de recouvrement mesure ensuite l'effet d'une *variation* du taux de recouvrement au niveau du pays sur l'écart de rendement obligataire. **Nous remarquons qu'une augmentation d'un point de pourcentage du taux de recouvrement se traduit par une réduction de l'écart de rendement de 0,0178 point de pourcentage et l'impact est significatif à 1 pour cent**. Ainsi, sur la base de cette méthode, une hausse de 10 points de pourcentage du taux de recouvrement se traduit par une réduction de 18 points de base de l'écart de rendement obligataire.

La caractéristique de l'obligation se fait encore plus réduite car elle est en partie reprise dans les variables spécifiques par pays (ou « variables muettes »).

³² La variable de la notation de crédit est linéaire, à savoir qu'elle part du principe que l'impact d'une amélioration d'un cran sera le même à n'importe quel niveau de notation de crédit. Nous avons envisagé d'autres mesures de la notation de crédit permettant une variation de l'impact le long de la courbe de rendement. Pourtant, les ruptures de linéarité n'étaient pas prononcées et les changements faisaient peu de différence dans la globalité des résultats. Nous avons donc conservé une spécification linéaire pour maintenir la simplicité et la parcimonie du modèle.

³³ Variables pays muettes pour chaque pays de l'échantillon.

Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

Tests de robustesse

Aux fins des tests de robustesse, nous intégrons en (4) l'indicateur de la Solidité du Cadre d'insolvabilité (SIF) de la Banque mondiale en tant que mesure alternative de la performance du régime d'insolvabilité (Colonne 4 du Tableau 1). **Il a également un impact négatif statistiquement représentatif sur les écarts de rendement obligataires, avec une réduction de l'écart de rendement de 0,27 point de pourcentage pour une hausse d'un point du score associé.** Les coefficients des caractéristiques obligataires sont raisonnablement différents pour cette spécification car elle se fait sur un échantillon plus limité qui ne tient compte que des données de 2014 et 2015.

Tableau 1: **Résultats du modèle d'estimation des obligations – impact sur l'écart de rendement des obligations d'entreprises (en points de %)**

	(1) Modèle de base	(2) Taux de recouvrement inclus	(3) Taux de recouvrement et variables pays muettes inclus	(4) Solidité du Cadre d'insolvabilité incluse
Tendance temporelle (jours)	0,000307***	0,000428***	0,000380***	0,000836***
Durée jusqu'à l'échéance (jours)	0,000187***	0,000197***	0,000189***	0,000326***
Note de crédit (cran)	-0,253***	-0,222***	-0,184***	-0,249***
Bêta manquant §	0,260***	-0,0313	0,0285	-0,439**
Bêta	11,40***	7,934***	6,996***	0,386
Écart acheteur-vendeur manquant §	0,899***	1,235***	1,274***	1,374***
Cours acheteur/vendeur (point de %)	0,101***	0,0766***	0,0676***	0,00301
Taux de recouvrement (point de %)		-0,0366***	-0,0178***	
Solidité du Cadre d'insolvabilité (0-16)				-0,270***
AUT ψ			0,712	
CHE ψ			-0,691	
DEU ψ			0,103	
FRA ψ			1,121*	
GBR ψ			(omis - cas de base)	
IRL ψ			1,574**	
ITA ψ			0,941	
LUX ψ			0,0111	
NLD ψ			1,498**	
PRT ψ			1,346*	
SWE ψ			-0,643	
TUR ψ			-0,298	
Constante	4,034***	5,295***	2,761***	4,633***
Observations	22,982	22,982	22,982	6,462
R ²	0,302	0,368	0,398	0,310

Erreurs standard robustes entre parenthèses *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1, § variables dichotomiques (ou « variables muettes ») : 1 = pour les obligations dont le bêta ou l'écart acheteur-vendeur est manquant ; 0 = autres, ψ variables dichotomiques (ou « variables muettes ») : 1 = pour les obligations émises dans le pays ; 0 = autres.

Source : Analyse Frontier des données de Datastream et de la Banque mondiale

Plusieurs autres tests de robustesse ont été estimés et sont présentés à l'Annexe 4³⁴. Selon les résultats ci-dessus, la relation entre les régimes d'insolvabilité et les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises se maintient pour les autres spécifications, ce qui suggère une corrélation robuste et statistiquement significative entre les deux variables.

Résumé des principales conclusions de l'analyse économétrique

Une amélioration de 10 points de pourcentage des taux de recouvrement, tel que mesuré par la Banque mondiale, donne une diminution de 0,37 point de pourcentage de l'écart de rendement obligataire, indiquant donc que les pays disposant de régimes d'insolvabilité plus solides ont des coûts d'emprunt inférieurs.

Pour les autres estimations qui tiennent compte des effets des caractéristiques non observables au niveau du pays (les « variables pays muettes »), une hausse de 10 points de pourcentage du taux de recouvrement se traduit par une réduction de 0,18 point de pourcentage de l'écart de rendement obligataire.

Pour les autres mesures du régime d'insolvabilité, nous observons qu'une amélioration d'un point de pourcentage conduit à une réduction de l'écart de rendement de 0,27 point de pourcentage. Notre modèle d'évaluation du prix des obligations indique une réduction de 0,2 point de pourcentage de l'écart de rendement par cran d'amélioration de la notation.

Nous testons les effets d'autres facteurs institutionnels sur les écarts de rendement. Un effet significatif se révèle pour les variables mesurant la perception des niveaux de corruption. Le taux de recouvrement continue d'exercer un impact significatif et même supérieur dans la plupart du cas, soulignant l'importance des réformes des régimes d'insolvabilité dans le contexte d'une réforme institutionnelle plus large.

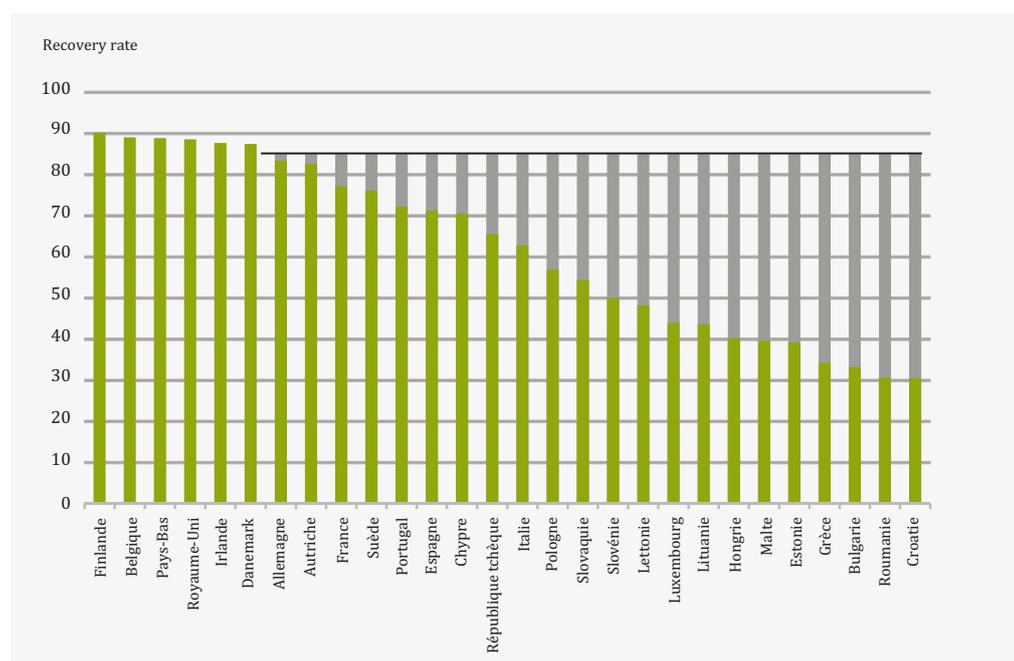
34 Dans ces modèles, nous avons estimé l'impact du régime d'insolvabilité sur les primes de risque (écarts de rendement sur les obligations d'entreprises) à partir d'autres mesures des écarts de rendement (différentes de celles estimées dans le Tableau 2) ; nous avons introduit des contrôles pour d'autres variables institutionnelles (par ex. indicateurs institutionnels Doing Business) ; nous avons ajouté des pondérations par taille d'obligations ; nous avons modifié l'échantillon pour y intégrer les obligations proches de l'échéance et, enfin, nous avons estimé d'autres modèles internes aux pays (impact sur les économies sélectionnées).

4.4 L'impact macroéconomique potentiel de la réforme de l'insolvabilité dans l'Union européenne

On peut déduire l'impact probable de la réforme de l'insolvabilité en conjuguant les données macroéconomiques avec les précédentes estimations de la relation entre la performance des marchés financiers et notre propre estimation de l'impact du régime d'insolvabilité sur la performance des marchés financiers. L'exercice est conduit sur les 28 pays de l'UE.

Nous partons de l'hypothèse selon laquelle la réforme permettrait aux pays d'atteindre un taux de recouvrement de 85 % qui correspond approximativement au niveau des six plus grandes économies de la zone.³⁵ Le Graphique 5 présente un classement des pays de l'UE en fonction de leur taux de recouvrement et du niveau de référence qu'ils devraient atteindre par la voie de la réforme.

Graphique 5 : Taux de recouvrement - Marge d'amélioration dans les 28 pays de l'UE



Source : Analyse Frontier des données de la Banque mondiale (2015)

Les avantages de la réforme sont illustrés par la taille de « l'écart » entre les taux de recouvrement effectifs et le niveau de référence de 85 pour cent. Notre analyse économétrique indique qu'une amélioration d'un point de pourcentage du taux de recouvrement réduit l'écart de rendement obligataire d'entre 0,037 et 0,018 point de pourcentage (respectivement dans un scénario haut et un scénario bas). Nous pouvons ensuite exploiter la documentation existante sur les liens macro-financiers pour en déduire les impacts macroéconomiques. Les résultats de Bleaney et al.³⁶ sont les plus appropriés car leurs recherches s'appuient sur l'écart de rendement des obligations d'entreprises et les résultats en termes de taux de recouvrement peuvent donc être directement traduits en impacts macroéconomiques.

35 Le taux de recouvrement moyen pondéré (par le PIB) pour les 28 pays de l'UE s'est établi à 77,2 % en 2015 contre 79,4 % pour les 15 pays d'origine.

36 Bleaney et al. (2015) étudie le rapport de causalité qui existe entre l'indice des écarts de rendement obligataires cumulés en Europe et l'activité économique du continent. Son article établit que « les écarts de rendement obligataires prédisent de façon cohérente les variations de l'activité réelle » en établissant qu'une réduction d'un point de pourcentage de l'écart de rendement obligataire correspond à une hausse de 1,57 point de pourcentage du PIB et à une augmentation de 1,06 point de pourcentage de l'emploi. La deuxième tâche est centrée sur les implications au niveau des pays à titre individuel. Si le rapport de causalité entre l'écart de rendement obligataire et le PIB est clairement négatif, l'effet est d'une ampleur hétérogène selon les pays. Le niveau de sensibilité à l'évolution des conditions financières diffère donc d'un pays à l'autre. La réaction est notamment moins forte en Allemagne, en France et aux Pays-Bas que dans d'autres pays, d'où une vulnérabilité moins forte de ces pays en cas de crise des marchés financiers. Les écarts de rendement traduisant la propension à prêter d'une économie, l'accès réduit au crédit fait baisser la production, ce qui impacte à son tour l'ensemble des indicateurs de l'activité économique. L'article contribue à l'interprétation du rapport de causalité entre les écarts de rendement des obligations d'entreprises et l'activité économique.

Bleaney et al. établissent qu'une réduction d'un point de pourcentage de l'écart de rendement obligataire correspond à une hausse de 1,57 point de pourcentage du PIB et une augmentation de 1,06 point de pourcentage de l'emploi. En combinant ces estimations, une amélioration d'un point de pourcentage du taux de recouvrement correspondrait à une hausse du PIB comprise entre 0,06 % et 0,03 % et une augmentation de l'emploi entre 0,04 % et 0,02 %. Ces relations se traduisent donc directement en impacts macroéconomiques.

Parallèlement aux effets directs que le régime d'insolvabilité peut avoir sur les écarts de rendement obligataires, il peut également avoir des répercussions indirectes au travers de la notation de crédit. Comme illustré ci-dessus, une hausse de la notation de crédit d'un cran réduit l'écart de rendement de 0,18 à 0,25 point de pourcentage. Les éléments fournis par les agences de notation laissent à penser qu'elles tiennent compte de la notation du pays lorsqu'elles évaluent des obligations individuelles.³⁷ Ces effets sont toutefois relativement réduits, d'environ 5 % à 10 % du volume de l'effet direct³⁸.

Sur les 28 pays de l'UE, l'impact total sur le PIB annuel oscille entre 41 milliards et 78 milliards d'euros, soit environ entre 0,3 % et 0,55 % du PIB des 28.³⁹ L'impact sur le PIB par pays est illustré au Graphique 6. La valeur absolue, en euros, de l'impact est indiquée selon la taille de l'économie et la taille de l'écart du taux de recouvrement. L'Italie, la France et l'Espagne sont de vastes économies et ont une marge de manœuvre pour améliorer leurs régimes d'insolvabilité, elles sont donc au plus haut de l'évaluation de l'impact.⁴⁰ La Pologne, la Grèce, la Roumanie et la Hongrie sont des économies plus petites mais leur marge d'amélioration est considérable et elles figurent donc également en bonne place de l'évaluation.

Les impacts sont probablement progressifs à mesure que les pays mettent en œuvre la réforme et ajustent leurs propres procédures d'insolvabilité sur un plan juridique et au niveau des pratiques de marché.

//
L'impact total sur le PIB annuel oscille entre 41 milliards et 78 milliards d'euros.
//

37 S&P décrit une méthode en vertu de laquelle sont attribuées les notations « A », « B » ou « C ». Elle est associée à une estimation préliminaire du recouvrement de chaque émission pour générer un ajustement par cran par rapport à la notation de l'émetteur. Si un pays devait améliorer son régime d'insolvabilité et évoluer du niveau B au niveau A, une partie des obligations verraient leur notation de crédit relevée. Toutes choses égales par ailleurs, une telle situation se traduirait par une réduction des écarts de rendement obligataires. Nous utilisons une distribution des ratios de recouvrement réels des obligations à partir des données de Moody's sur les défauts pour en tirer un calcul bottom-up pour chaque pays.

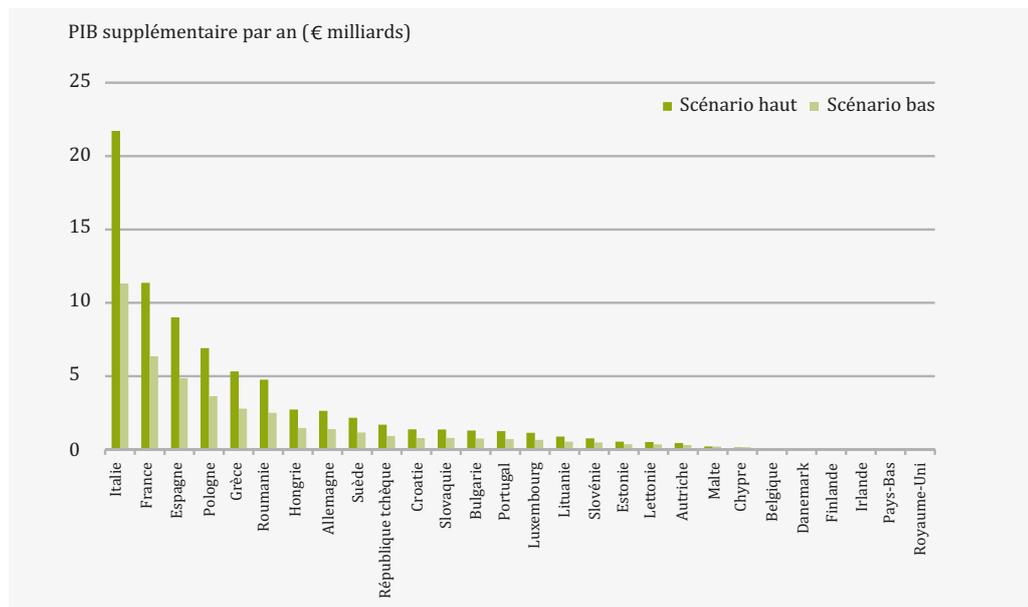
38 Se reporter à l'Annexe 4 pour une explication détaillée de la méthode de l'effet indirect par le biais des notations de crédit.

39 Chiffres 2014 selon cours de marché (Source : Eurostat)

40 Pour les pays dont la taille de l'écart du taux de recouvrement est réduite ou nulle, cette méthode ne tient pas compte des avantages indirects pour les entreprises basées dans ces pays mais qui ont des actifs dans des économies présentant de plus larges écarts du taux de recouvrement. Par conséquent, l'impact cumulé est probablement plus grand qu'il a été estimé ici.

Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

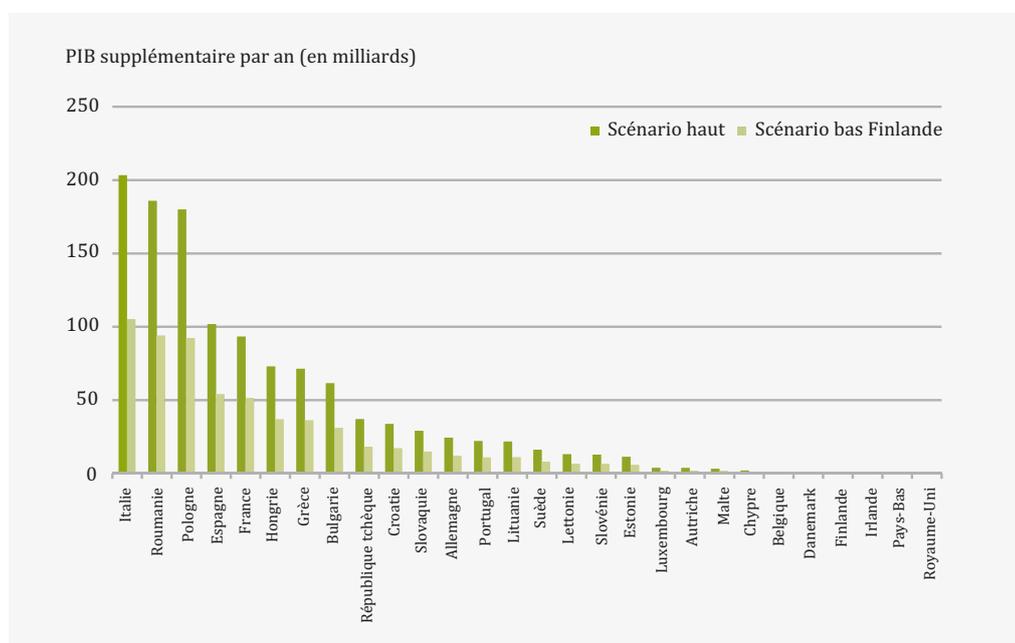
Graphique 6 : Estimation illustrée de l'impact de la réforme de l'insolvabilité sur le PIB des 28 pays de l'UE



Source : Analyse Frontier des données de Datastream, de la Banque mondiale, de S&P et de Moody's

Les impacts sur l'emploi peuvent être calculés de la même manière. Si la réforme permettait à tous les pays d'atteindre un taux de recouvrement de 85 pour cent, il en découlerait une augmentation des emplois de 600 000 dans le scénario bas à 1,2 million pour le scénario haut. La contribution par pays est indiquée ci-dessous.

Graphique 7 : Estimation illustrée de l'impact de la réforme de l'insolvabilité sur l'emploi dans les 28 pays de l'UE

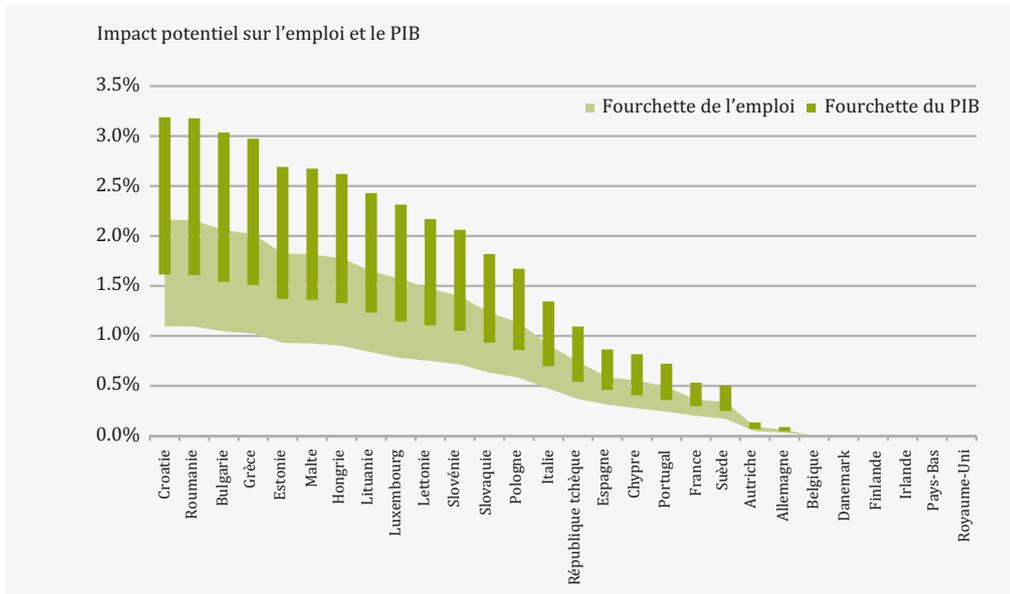


Source : Analyse Frontier des données de Datastream, de la Banque mondiale, de S&P et de Moody's

Les impacts absolus illustrés ci-dessus sont en partie influencés par la taille de l'économie de chaque pays. Cependant, les impacts relatifs (à savoir proportionnellement au PIB ou à la population active d'un pays en particulier) dépendent uniquement de la marge d'amélioration du régime d'insolvabilité d'un pays. Le Graphique 8 illustre les impacts relatifs sur le PIB (barres vertes) et sur l'emploi (zone verte) par pays, sur la base du cadre défini par les scénarios haut et bas. En

Croatie, en Roumanie, en Bulgarie et en Grèce, les impacts sur le PIB vont de 1,5 % à 3,2 % et les impacts sur l'emploi varient entre 1 % et 2 %. Dans huit autres pays, essentiellement ceux ayant plus récemment accédé à l'UE, les impacts relatifs sont supérieurs à 1 % du PIB. Dans des pays comme le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Allemagne, où la marge d'amélioration est faible, l'impact potentiel est limité, voire nul.

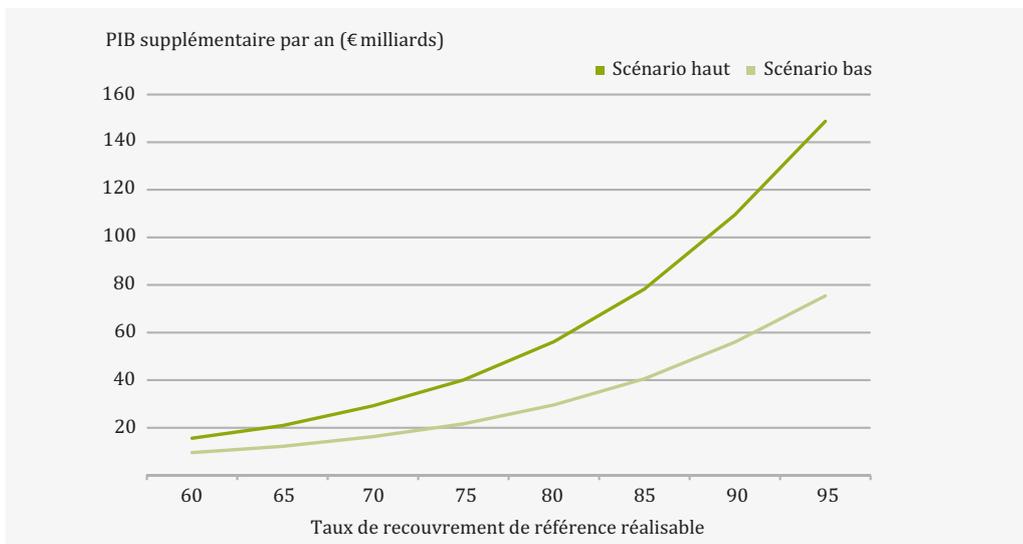
Graphique 8 : Impact relatif des réformes par pays



Source : Analyse Frontier des données de Datastream, de la Banque mondiale, de S&P et de Moody's

L'ampleur de l'impact de la réforme dépend de l'amélioration qu'il reste possible d'atteindre. Plus le taux de recouvrement de référence est élevé, plus nombreux sont les pays à pouvoir améliorer leur situation. Le Graphique 9 montre l'impact sur le PIB sur la base en abscisse de différentes hypothèses du taux de recouvrement minimum qui résulterait de la réforme. Le résultat est présenté par des courbes séparées pour le scénario haut et le scénario bas. À un niveau de référence de 85 pour cent, tous les États membres de l'UE sauf six dégagent des gains potentiels. Mais si la réforme de l'insolvabilité ne conduisait les pays qu'à un taux de recouvrement de 70 pour cent, il n'y aurait aucun gain pour les grandes économies comme l'Allemagne, la France ou l'Espagne et l'impact ne se situerait que dans une fourchette de 16 à 29 milliards d'euros.

Graphique 9 : Impact sur le PIB des 28 pays de l'UE selon différentes hypothèses d'amélioration



Source : Analyse Frontier des données de Datastream, de la Banque mondiale, de S&P et de Moody's

Analyse économique des impacts de la qualité du régime d'insolvabilité

Comme nos résultats le montrent, la réforme de l'insolvabilité conduit à des impacts macroéconomiques potentiellement importants. Leur ampleur dépend du mode de calcul de l'impact du régime d'insolvabilité sur les écarts de rendement obligataires, ainsi que des hypothèses appliquées concernant le volume d'amélioration du régime que la réforme peut générer.

Ces résultats doivent être nuancés par le fait que l'impact individuel au niveau d'un pays dépend :

- de l'écart existant par rapport au taux de recouvrement (ou la solidité des régimes d'insolvabilité, déjà intégrée) ;
- des caractéristiques du marché du travail propres à chaque économie (par ex. la distance par rapport au taux de chômage naturel ou la flexibilité du marché du travail) ; et
- des volumes de financements circulant au travers des marchés des capitaux.⁴¹

Suivant Bleaney (2015), nous anticipons cependant comme indiqué un impact cumulé pour les 28 pays de l'UE de l'ordre de 0,3 % à 0,55 % du PIB et de 600 000 à 1,2 million de nouveaux emplois pour l'ensemble de la zone.

En outre, les avantages de la réforme seront optimisés dans la mesure où elle est introduite avec le moins de variation possible entre les juridictions, de manière à saisir les bienfaits du « marché unique » découlant de procédures d'insolvabilité harmonisées et d'un marché mieux intégré.

Principales conclusions sur l'impact macroéconomique de la réforme de l'insolvabilité dans l'Union européenne

Nous déduisons les effets sur le PIB et l'emploi sur la base de notre propre estimation de l'impact des régimes d'insolvabilité sur les coûts d'emprunt. Si tous les États membres de l'UE devaient atteindre un taux de recouvrement de 85 pour cent, il en découlerait une augmentation permanente du PIB de l'UE de 41 à 78 milliards d'euros par an (soit entre 0,3 % et 0,55 % du PIB des 28 pays de l'UE). L'emploi total gagnerait entre 600 000 et 1,2 million de postes à travers les 28 pays de l'UE. La distribution des effets macroéconomiques suggère que les gains de la réforme en termes absolus (à savoir en milliards d'euros) se situent au niveau des plus grands États membres de la dernière vague d'accession, tels que la Pologne, la Hongrie et la Roumanie, ainsi que parmi les 15 membres historiques, notamment l'Italie, l'Espagne et la France. Ces trois derniers pays représentent à eux seuls près de la moitié de la valeur du PIB supplémentaire généré.

Si nous représentons les impacts macroéconomiques par rapport à la taille des économies dans lesquelles ils interviennent, c'est en Croatie, en Roumanie, en Bulgarie et en Grèce qu'on observe les impacts les plus importants avec un effet sur le PIB de l'ordre de 1,5 % à 3,2 % et sur l'emploi de 1 % à 2 %.

41 Cf. Bleaney (2015) pour une analyse plus approfondie des hétérogénéités entre les pays en termes de sensibilité des écarts de rendement.

5. Conclusions et considérations politiques



5. Conclusions et considérations politiques

Les implications des résultats de nos recherches

L'objectif de la proposition de la Commission en faveur d'une nouvelle approche de l'insolvabilité et des faillites d'entreprises est de stimuler la convergence des règlements en la matière à l'échelle de l'Europe en développant un ensemble de règles minimales contraignantes pour les législations nationales sur l'insolvabilité. Ces règles proposeraient une vision de ce que constituent les meilleures pratiques et véhiculeraient en particulier l'idée selon laquelle il est souhaitable de faciliter les opportunités de restructuration en début, voire en amont, d'une procédure d'insolvabilité formelle du point de vue des créanciers comme des débiteurs, et donc au profit de l'économie dans son ensemble au final. Ces efforts sont une avancée dans la rigueur de la réglementation sur l'insolvabilité à l'échelle de l'UE toute entière alors qu'elle s'était jusque-là principalement concentrée sur les procédures transfrontalières.

Le présent rapport a examiné un éventail d'éléments qualitatifs des règlements et cadres d'insolvabilité en place dans l'Union et des mesures prises pour accroître leur qualité à travers la région. Les éléments qualitatifs font ressortir les grandes étapes franchies par un certain nombre d'États membres plus récents dans le cadre des réformes engagées pour accéder à l'UE, ainsi que les réformes conduites par des membres historiques comme l'Italie. Il étaye aussi les perspectives de nouvelles avancées de la réforme dans l'UE.

Cependant, notre recherche, conjointement avec plusieurs déclarations et publications de la Commission, laissent à penser que ces réformes ne sont pas parvenues à résoudre les problèmes liés à la différence et la disparité des régimes d'insolvabilité au plan national en Europe et que le travail à accomplir pour alléger ou éliminer ces problèmes reste grand.

Les éléments quantitatifs générés par la recherche conduite dans ce rapport se fondent sur l'évaluation de l'évolution des indicateurs de mesure de la qualité des régimes et des coûts d'emprunt pour les entreprises. La variable choisie, le taux de recouvrement, est la mesure que la Commission a elle-même utilisée pour décrire les avantages de la réforme des régimes d'insolvabilité. Le rapport établit un effet statistiquement important des variations du taux de recouvrement sur les coûts d'emprunt à savoir que nous observons un abaissement des coûts d'emprunt à mesure que le taux de recouvrement s'améliore, même après contrôle des autres facteurs (notamment les effets fixes au niveau des pays). Ces résultats peuvent être associés à d'autres recherches précédentes empiriques, notamment les travaux entrepris par la Banque mondiale et la Commission, qui lient les variations du taux de recouvrement aux réformes du régime d'insolvabilité et notamment à celles qui prévoient des options de restructuration précoce. Les résultats peuvent également être mis en perspective des éléments qualitatifs décrits dans le présent rapport qui documentent l'amélioration du taux de recouvrement dans de nombreux États membres après l'accession à l'UE.

Le rapport souligne également que des régimes d'insolvabilité équilibrés et efficaces peuvent avoir des retombées positives sur les coûts d'emprunt au travers de l'évolution des notations de crédit. Il avance aussi que le taux de recouvrement reste un facteur d'influence important sur les coûts d'emprunt même lorsqu'il est établi que d'autres variables institutionnelles, au-delà des facteurs liés à l'insolvabilité, y contribuent.

On peut tirer une estimation des effets économiques au sens plus large, notamment sur l'activité économique et l'emploi, en reliant les estimations de l'élasticité découlant des effets du taux de recouvrement sur les coûts d'emprunt des entreprises aux résultats de la documentation empirique qui associe coûts d'emprunt des entreprises et activité économique. En découlent ainsi des effets positifs, de l'ordre de 0,3 % à 0,55 % du PIB par an et entre 600 000 et 1,2 million d'emplois.

Les priorités de la réforme de l'insolvabilité dans l'Union européenne

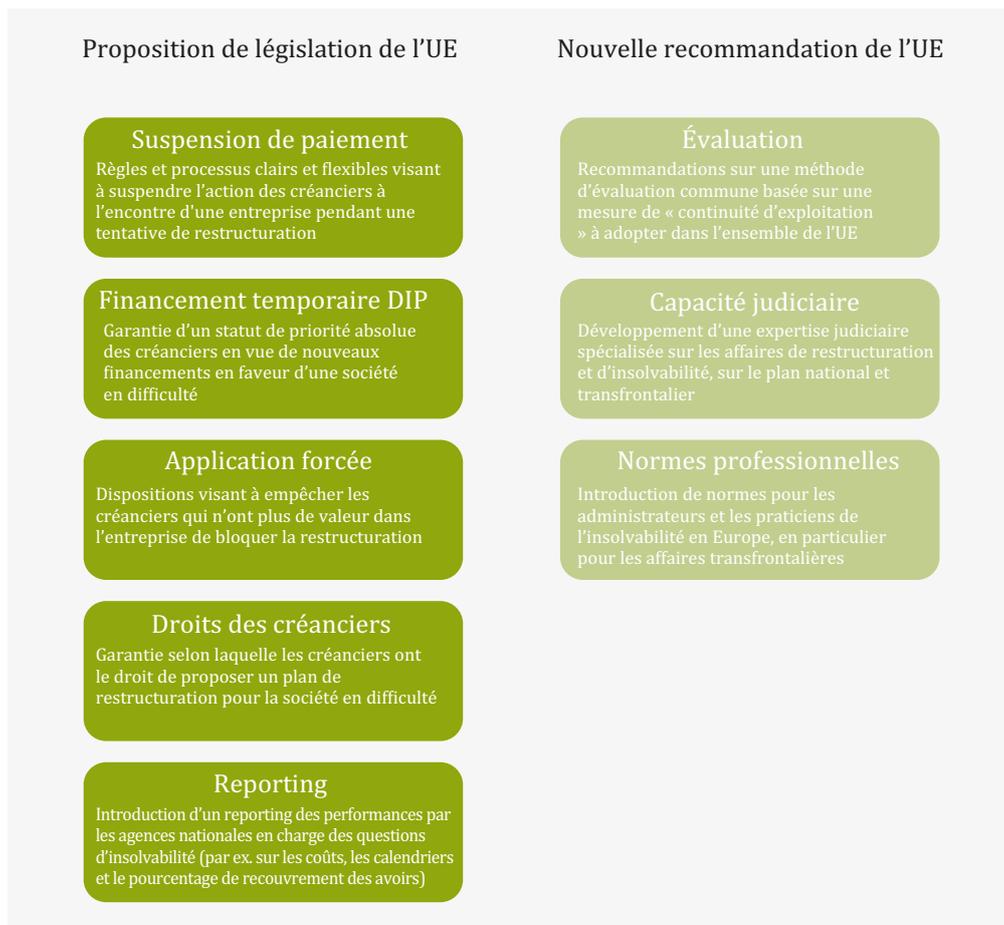
Nous considérons que les éléments suivants sont les plus importants pour évaluer l'efficacité des pratiques européennes de l'insolvabilité, notamment par l'accent mis sur les possibilités de restructuration :

- **Suspension de paiement** : en évitant une action précipitée des créanciers, la suspension de paiement est essentielle à la réussite de la sauvegarde ou du redressement d'une entreprise en grande difficulté. La plupart des États membres de l'UE disposent de ce type de procédure sous une forme ou une autre mais, lorsqu'on les étudie dans le détail, elles sont insuffisantes dans certaines juridictions.
- **Évaluation** : des avancées devraient être faites vers un cadre homogène de la résolution judiciaire rapide des litiges concernant les évaluations.

- **Application forcée** : les créanciers ou actionnaires sans intérêt économique dans l'entreprise (sur une base d'évaluation adéquate) ne devraient pas être en mesure d'imposer leur veto et de forcer ainsi l'introduction d'une procédure d'insolvabilité formelle ou de retarder d'autres formes de restructurations viables. Dans un contexte approprié, les décisions des créanciers ayant un intérêt économique inscrit dans un principe de continuité des activités de l'entreprise devraient pouvoir engager ceux qui n'en ont plus.
- **Rôle des créanciers** : les États membres devraient laisser une place plus grande aux créanciers ou tiers, même dans le cadre de procédures d'insolvabilité. La participation des créanciers ou des tiers pourrait faire émerger de nouvelles solutions, voire de nouveaux financements, et permettre ainsi de distinguer plus aisément les entreprises viables « soutenues » de celles dont les créanciers ne sont pas disposés à apporter leur soutien et qui doivent donc envisager une procédure de liquidation.
- **Financement** : des mesures devraient également être prises pour traiter de l'enjeu de la continuité du financement des entreprises en difficulté de sorte qu'une proportion plus grande de sociétés économiquement viables puissent être redressées et que la destruction de valeur liée à une restructuration soit ainsi limitée.

Les priorités et la planification de la poursuite de la réforme de l'insolvabilité en Europe passent par un certain nombre d'appréciations pratiques et politiques importantes. L'AFME est favorable à une directive européenne assez restreinte et ciblée pour intégrer les éléments clés d'un droit de l'insolvabilité efficace dans les législations nationales. Nos propositions vont dans le sens des réformes déjà mises en place au plan national.

Parallèlement, nous prônons le développement de recommandations et le partage des meilleures pratiques (au niveau de l'UE et de l'OCDE) sur davantage de sujets. Le diagramme ci-dessous synthétise nos propositions en faveur de la nouvelle Directive européenne et d'une nouvelle Recommandation de la Commission en la matière.



Le programme des recherches et évaluations à venir

Cet article s'articule autour de l'impact des réformes des régimes d'insolvabilité sur la performance économique au travers de l'efficacité des marchés des capitaux. Le taux de recouvrement y est considéré comme une mesure de la qualité du régime. Il est probable que les estimations présentées sous-évaluent les impacts économiques des réformes de l'insolvabilité. Pour commencer, les réformes de l'insolvabilité peuvent avoir des impacts économiques par d'autres circuits que les marchés des capitaux. À titre d'exemple, comme indiqué à la section 3, de meilleurs régimes d'insolvabilité permettent un processus de désendettement mieux ordonné et accroissent donc l'efficacité des mesures de stabilisation macroéconomiques.

Ensuite, si les résultats présentés saisissent les avantages macroéconomiques d'une plus grande efficacité des marchés des capitaux du fait d'un accès facilité aux financements, il pourrait y avoir des effets dynamiques qui ne sont pas capturés par la recherche existante. À titre d'exemple, l'accès aux financements est connu comme un facteur de grande influence sur l'innovation et la recherche qui ont à leur tour un effet à long terme sur la croissance compte tenu de leurs impacts sur la productivité. La réforme du cadre légal, y compris concernant l'insolvabilité, peut avoir un impact significatif sur la productivité et la croissance de l'Europe en augmentant la capacité des marchés financiers à soutenir l'innovation.⁴²

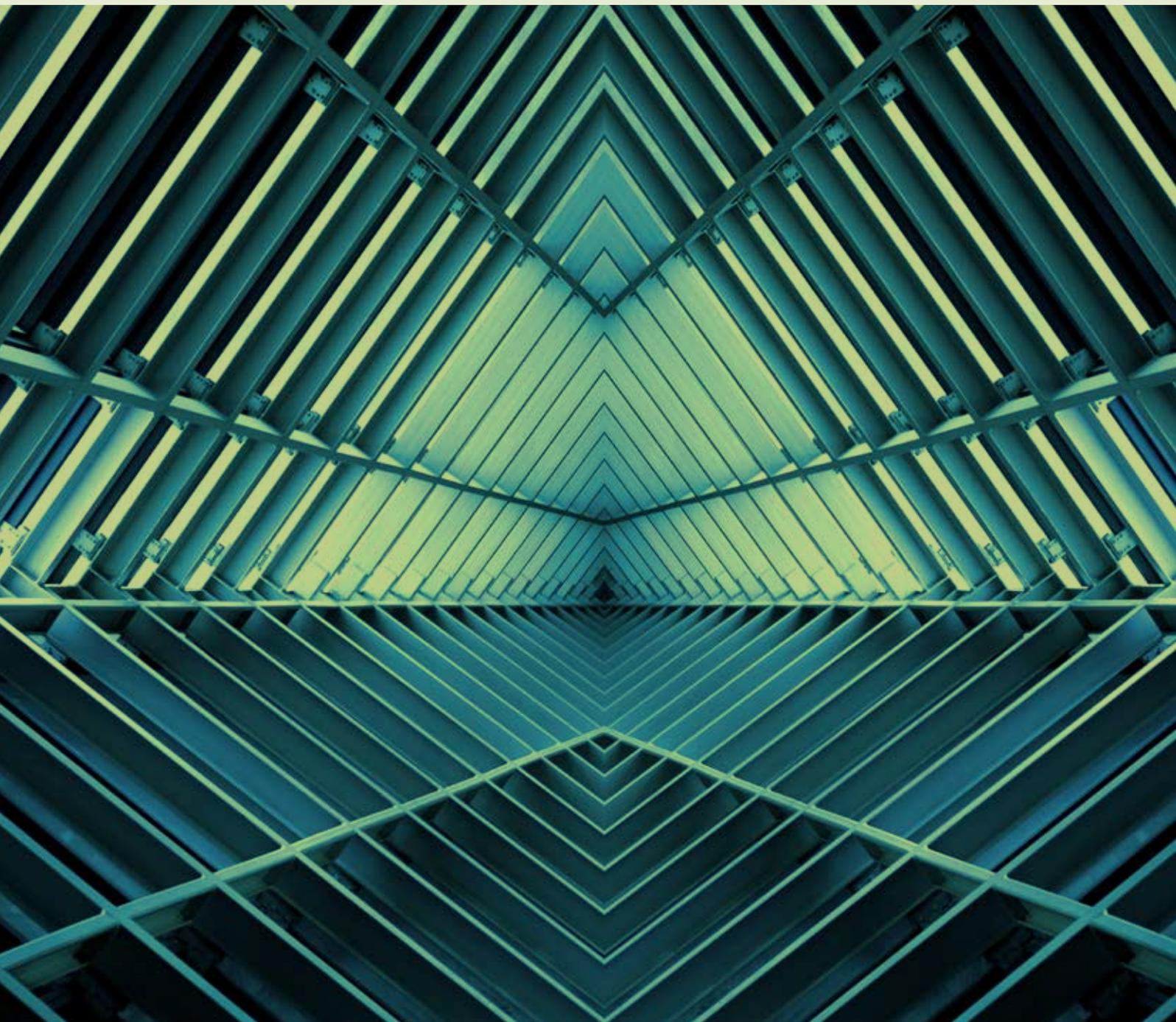
Pour finir, il est probable que les résultats décrits dans cet article ne soient que des sous-estimations car ils sont le cumul d'effets spécifiques à des pays à la suite de la réforme qui y a été conduite. Dans la réalité des faits, les avantages de la réforme découleront également du fait que les réformes de l'insolvabilité et la convergence dans l'UE auront des bienfaits en facilitant les échanges et investissements transfrontaliers à l'intérieur de l'UE mais également dans une perspective mondiale en faisant de l'UE une destination mieux intégrée pour les flux de capitaux internationaux. Ces effets se situent en dehors du cadre de la présente recherche mais n'en seront probablement pas moins importants.

La principale conclusion politique à tirer de notre travail est qu'il y a des fruits à récolter d'un investissement dans la réforme de l'insolvabilité et la convergence vers de meilleures pratiques et que ces bienfaits sont différents et importants par rapport à ceux à tirer d'autres catégories de réformes institutionnelles. Il est probable que ces réformes élargies soient le corollaire des réformes du régime d'insolvabilité, soit en écho aux initiatives de l'UE, soit dans le cadre des mesures de réforme unilatéralement entreprises pour améliorer la qualité de l'environnement des échanges et des investissements. Ainsi, les résultats du rapport peuvent être interprétés dans le contexte de la documentation plus large qui associe la réforme et la qualité institutionnelles à la performance économique.

De manière plus spécifique, la convergence et l'homogénéité des pratiques en Europe, sous la forme de règles minimales de l'insolvabilité, seraient bénéfiques pour les marchés des capitaux européens et l'économie européenne au sens général, en offrant un degré de certitude accru aux participants du marché, en améliorant les taux de recouvrement tout en réduisant les coûts pour les investisseurs - de telle sorte qu'il serait plus facile pour une entreprise viable de profiter d'une seconde chance - en encourageant les investissements transfrontaliers et en accroissant la compétitivité de l'industrie européenne.

42 Philip Hartmann, Florian Heider, Elias Pappaioannou et Marco de Luca, (2007) « The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe », Banque centrale européenne, Occasional Papers Series, N° 70

Annexes



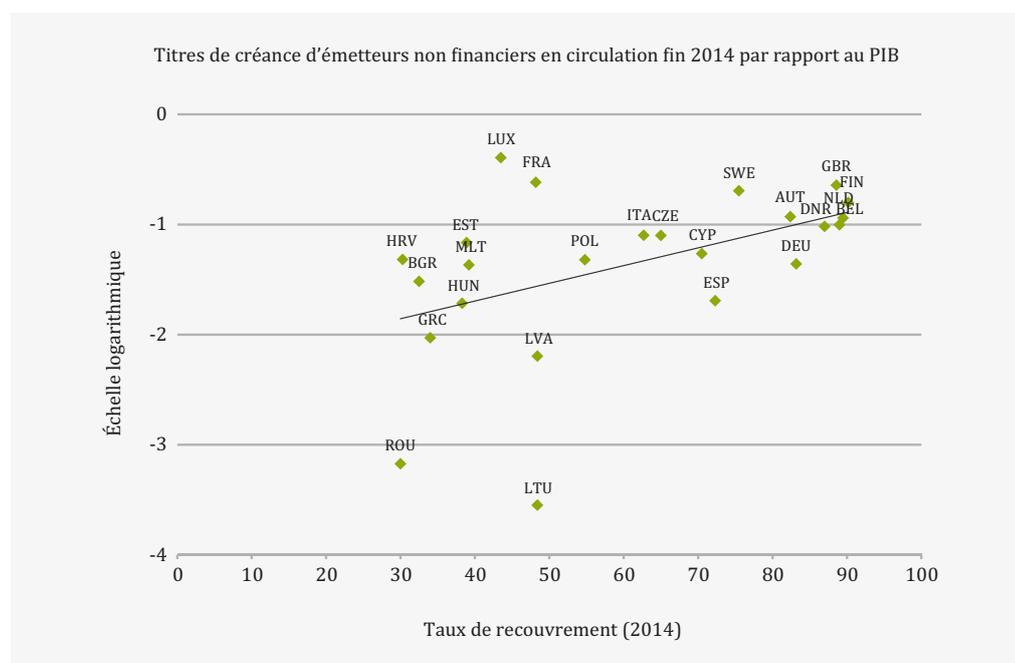
Annexe 1 : Relation entre qualité des régimes d'insolvabilité et développement des marchés obligataires

Le régime d'insolvabilité peut avoir des effets sur le comportement des entreprises en matière de financement, y compris sur leur décision de faire appel à un financement extérieur, sur la propension à émettre de la dette, sur le type de dette et sur le fait de demander ou non une note de solvabilité.

Nous avons exploré la relation supérieure entre la taille des marchés obligataires et les régimes d'insolvabilité dans les États membres de l'UE. Les éléments laissent à penser que les taux de recouvrement plus élevés sont liés à des marchés d'obligations d'entreprises plus vastes, d'où une probable liquidité plus grande. Une telle hypothèse serait cohérente avec le fait que des taux de recouvrement mieux placés réduisent les coûts d'emprunt et augmentent donc l'attrait des financements par emprunt. Cependant, nous n'avons pas établi le rapport de causalité et ne pouvons pas exclure d'autres mécanismes tels qu'une détermination conjointe.

Le Graphique 10 illustre un tracé du taux de recouvrement par rapport au ratio des titres de créance en circulation sur le PIB pour donner une indication du développement des marchés obligataires dans chaque pays.⁴³ Il existe une corrélation positive entre les deux variables, ce qui conforte notre hypothèse sur le développement des marchés obligataires.

Graphique 10 : **Relation entre titres de créance (non financiers) en circulation et taux de recouvrement**

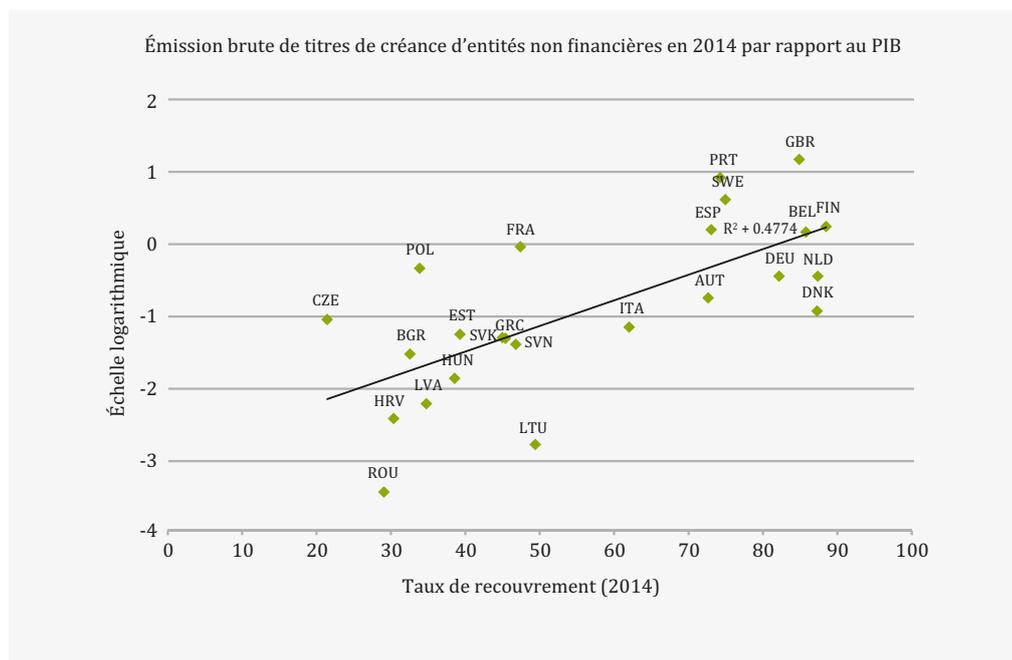


Source : Analyse Frontier des données de la Banque mondiale et de la BCE

Les émissions en circulation étant susceptibles d'inclure des facteurs tels que l'historique à long terme, par exemple des obligations émises il y a de nombreuses années, l'exercice est répété pour les émissions brutes de l'année. Le résultat est illustré dans le **Graphique 11** et montre une relation similaire. Les émissions brutes sont une meilleure mesure de la liquidité que la dette en circulation car elles incluent les rotations de l'année (remplacement de la dette ancienne par la nouvelle).

⁴³ Nous nous concentrons ici sur les émetteurs non financiers même si on obtient des résultats similaires en ajoutant les banques. L'échelle est logarithmique de manière à montrer les détails pour les marchés obligataires les moins avancés.

Graphique 11 : Relation entre émissions brutes (non financières) et taux de recouvrement



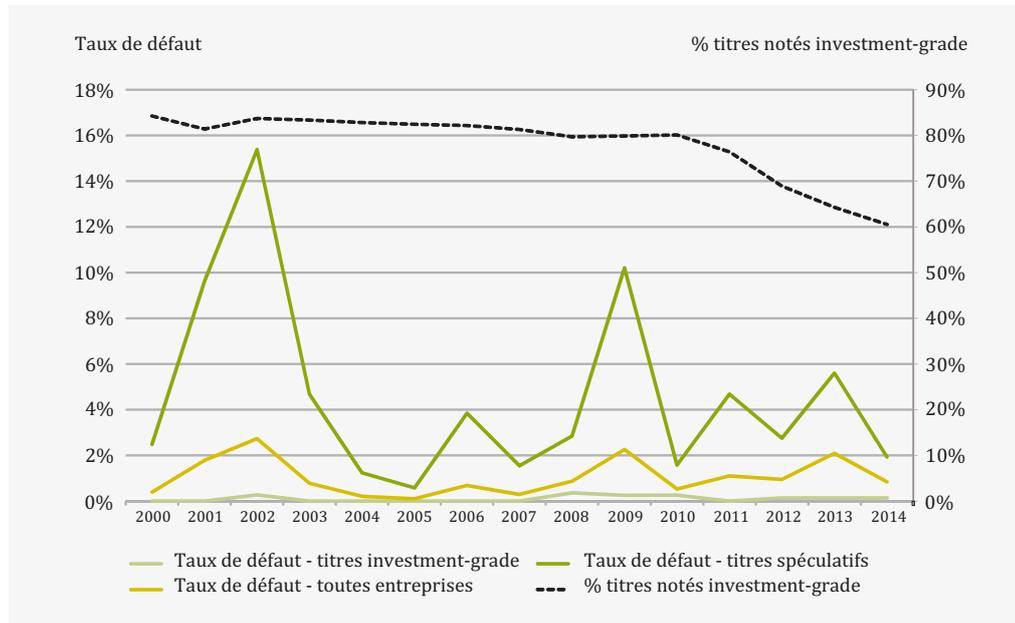
Source : Analyse Frontier des données de la Banque mondiale et de la BCE

Nous avons également analysé les données de la Banque des règlements internationaux sur les titres en circulation ; elles montrent des relations similaires avec les données de la BCE. Dans l'idéal, il faudrait utiliser les données sur le nombre et la taille des opérations pour mesurer la liquidité mais de telles données ne sont pas faciles d'accès.

Éléments sur les défauts et l'insolvabilité en provenance des agences de notation

Les taux de défaut des entreprises sont globalement faibles, généralement inférieurs à 1 % des émetteurs sur une année. Dans le **Graphique 12**, nous montrons les taux de défaut dans le temps dans les États membres de l'UE, répartis par notation de l'émetteur (spéculatif ou investment grade). Le taux de défaut culmine en 2002 et 2009 en écho aux crises financières subies au cours desdites années. Le taux de défaut se concentre principalement parmi les émetteurs du segment spéculatif alors qu'il reste très bas dans la catégorie investment-grade. La part des émetteurs notés investment-grade, illustrée par la ligne en pointillé, a progressivement reculé dans le temps, de 80 % en 2010 à environ 60 % en 2014.

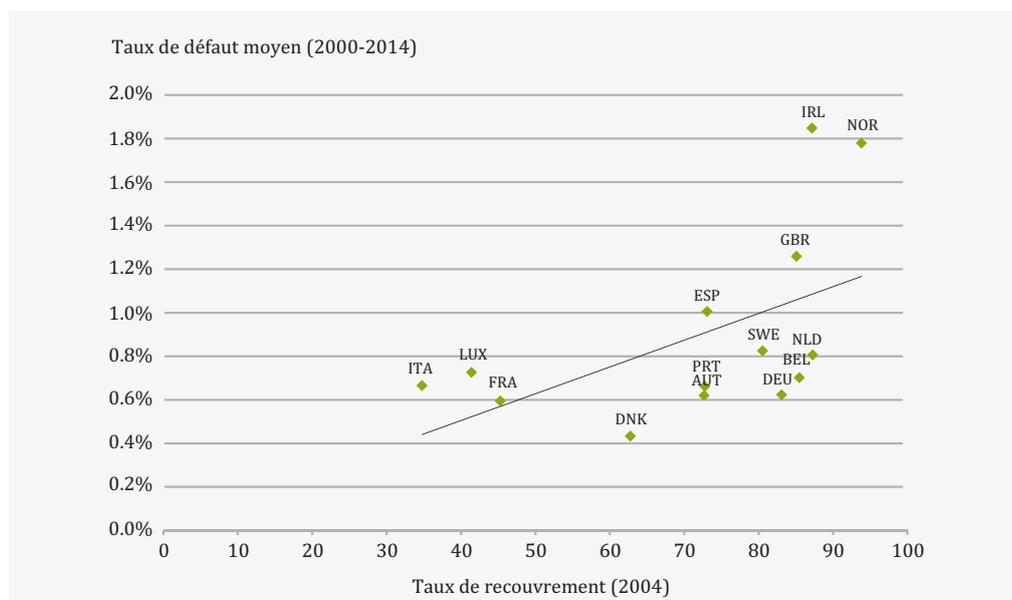
Graphique 12 : Taux de défaut et répartition des notations d'investissement au fil du temps dans l'UE



Source : Analyse Frontier des données de Moody's

Les taux de défaut varient en fonction des pays et, comme illustré dans le **Graphique 13**⁴⁴ ci-dessous, il existe une corrélation positive entre les taux de défaut et les taux de recouvrement. Plusieurs explications peuvent être proposées : d'une part, il est possible que les pays dont les taux de défaut sont plus élevés (par exemple du fait du mix sectoriel) soient davantage incités à développer de solides régimes d'insolvabilité. D'autre part, un régime d'insolvabilité renforcé offre la perspective d'un meilleur accès aux financements et permet donc à des émetteurs spéculatifs d'entrer dans l'échantillon. La nature de l'issue d'une insolvabilité est susceptible d'influencer la conduite d'un émetteur car la perspective d'une liquidation par opposition à un refinancement peut avoir des effets différents sur le comportement en termes de prise de risque.

Graphique 13 : Relation entre taux de défaut et taux de recouvrement



Source : Analyse Frontier des données de Moody's et de la Banque mondiale

44 La période 2000-2014 a été retenue pour les taux de défaut afin de présenter deux vagues de défaut. Le taux de recouvrement de 2004 est le point d'observation le plus antérieur et indique le régime d'insolvabilité en vigueur aux alentours du début de cette période.

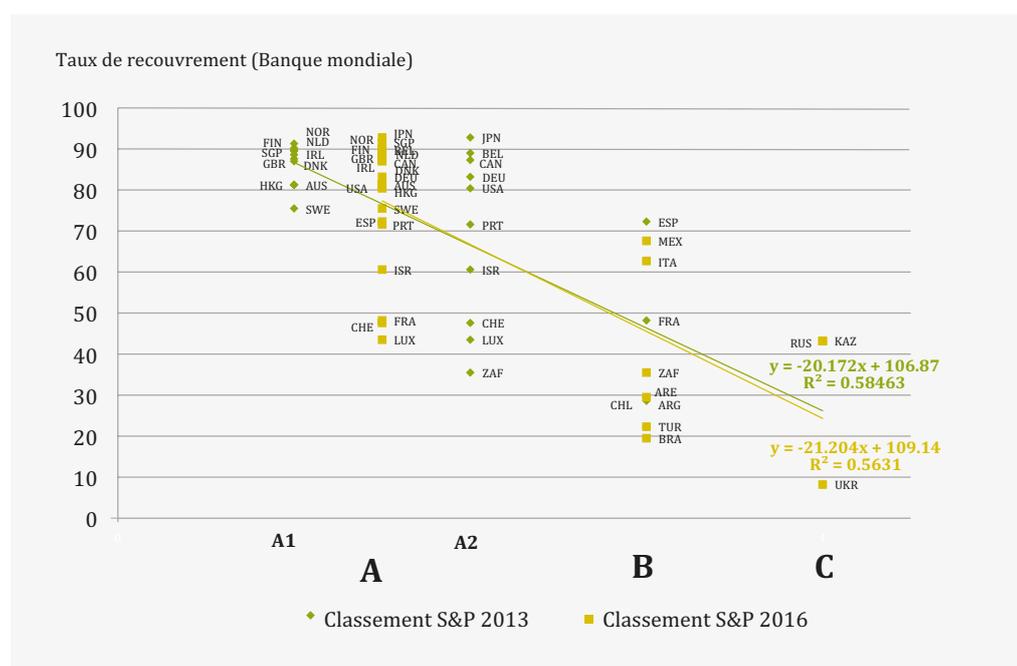
Annexe 2 : Données sur les taux de recouvrement

Éléments en provenance des agences de notation

Nous avons opéré des vérifications croisées entre les taux de recouvrement issus de la Banque mondiale et les évaluations par pays de S&P, ainsi que les données historiques de Moody's sur les résultats des recouvrements. Il est important de souligner que le taux de recouvrement de la Banque mondiale part d'un cas d'insolvabilité stylisé pour examiner le résultat qui en découlerait dans différentes juridictions. Une telle méthode a l'avantage de proposer une mesure cohérente à travers les pays et n'est ainsi pas impactée par les différences du panel de cas particuliers à un pays. Par exemple, deux pays dotés de régimes d'insolvabilité par ailleurs similaires peuvent avoir des résultats tout à fait différents en termes d'issue du recouvrement dès lors que l'un est centré sur des émetteurs financiers avec peu de garanties alors que l'autre a plus d'émetteurs ayant davantage d'immobilisations (physiques).

S&P établit un classement des recouvrements par pays en tenant compte du risque de la règle de droit et de la bonne volonté des créanciers, sur la base de sept critères d'analyse distincts. Les pays sont ainsi placés dans des fourchettes différentes qui servent ensuite à alimenter la notation de la solvabilité. Le Graphique 14 illustre un tracé des classements par pays de S&P en 2013 et 2016 par rapport aux taux de recouvrement de la Banque mondiale. Il existe une relation claire entre les deux puisque les pays notés A1 ont les taux de recouvrement les plus élevés dans le classement de 2013 (notés A dans le classement 2016) et ceux notés C affichent les taux les plus bas.⁴⁵ Il est utile de souligner que l'analyse de S&P part des données de la Banque mondiale pour produire son classement et qu'il existe donc une part de corrélation implicite entre les deux variables.

Graphique 14 : Relation entre les classements des juridictions par S&P et les indicateurs du taux de recouvrement de la Banque mondiale



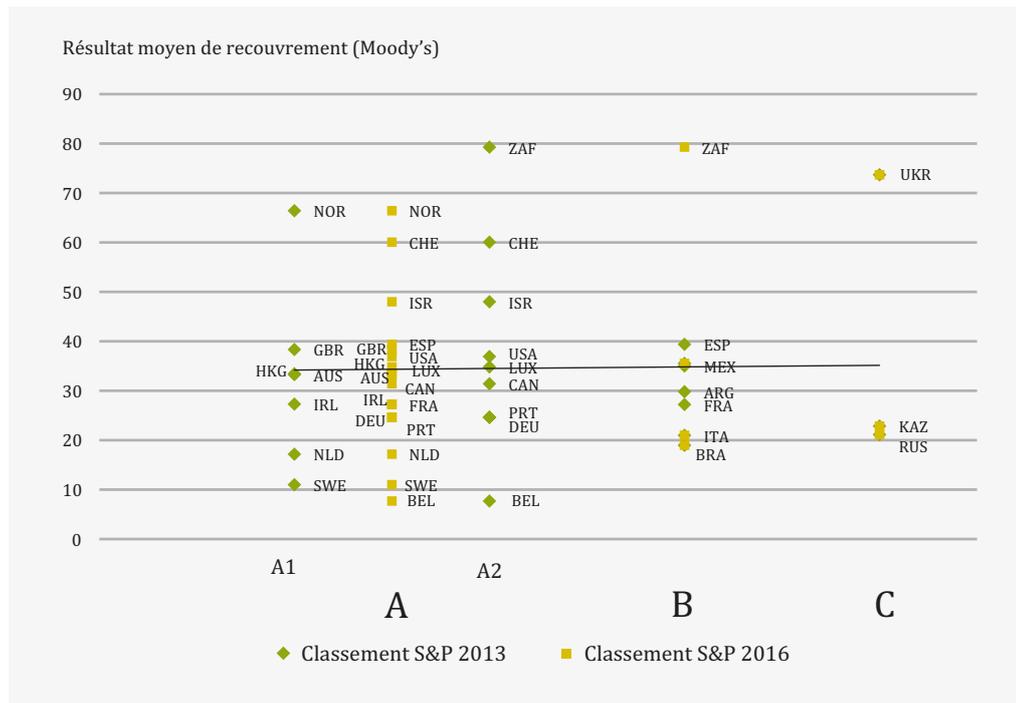
Source : Analyse Frontier des données de S&P et de la Banque mondiale

Nous avons également examiné les données historiques de Moody's sur les résultats des recouvrements entre 1999 et 2015. Il s'agit des « prix en cas de défaut » basés sur les prix offerts à 30 jours après un défaut en pourcentage de la valeur nominale de l'obligation. Les données sont issues des cas observés et montrent des variations considérables puisqu'elles reflètent les circonstances particulières à chaque cas d'insolvabilité.

⁴⁵ En 2016, S&P a classé les juridictions de 30 pays en trois catégories : A, B et C. En 2013, 32 pays étaient regroupés en quatre catégories : A1, A2, B et C.

Au sein d'un pays donné, on peut observer un large éventail d'issues possibles et les facteurs propres au pays expliquent 5 pour cent de la variation du taux de recouvrement. Le **Graphique 15** montre le tracé du taux de recouvrement moyen par pays (pondéré par le montant de la dette en circulation) en fonction de l'évaluation par juridiction. Il n'y a pas de rapport évident entre les deux variables – le taux de recouvrement moyen à la sortie ne change quasiment pas selon la notation des différentes juridictions. Cette absence de relation reflète peut-être en partie la différence dans le mix de facteurs liés à l'émission - secteur, rang et notation de crédit - qui expliquent de façon cumulée environ 35 pour cent de la variation du résultat du taux de recouvrement. Mais même en contrôlant ces facteurs pour en tirer le résultat « ajusté » du taux de recouvrement, nous voyons peu de rapport avec l'évaluation par juridiction.

Graphique 15 : Relation entre le classement des juridictions par S&P et les résultats du taux de recouvrement



Source : Analyse Frontier des données de S&P et de Moody's

Il faut également souligner que les résultats du recouvrement sont parcellaires en termes de couverture temporelle. Sur 17 pays européens et plus de 12 ans, le panel de données couvre 247 cas, soit environ 1,2 par pays et par an. La plupart des cas sont aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Irlande et en Grèce sur la période 2009-2012. Il n'y a que 10 observations par pays et par an présentant plus de 10 cas d'insolvabilité, les autres points de données étant soit manquants soit liés à une ou deux observations. Compte tenu de ces limites, nous n'avons pas utilisé les données des résultats du taux de recouvrement dans l'analyse économétrique. Nous avons préféré nous centrer sur le taux de recouvrement de la Banque mondiale pour mesurer la performance du régime d'insolvabilité. Il pourrait s'agir d'une mesure supérieure également au plan conceptuel puisqu'elle fournit une évaluation par anticipation qui permet de contrôler le type de cas pris en compte.

Annexe 3 : Analyse des sources de documentation

Impact de la réforme de l'insolvabilité sur les marchés d'actions et du crédit

Une étude largement citée de La Porta et al. (1997) a conclu que l'environnement juridique en présence (regroupant à la fois le corpus de lois et les règles d'application) joue un rôle important dans la taille et la portée des marchés des capitaux d'un pays. L'étude a notamment établi que les pays qui assurent la moins bonne protection des investisseurs (à savoir ceux dont la qualité des règles de droit et de l'exécution des lois est inférieure) ont des marchés des capitaux plus petits et plus étroits.⁴⁶

Dans la même veine, Djankov et al. (2008) ont mesuré l'efficacité de l'exécution de la dette dans 88 juridictions et ont établi qu'une exécution plus efficace conduisait à un approfondissement des marchés d'emprunt (une amélioration de 10 points de pourcentage des mesures d'efficacité correspondant à une amélioration de 5 à 6 points de pourcentage du ratio dette privée sur PIB).⁴⁷ Point important, l'étude a également souligné la corrélation très forte entre les mesures de l'exécution de la dette et les mesures de plus grande portée de la performance du secteur public et de la réglementation. Ce lien établi entre les coûts de financement et les dispositifs juridico-institutionnels au sens large est corroboré par d'autres recherches.⁴⁸

Favara et al. (2012) ont établi que le bêta sur les actions et la volatilité des rendements sont moindres dans les pays où le code de la faillite favorise la renégociation de la dette et où les actionnaires des entreprises ont davantage de pouvoir de négociation par rapport aux créanciers (à savoir les juridictions où les codes de la faillite sont plus flexibles).⁴⁹

L'impact positif de la réforme de l'insolvabilité sur les marchés des capitaux est également mis en avant par des études nationales. Kadiyala (2011) a identifié une réaction positive et soutenue des marchés dans la valeur des entreprises cotées au Brésil après l'introduction de nouvelles lois sur la faillite offrant davantage de protection aux créanciers.⁵⁰ Parallèlement, dans une étude axée sur la République tchèque, Smrčka et al. (2014) déterminent que les coûts des procédures d'insolvabilité ont des effets négatifs sur les rendements proposés aux créanciers et que ces coûts se traduisent par des écarts de rendement supérieurs sur les emprunts.⁵¹

Ces recherches s'inscrivent dans la lignée d'autres études qui sélectionnent une mesure ou un ensemble de mesures de la performance des marchés financiers et estiment la relation par rapport à certains aspects de l'environnement institutionnel (droits de la propriété, droits des créanciers, cadre juridique, etc.). À titre d'exemple, Bae et Goyal (2009) ont mesuré les effets des droits de la propriété et des créanciers sur les écarts de rendement sur les emprunts. Ils ont établi que si un emprunteur passe d'un pays avec des droits limités pour les créanciers à un pays offrant des droits étendus pour ces mêmes créanciers, les écarts de rendement sont inférieurs de 39 points de base.⁵² Degryse et al. (2014) s'appuient sur des données sur les écarts de taux de recouvrement et en concluent que lorsque la protection des créanciers est faible, l'écart des taux de recouvrement est fortement négatif, tandis qu'il ne l'est que légèrement lorsque la protection des créanciers est forte.⁵³

46 Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny (1997) : « Legal Determinants of External Finance. » *Journal of Finance* 52, N° 3 113-150.

47 Simeon Djankov., Hart, O., McLiesh, C. et Shleifer, A. (2008) « Debt Enforcement around the World », *Journal of Political Economy*, Vol. 116, N° 6, pp. 1105-1149.

48 Cf. par exemple Asli Demirgüç-Kunt et Vojislav Maksimovic, (1998) « Law, finance, and firm growth », *The Journal of Finance*, Vol. 53, N° 6. pp. 2107-2137

49 Favara, G., Schroth, E. et Valta, P. (2012), *Strategic Default and Equity Risk Across Countries*. *The Journal of Finance*, 67: 2051–2095

50 Kadiyala P., (2011) *Impact of bankruptcy law reform on capital markets in Brazil*. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 8, Issue 1, 2011.

51 Smrčka, L, Schonfeld, J Arltova, M et Placek, J. (2014) *The significance of insolvency statistics and the regression analysis thereof – the example of the Czech Republic*. University of Economics, Prague.

52 Bae, K.-H. et Goyal, V. K. (2009), « Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans ». *The Journal of Finance*, 64: 823–860.

53 Degryse, H., Ioannidou, V., Liberti, Jose M. et Sturgess, J. (2014) « When Do Laws and Institutions Affect Recovery Rates on Collateral? »

Incidence de la réforme de l'insolvabilité sur les conditions de financement des entreprises

Davydenko et Franks (2008) constatent que des codes de la faillite défavorables entraînent des exigences de garanties supérieures. D'importantes différences entre les droits des créanciers d'un pays à l'autre amènent les banques à ajuster leurs pratiques en matière de prêts et de restructuration de manière à atténuer les effets anticipés des lois sur la faillite qui sont défavorables aux créanciers.⁵⁴

La Banque centrale européenne (la « BCE ») (2015) a examiné un ensemble de facteurs institutionnels (en particulier, la solidité de la protection offerte aux créanciers, la solidité des droits de la propriété, le temps et le coût de la résolution d'un litige et le nombre de procédures auxquelles le plaignant doit faire face) et a étudié leur incidence sur la probabilité pour les entreprises d'obtenir un crédit. Les résultats utilisent des données émanant de onze pays européens incluses dans l'enquête semestrielle SAFE sur l'accès des entreprises au financement. L'étude a établi que l'importance des contraintes de crédit pour les entreprises diminue parallèlement à la baisse des coûts directs et indirects associés aux procédures judiciaires et à l'augmentation de la protection des créanciers.⁵⁵ Dès lors, les entreprises opérant dans des juridictions où la protection des créanciers est plus faible souffrent d'un désavantage relatif, car les créanciers potentiels considéreront que leurs chances de recouvrer leur créance sont moindres et se montreront donc moins disposés à prêter. Cette contrainte sur le crédit disponible affecte le développement et la croissance des entreprises, car il est improbable que les sources de financement alternatives (comme le crédit-bail et le crédit commercial) suffisent à combler l'insuffisance de financement.⁵⁶

Les recherches menées par la BCE révèlent qu'un système juridique plus fort augmente de près de 30 pour cent les chances d'obtention d'un crédit au sein de l'Union européenne. Elles révèlent aussi que le temps et les coûts financiers associés à l'obtention de l'application des lois de protection des créanciers et des biens ont une incidence substantielle sur la probabilité, pour une entreprise, d'avoir accès à la totalité du crédit dont elle a besoin. Déménager de la juridiction la moins efficace à la plus efficace augmente de 40 pour cent la probabilité d'accès à la totalité du crédit requis, tandis qu'en allant de la juridiction la plus coûteuse à la moins coûteuse, la probabilité d'accès à la totalité du crédit requis augmente de 33 pour cent environ.

Incidence de la réforme de l'insolvabilité sur l'entrepreneuriat et la création d'entreprises

La Commission européenne (2015b)⁵⁷ a enquêté sur l'impact des cadres en amont de l'insolvabilité sur l'entrepreneuriat et les prêts improductifs. Selon cette étude, les cadres d'intervention précoce augmentent les chances de survie des entreprises viables et minimisent les coûts de restructuration.

Cette étude établit que des régimes d'insolvabilité sains encouragent l'entrepreneuriat. L'augmentation d'un point de pourcentage de l'efficacité des systèmes nationaux de renflouement et de recouvrement (mesurée par un indice agrégé élaboré par les auteurs) est associée à un taux incrémentiel de travailleurs indépendants de 0,75 pour cent. Ce calcul est conforme aux résultats auxquels sont parvenus Leea et al. (2001), qui avaient estimé l'incidence sur le développement de l'entrepreneuriat, mesuré par le taux de nouvelles entreprises dans 29 pays.⁵⁸

Au sujet de la dynamique des prêts improductifs, l'étude menée par la Commission a conclu que la facilitation de la poursuite de l'activité du débiteur est associée à un ajustement plus rapide des prêts improductifs. Les auteurs ont également identifié une contribution positive à la croissance du PIB, par un ajustement rapide aux déséquilibres économiques. Une réduction de 1 pour cent du ratio de la dette sur les actifs financiers est associée à une croissance du PIB inférieure de 0,23 pour cent dans les pays aux cadres juridiques préalables à l'insolvabilité solides (contre 0,36 pour cent dans les pays où les cadres en place sont de moindre qualité). Ce résultat concorde avec un travail mené récemment par le Fonds monétaire international (« FMI ») portant sur la relation entre régimes d'insolvabilité et politiques de stabilisation macroéconomique (cf. section 3.3).

54 Davydenko, S. et Franks, J. (2008), « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K. », *Journal of Finance* 63 (2) : 565–608.

55 Annalisa Ferrando, Daniela Maresch, Andrea Moro (2015) « Creditor protection, judicial enforcement and credit access », série de documents de travail de la BCE, N° 1829. Juillet 2015

56 Financing Patterns Around the World: Are Small Firms Different? – Thorsten Beck, Ash Demirgüç-Kunt

57 Commission européenne (2015b) « The Economic impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU ». Disponible à la page http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eedp/pdf/dp004_en.pdf

58 Seung-Hyun Leea, Yasuhiro Yamakawab, Mike W. Penga, Jay B. Barneyc. (2001), How do bankruptcy laws affect entrepreneurship development around the world?

Comme observé dans les sections qui précèdent, l'importance des réformes de la réglementation sur l'insolvabilité au sein de l'UE doit être comprise dans le contexte plus large de l'intégration des marchés des capitaux et des avantages économiques escomptés. Par exemple, il a été établi que l'harmonisation de la législation bancaire au sein de l'UE avait eu une incidence favorable à la croissance, essentiellement du fait de l'augmentation de l'efficacité de l'intermédiation financière qu'elle a entraînée.⁵⁹ Les améliorations de l'efficacité de l'intermédiation financière sont au cœur des propositions de réforme de la réglementation sur l'insolvabilité. Ainsi, la Commission a remarqué que des lacunes persistantes en matière de réglementation sur l'insolvabilité et la fragmentation de cette réglementation créaient « des coûts élevés pour les créanciers transfrontaliers, une incitation au forum shopping et des obstacles à la réorganisation des groupes d'entreprises internationaux ».⁶⁰

Incidence de la réforme de l'insolvabilité sur les résultats macroéconomiques

Les ramifications potentielles pour les États membres de l'UE disposant d'une protection des créanciers et de droits de propriété limités font ressortir l'importance de la coopération au sein de l'UE sur les dossiers d'insolvabilité transfrontalière. La BCE a établi que les entreprises de pays où le crédit est moins disponible non seulement peinent à prendre pied sur de nouveaux marchés, mais peuvent aussi avoir du mal à maintenir leur part du marché local. La BCE estime que les entreprises peuvent être motivées à changer de pays, à la recherche de crédits disponibles à des conditions plus avantageuses, en emportant avec elles non seulement une activité économique, mais aussi la création d'emplois.⁶¹ Cela pourrait annoncer des effets de déplacement potentiels.

Comme indiqué plus haut, Djankov et al. (2008) ont établi qu'un régime fiable de recouvrement des dettes présente une forte corrélation avec un revenu par habitant plus élevé. Dans le même temps, Smrčka et al. (2014b) établissent une relation positive entre les coûts et rendements d'une procédure d'insolvabilité pour les créanciers et la performance de l'économie observée, mesurée par le PIB.⁶²

Enfin, des travaux récents du FMI ont fait ressortir les liens entre les régimes en matière d'insolvabilité d'une part et les politiques de stabilisation macroéconomique d'autre part. Le FMI fait valoir que l'efficacité de l'assouplissement quantitatif dans la zone euro, conçu pour stimuler la croissance, a été mise à mal par l'excédent de prêts irrécouvrables. La solution à ce problème de surendettement, visant à débloquer les flux de crédit, réside en partie dans l'amélioration de l'efficacité des cadres juridiques en matière d'insolvabilité.⁶³

59 Diego Romero-Avila (2007), « Finance and growth in the EU: New evidence from the harmonisation of the banking industry », *Journal of Finance and Banking*, Vol. 31, N° 7, pp 1937-1954

60 Commission européenne (2014), Analyse d'impact jointe au document « Recommandation de la Commission relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité », Document de travail des services de la Commission, p. 23

61 Ibid

62 Smrčka, L, Arltova, M, Schonfeld, J et Louda, L. (2014), « Parameters of insolvency proceedings in developed countries and their dependence on economic performance » <http://inase.org/library/2014/santorini/bypaper/ENVIR/ENVIR-53.pdf>

63 FMI (2015), Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril, p. 24

Annexe 4 : Annexe technique sur le modèle économétrique

Présentation des données sur les obligations

L'utilitaire de recherche de Bloomberg a permis d'identifier les codes ISIN d'obligations d'entreprises ordinaires, non remboursables par anticipation et à coupon zéro émises dans la devise du pays d'origine, dont l'échéance était 2003 et après, dans l'UE et les pays membres de l'OCDE. Cette recherche a généré une liste d'environ 29 000 obligations.

Les variables suivantes ont été extraites grâce à l'utilisation d'un terminal Datastream :

- le rendement actuariel (série journalière)
- le cours acheteur/vendeur composite (série journalière)
- la notation de crédit (données S&P sur les changements de notation, au niveau du titre ou de l'émetteur). Un historique complet des notations peut être dérivé de ces instantanés.

Les données sur le rendement étaient disponibles pour moins de 10 % des obligations et un quart seulement de celles-ci avaient un historique de notation de leur crédit. Au total, l'échantillon comportait 573 obligations pour lesquelles existaient des historiques de rendement et de notation. Les nombreuses lacunes des données reflètent le manque de liquidité des obligations d'entreprises. Nous avons également étudié si l'extraction de données en utilisant Bloomberg pouvait offrir une meilleure couverture, mais cela n'a pas été le cas. Nous avons toutefois été en mesure d'extraire un historique de notation de crédit pour 52 obligations supplémentaires, ainsi que des données sur la taille des émissions. Au total, notre échantillon comprend 625 obligations.

La répartition des obligations par pays et échéance de chaque émission est présentée dans le Tableau 2 ci-dessous. La plupart des obligations se situent dans la tranche de 6 à 10 ans ou au-delà de 10 ans ; seul un faible nombre se trouve dans la tranche des échéances à moins d'un an. L'échantillon présente une forte distorsion en faveur de l'Allemagne et de l'Italie, mais comporte aussi un nombre raisonnable d'obligations d'Autriche, de France et des Pays-Bas. Pour les autres pays, la couverture est très mince.

Tableau 2: Couverture par pays et par échéance

Pays	Échéance				Total
	<1 an	1-5 ans	5-10 ans	>10 ans	
Autriche	0	6	12	19	37
Belgique	0	2	2	0	4
Suisse	0	1	0	0	1
République tchèque	0	2	0	0	2
Allemagne	1	36	103	80	220
France	0	00	18	18	36
Royaume-Uni	0	2	7	0	9
Irlande	0	3	5	4	12
Italie	0	42	134	43	219
Luxembourg	14	5	0	1	20
Pays-Bas	0	4	26	8	38
Portugal	0	1	4	1	6
Suède	0	3	6	0	9
Turquie	11	1	0	0	12

Source : Analyse Frontier des données de Datastream et de S&P

La taille moyenne des émissions par pays est présentée dans le Tableau 3. Nous excluons de l'analyse principale les obligations ayant moins d'un an restant à courir jusqu'à l'échéance, ce qui entraîne la disparition de l'échantillon d'un certain nombre d'obligations. Par ailleurs, 16 obligations apparaissent dans les données publiées par le Fonds européen de stabilité financière. Ces obligations, émises au Luxembourg, ont été exclues de l'analyse car elles ne sont pas des obligations typiques émises par des entreprises, puisqu'elles bénéficient également de garanties de l'État. L'ensemble de données compte en définitive 564 obligations.

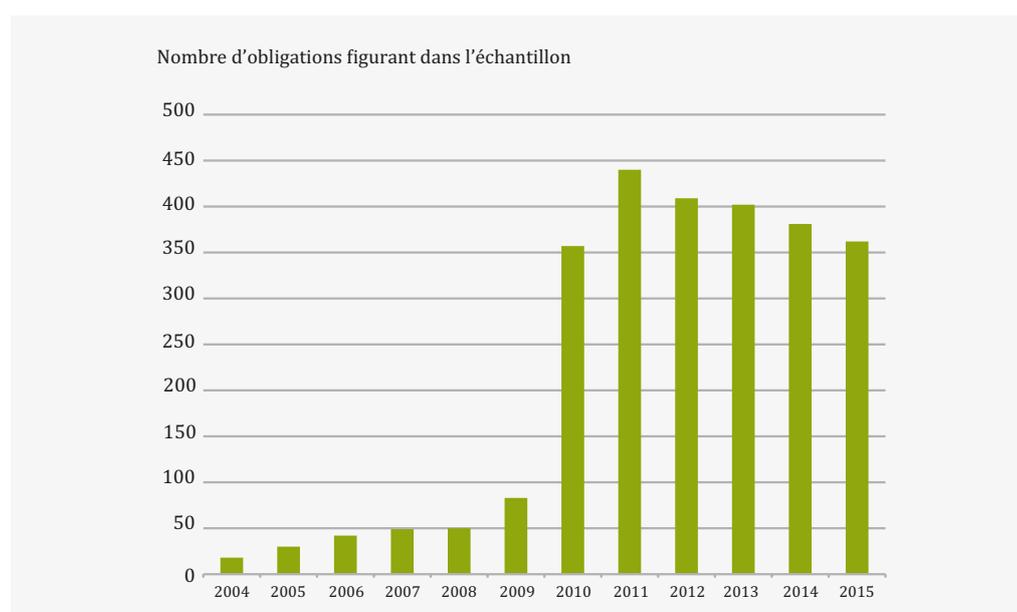
Tableau 3: Taille moyenne des émissions par pays, en millions d'euros

Pays	Toutes les obligations de l'échantillon	Hors obligations ayant <1 an jusqu'à l'échéance
Autriche	39	33
Belgique	14	14
Suisse	238	238
République tchèque	56	0
Allemagne	54	53
France	206	206
Royaume-Uni	11	11
Irlande	52	52
Italie	85	84
Japon	69	69
Luxembourg	71	71
Mexique	75	75
Pays-Bas	38	35
Portugal	69	97
Suède	7	7
Turquie	159	19

Source : Analyse Frontier des données de Datastream, de Bloomberg et de S&P

La couverture de l'échantillon au fil du temps est présentée dans le Graphique 16. On remarque qu'avant 2010, la couverture est nettement plus limitée. Nous croyons savoir que la raison en est la faible rétention de données sur les obligations arrivées à échéance il y a plus de cinq ans.

Graphique 16 : Couverture de l'échantillon dans le temps



Source : Analyse Frontier des données de Datastream, de Bloomberg et de S&P

Structure de l'échantillon et choix de la stratégie d'estimation

Dans le modèle d'évaluation des obligations, nous identifions la relation entre les écarts de rendement sur les obligations et le régime d'insolvabilité, en contrôlant un certain nombre de caractéristiques pertinentes des obligations. Dans la spécification de base, la relation est largement transversale : nous observons que dans les pays ayant un régime relatif à l'insolvabilité de qualité, les écarts de rendement sur les obligations sont plus faibles. Bien que ce résultat soit intuitif et que l'élément déterminant de l'écart de rendement sur les obligations ait déjà été pris en compte par la notation de crédit, il est difficile d'établir s'il est possible que la relation estimée reflète d'autres relations sous-jacentes.

Nous avons utilisé un modèle de panel regroupant des obligations d'entreprises individuelles pour estimer la corrélation entre les mesures de l'insolvabilité et la prime de risque, tout en tenant compte d'autres caractéristiques pertinentes des obligations susceptibles d'affecter les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises.

Le principal avantage de l'approche de regroupement des obligations par opposition à un indice obligataire est qu'il permet d'utiliser des données de pays dont les marchés obligataires sont modestes, qui ne publient pas d'indice obligataire ou qui ne peuvent être collationnées manuellement en raison du faible volume des données. L'utilisation de l'approche par regroupement des obligations présente l'avantage supplémentaire de produire un ensemble unique d'estimations, tandis que des indices devraient être analysés séparément par échéance, notation, etc., ce qui pourrait compliquer l'interprétation des résultats en raison d'ambiguïtés possibles.

De nombreux facteurs institutionnels et caractéristiques financières peuvent présenter une corrélation avec la qualité du cadre d'insolvabilité au niveau de chaque pays. Nous avons également établi des spécifications avec des effets fixes au niveau des pays afin de contrôler ces facteurs.

Modèle économétrique

Le modèle général peut être présenté sous la forme suivante :

$$\text{Écart_rendement}_{\{i,g,t\}} = \text{constante} + \beta_1 * \text{durée_à_l'échéance}_{\{i,t\}} + \beta_2 * \text{note_crédit}_{\{i,t\}} + \beta_3 * \text{corrélation_avec_rendement_marché}_{\{i,g,t\}} + \beta_4 * \text{tendance_temporelle}_{\{t\}} + \beta_5 * \text{écart_acheteur_vendeur}_{\{i,t\}} + \gamma * \text{mesures_réglementation_insolvabilité}_{\{g,t\}} + \text{erreur}_{\{i,t\}}$$

pour une obligation i dans un pays g au moment t .

Les variables sont explicitées comme suit :

- L'écart de rendement représente le rendement de l'obligation jusqu'à l'échéance minoré du taux sans risque, représenté par le rendement sur les émissions souveraines à 10 ans. Dans le cas des pays de la zone euro, on utilise le rendement de l'obligation souveraine allemande. Les effets des attentes en matière de devise seront déjà pris en compte dans le rendement de l'obligation souveraine et ne devraient donc pas affecter l'écart de rendement.
- La variable de durée jusqu'à l'échéance correspond au temps restant à courir jusqu'à l'échéance de l'obligation, qui est inclus afin de contrôler l'effet de la prime à terme. Il s'agit d'une variable linéaire mesurée en « jours de négociation ».
- La notation de crédit est utilisée afin de contrôler la prime de risque de défaut. Nous utilisons les notations historiques de S&P, traduites par des « crans ». La notation de crédit constitue le principal élément déterminant de l'écart de rendement obligataire, de sorte que nous n'analysons que des obligations pour lesquelles nous disposons d'un historique de note de crédit. La variable de note de crédit que nous utilisons est linéaire.⁶⁴ La corrélation avec la variable de rendement du marché est analogue à un « bêta » et mesure la corrélation de la variation du cours de l'obligation avec un indice d'actions international (le Morgan Stanley Capital Index). Le coefficient appliqué à cette variable donne une estimation du risque systématique (non diversifiable) associé à l'obligation. Ce risque est estimé séparément pour chaque obligation par une approche de période mobile qui admet les variations dans le temps. Il convient de souligner que de nombreuses obligations ne sont pas liquides et présentent des variations de cours

64 Nous avons également envisagé d'utiliser des mesures de la notation de crédit non linéaires ou non paramétriques, avec lesquelles l'impact d'un cran peut varier sur la courbe de crédit. Il a toutefois été observé que les courbes de crédit estimées n'étaient pas considérablement différentes de la spécification linéaire et qu'elles n'affectaient pas les résultats en ce qui concerne l'impact des mesures de l'insolvabilité. Globalement, nous avons estimé la variable de notation de crédit linéaire comme préférable, car elle fournit un modèle plus simple et parcimonieux, moins exigeant en termes de données.

minimes et que, dans ce cas, la corrélation sera faible. Au début de la vie d'une obligation, on dispose d'un historique à partir duquel estimer le bêta. Ces cas sont identifiés séparément à l'aide d'une variable muette.

- La tendance temporelle fait ressortir toute autre évolution (commune) de l'écart de rendement qui n'est pas corrélée à l'une des variables qui précède. Nous utilisons une variable linéaire.
- L'écart entre cours acheteur et vendeur permet de mesurer le risque de liquidité associé à une obligation. Dans de nombreux cas, ces données ne sont pas disponibles, ce qui en soi est révélateur d'un certain manque de liquidité. Ces cas sont identifiés séparément à l'aide d'une variable muette.
- Les mesures de la réglementation sur l'insolvabilité nous permettent de tester un certain nombre d'indicateurs extraits du rapport Doing Business, ainsi que d'autres facteurs institutionnels au niveau de chaque pays. Globalement, nous nous concentrons sur le taux de recouvrement, qui fournit des informations sur le temps nécessaire et le coût des procédures, ainsi que sur le taux de recouvrement.
- La variable erreur comprend l'hétérogénéité inobservable au niveau de l'obligation (par ex. une caractéristique propre à l'obligation qui n'est pas correctement contrôlée dans le modèle), au niveau du pays (par ex. profil de risque pays incomplètement reflété par les indicateurs de Doing Business inclus dans le modèle) et les chocs temporels. Dans certaines spécifications, nous utilisons également les effets au niveau de chaque pays (effets fixes ou aléatoires) pour éliminer l'hétérogénéité inobservable au niveau du pays.

Il est possible que certaines autres composantes du risque de défaut ne soient pas prises en compte par la note de crédit ou qu'il existe des facteurs institutionnels pertinents en dehors du taux de recouvrement. Dans la mesure où ces variables omises sont fixes (ou changent peu dans le temps), elles peuvent être contrôlées par l'application d'effets fixes muets. Les effets fixes, lorsqu'ils sont inclus, absorbent les relations transversales et la corrélation résiduelle entre le régime d'insolvabilité et l'écart de rendement sur les obligations montre la corrélation entre leurs fluctuations dans le temps. C'est-à-dire qu'une amélioration au fil du temps du taux de recouvrement d'un pays est associée à un resserrement de l'écart de rendement sur les obligations.

En théorie, les effets fixes résoudre bon nombre des défis conceptuels soulevés à la section 4.3. Les effets fixes nécessitent toutefois des données de meilleure qualité, car les estimations de panel se fondent alors sur la variation au fil du temps au sein de chaque unité d'observation. Comme indiqué dans la section 2, les récentes réformes de la législation sur l'insolvabilité se sont essentiellement produites dans des pays ayant plus récemment accédé à l'UE, mais ceux-ci ne sont pas bien couverts par nos données sur les obligations. Dans la plupart des pays bénéficiant d'une bonne couverture des obligations, la législation sur l'insolvabilité a peu changé dans le temps.

Une autre difficulté rencontrée en matière de spécification des effets fixes est la méthode de contrôle des chocs temporels affectant les écarts de rendement sur les obligations, par exemple en raison d'effets macroéconomiques ou de crises financières. Idéalement, on utiliserait une variable temporelle muette pour contrôler ces effets, *c'est-à-dire* éliminer toute variation dans le temps. Il en découlerait un « modèle à effets fixes bilatéral », mais on risquerait alors le surajustement, les résultats de ce modèle étant sensibles aux variations de la composition de l'échantillon dans le temps. C'est pour cette raison qu'on a utilisé une tendance temporelle linéaire pour contrôler les chocs temporels.

Pour chaque pays, nous pouvons mesurer la corrélation dans le temps entre le régime d'insolvabilité et les écarts de rendement sur les obligations, là encore en contrôlant les caractéristiques propres aux obligations. On obtient alors une série de relations entre régime d'insolvabilité et écart de rendement sur les obligations à l'intérieur d'un pays donné. Le résultat général du modèle à effets fixes peut alors être compris comme une moyenne des relations dans un pays donné.

En utilisant les mêmes variables de contrôle qu'auparavant (de manière à contrôler les caractéristiques des obligations et la tendance temporelle linéaire), nous estimons le modèle d'évaluation des obligations séparément pour chaque pays successivement. Cela permet d'identifier les pays qui influencent le plus la relation. Les résultats sont présentés dans le Tableau 4 ci-dessous, qui montre le coefficient du taux de recouvrement, l'erreur-type par rapport au coefficient et le nombre d'observations. Il convient de noter qu'à part l'Italie et l'Allemagne, les échantillons des autres pays sont beaucoup plus modestes, avec moins de 40 obligations chacun.

Tableau 4: Résultats des modèles par pays d'estimation de l'écart de rendement sur les obligations en fonction des caractéristiques des obligations et du taux de recouvrement

Pays	Coefficient du taux de recouvrement	Erreur-type	Observations
Autriche	-0,104***	0,016	1442
France	0,021***	0,005	1421
Allemagne	0,009	0,007	11449
Italie	-0,166***	0,016	9334
Irlande	-0,344	0,482	486
Pays-Bas	-0,076*	0,046	902

Erreurs-type robustes entre parenthèses *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Source : Analyse Frontier des données de Datastream et de la Banque mondiale

Nous constatons des relations négatives et statistiquement significatives entre l'écart de rendement sur les obligations et le taux de recouvrement pour l'Italie, l'Autriche et les Pays-Bas (au degré d'importance de 10 pour cent). La relation est positive et significative pour la France. Pour l'Allemagne, la relation n'est pas significative. Le fait que les relations pour la France vont dans la « mauvaise » direction ne devrait pas être surprenant, car la taille de l'échantillon est relativement faible et l'évaluation des obligations moins précise. En regroupant plusieurs pays, nous améliorons la précision du modèle et limitons la possibilité pour le taux de recouvrement d'être influencé par des effets arbitraires. Il semble qu'une grande partie de la relation estimée avec une variable pays muette reflète les effets propres à l'Italie, où la réforme de la législation sur l'insolvabilité est corrélée à des réductions de l'écart de rendement sur les obligations. Il serait bien entendu intéressant de savoir comment les écarts de rendement sur les obligations des pays ayant plus récemment accédé à l'UE ont évolué en réaction à la réforme de la législation sur l'insolvabilité, mais les données qui permettraient d'étudier cet aspect ne sont pas disponibles.

Impact indirect via l'ajustement des notes de crédit

Nous estimons l'ajustement incrémentiel de la note de crédit qui résulterait de l'amélioration de la note de la juridiction.

Nous posons l'hypothèse selon laquelle la réforme fera passer chaque pays de sa note actuelle à une note de A (cf. groupes de pays au Graphique 14). Beaucoup de petits pays européens n'ont pas de note pays S&P (A, B, C), et nous posons donc une hypothèse de note pays actuelle sur la base du taux de recouvrement et de la relation observée au Graphique 14 ($C < 40$, $40 < B < 60$, $A > 60$). À chaque passage de la note pays à un niveau supérieur (de C à A ou de B à A) correspond un ajustement incrémentiel de la note de crédit.

L'ajustement incrémentiel de la note d'une obligation dépend à la fois de la note pays et de la « note de recouvrement préliminaire » de cette obligation suivant la méthodologie de Classement des juridictions 2016 de S&P. Par exemple, une obligation dont la note de recouvrement préliminaire est comprise entre 70 et 90 progresserait d'un cran dans un pays noté A mais ne gagnerait aucun cran dans un pays noté B.

Les notes de recouvrement préliminaires ne sont pas observables, mais nous utilisons à leur place les données de Moody's sur les résultats réels de recouvrement. Nous utilisons des données relatives à plus de 3 000 défauts sur obligations pour calculer la distribution globale des taux de recouvrement. Nous posons l'hypothèse selon laquelle cette distribution est représentative de celle des notes de recouvrement préliminaires.

Sur la base de cette distribution, une amélioration de la note pays de B à A implique un relèvement moyen de 0,26 cran, tandis qu'une amélioration de C à A implique un relèvement moyen de 0,32 cran.

L'effet indirect par les notes de crédit est alors obtenu par multiplication de l'amélioration moyenne de la note du pays, exprimée en crans, par le coefficient de la note de crédit sur l'écart de rendement sur les obligations. Globalement, l'impact sur le PIB est voisin de 5 milliards d'euros. C'est nettement moins que les 33 milliards d'euros ou 73 milliards d'euros venant directement de l'amélioration du taux de recouvrement.

Résultats des spécifications de modèle alternatif

Nous avons également effectué des tests visant à établir si l'incidence du régime d'insolvabilité vaut toujours lorsqu'on prend en considération d'autres facteurs institutionnels dans le modèle d'évaluation des obligations. Il s'agit de divers indicateurs provenant de la base de données Doing Business de la Banque mondiale, de la Heritage Foundation et de l'indice de corruption de Transparency International.

Bien qu'il existe de nombreuses variables susceptibles de décrire l'environnement des affaires, celles qui devraient être pertinentes en termes de rendements des obligations d'entreprises seraient celles qui sont associées soit à la probabilité de défaut de l'entreprise, soit à ce qui se produit en cas de défaut. Il convient de noter que certaines de ces mesures ont peu changé au fil du temps dans les pays en question. En outre, on remarquera que ces indicateurs présentent une forte corrélation avec le taux de recouvrement dans l'échantillon d'estimation (coefficient de corrélation de 0,8 en général). Dans ces circonstances, la variable ayant l'effet le plus faible peut avoir un coefficient présentant le « mauvais » signe, car l'autre variable absorbe la totalité de l'effet.

Le Tableau 5 présente les résultats pour la variable institutionnelle et le taux de recouvrement, respectivement, d'abord sans « variable pays muette » et ensuite avec des « variables pays muettes ». Comme on peut le voir, dans certains cas, d'autres variables institutionnelles affichent un signe contraire à la logique. Cela tend à suggérer que lorsqu'il est placé en regard du taux de recouvrement, ce dernier continue à avoir un effet négatif sur l'écart de rendement sur les obligations, tandis que le coefficient de la variable institutionnelle subit une distorsion.

Le coefficient du taux de recouvrement reste généralement négatif, significatif et d'une ampleur similaire à celle qu'on constate lorsqu'il est estimé en l'absence de variables institutionnelles. Dans deux cas (DTF entreprises nouvelles et indice sur la profondeur de l'information relative au crédit), le coefficient de taux de recouvrement devient faible et non significatif, ce qui peut refléter une multicollinéarité. Pour le modèle sans variable pays muette, le coefficient reste négatif et significatif. Globalement, il semble que le taux de recouvrement a un effet plus fort sur l'écart de rendement sur les obligations que les variables institutionnelles et donc que le régime sur l'insolvabilité a une influence prépondérante sur les résultats.

Table 5: Incidence du taux de recouvrement après contrôle des autres variables institutionnelles⁶⁵

	Sans variable pays muette		Avec variables pays muettes	
Variable institutionnelle	Coefficient de variable institutionnelle	Coefficient du taux de recouvrement	Coefficient de variable institutionnelle	Coefficient du taux de recouvrement
DTF entreprises nouvelles	0,122***	-0,007***	0,149***	-0,006
DTF passif	-0,494***	-0,012***	-0,546***	-0,015***
Informations sur le créancier	0,022***	-0,016***	0,032***	-0,020***
Indice de solidité des garanties juridiques (0-12)	0,011	-0,035***	0,585***	-0,01**
Indice sur la profondeur de l'information relative au crédit (0-8)	-0,314***	-0,016***	-0,376***	-0,003
DTF Exécution des contrats	-0,001	-0,035***	0,055***	-0,015***
Indice Banque mondiale	-0,19**	-0,031***	-0,53	-0,014***
Score global Heritage Foundation	-0,047***	-0,024***	-0,256***	-0,034***
Indice ACP Heritage Foundation ⁶⁷	-0,022	-0,033***	-1,395***	-0,016***
Indice ACP Banque mondiale ⁶⁸	0,022	-0,034***	0,101	-0,015***
TI corruption	-0,156***	-0,035***	-2,98***	-0,093***

Erreurs-type robustes entre parenthèses *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Source : Analyse Frontier des données de Datastream et de la Banque mondiale ^{66 67}

Un certain nombre de spécifications de modèle alternatif ont été testées de manière à contrôler la robustesse du modèle. Ces sensibilités abordent des problèmes tels que les pays et obligations compris dans l'échantillon, le traitement des effets de change, le traitement des chocs temporels et la pondération des obligations. Les résultats transversaux ne sont pas fortement affectés par les spécifications de modèle alternatif. Cependant, lorsqu'on inclut des variables pays muettes, dans trois des spécifications de modèle alternatif, les résultats ne s'en trouvent pas affectés, alors que dans deux cas, le coefficient de taux de recouvrement devient insignifiant. Il convient de souligner que dans le modèle avec variables pays muettes, l'incidence des taux de recouvrement n'est identifiée que par des variations dans le temps, ce qui alourdit le fardeau pour l'échantillon de données, de sorte qu'il ne devrait pas être surprenant de voir une plus grande sensibilité des résultats à certaines de ces spécifications alternatives.⁶⁸

Nous présentons deux tableaux, le premier comportant un modèle de base (transversal) et le second des résultats avec variables pays muettes. Les modifications suivantes sont étudiées :

- Modèle central – il s'agit du modèle général présenté dans le Tableau 6 (modèles 2 et 3 respectivement).
- Modèle sans pondération – les observations ne sont pas pondérées par la taille de l'émission, alors qu'elles le sont dans le modèle central. Le raisonnement qui sous-tend la pondération est qu'elle vise à réduire l'influence d'émissions de petite taille, car elles risquent plus de manquer de liquidité et de générer des informations inexactes.
- Variables temporelles muettes – au lieu d'une tendance temporelle linéaire, les effets temporels sont contrôlés à l'aide

⁶⁵ Les différentes mesures ont été choisies de manière à couvrir un vaste éventail de facteurs institutionnels et parce qu'elles sont mesurées régulièrement dans le temps, de sorte que les données publiées peuvent être utilisées. L'indice Transparency International des perceptions de la corruption fait exception à cette règle, car l'échelle et la base de calcul de cet indice ont changé entre 2011 et 2012. Dans ce cas, la variable est normalisée chaque année avec une moyenne de zéro et un écart-type de un.

⁶⁶ Analyse en composantes principales

⁶⁷ Analyse en composantes principales

⁶⁸ Afin de vérifier encore la robustesse du modèle, nous avons testé l'impact de l'utilisation de données de 2010 et plus récentes uniquement. On obtient des résultats transversaux similaires, mais le résultat du panel devient non significatif. Lorsqu'on utilise cette période plus courte, l'ampleur de la variation des taux de recouvrement dans le temps est encore réduite, de sorte que lorsqu'on ajoute les variables pays muettes, les données restantes ne suffisent pas à identifier l'impact du taux de recouvrement.

- d'une série de variables muettes mensuelles, ce qui permet de faire varier les chocs temporels d'un mois sur l'autre.
- Obligations proches de l'échéance – ce modèle n'exclut pas les obligations ayant moins d'un an restant à courir jusqu'à leur échéance.
 - Données supplémentaires sur les obligations – l'échantillon est étendu de manière à inclure 53 obligations dont la note de crédit a été extraite manuellement.
 - Modèle des effets de change – au lieu d'estimer l'écart de rendement sur les obligations, nous estimons le rendement des obligations d'entreprises en tant que fonction du rendement des obligations souveraines à 10 ans (obligation allemande pour la zone euro) et de l'écart entre l'obligation souveraine du pays et l'obligation souveraine allemande. Ce modèle permet au rendement des obligations d'entreprises d'évoluer parallèlement à l'obligation souveraine du pays et à l'obligation souveraine allemande et de trouver son point d'ancrage naturel.

Les résultats des spécifications alternatives du modèle de base sont présentés dans le Tableau 6, avec des lignes pour le coefficient du taux de recouvrement et diverses caractéristiques des obligations et des colonnes correspondant aux diverses spécifications alternatives.

Tableau 6: **Spécifications alternatives du modèle de base**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable	Modèle central	Non pondéré	Variables muettes mensuelles	Avec obligations proches de l'échéance	Avec obligations supplémentaires	Effets des obligations souveraines
Tendance temporelle (jours)	0,000428***	0,000184***		0,000447***	0,000429***	-0,000217***
Variables muettes mensuelles			Incluses			
Durée jusqu'à l'échéance (jours)	0,000197***	0,000162***	0,000212***	0,000209***	0,000203***	0,000216***
Note de crédit (cran)	-0,222***	-0,212***	-0,235***	-0,223***	-0,226***	-0,0973***
Bêta manquant (variable muette)	-0,0313	-0,293***	-0,0107	-0,153*	-0,0284	0,0200
Bêta	7,934***	12,16***	4,953***	9,727***	7,257***	2,930**
Cours acheteur/vendeur manquant (variable muette)	1,235***	1,186***	0,750***	1,262***	1,222***	0,576***
Cours acheteur/vendeur (point de %)	0,0766***	0,0688***	0,0629***	0,0818***	0,0753***	0,0442***
Taux de recouvrement (point de %)	-0,0366***	-0,0432***	-0,0282***	-0,0345***	-0,0377***	-0,0268***
Rendement de l'obligation souveraine						0,609***
Écart sur obligation souveraine allemande						0,504***
Constante	5,295***	6,388***	5,649***	5,040***	5,414***	4,959***
Observations	22,982	22,982	22,982	24,613	23,984	22,849
R ²	0,368	0,368	0,511	0,364	0,362	0,538

Erreurs-type robustes entre parenthèses *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Source : Analyse Frontier des données de Datastream et de la Banque mondiale

La taille du coefficient de taux de recouvrement est comprise entre -0,0268 dans le modèle d'effets des obligations souveraines et -0,0432 dans le modèle non pondéré. Les autres sensibilités ont relativement peu d'incidence sur les résultats. Dans chaque cas, l'incidence du taux de recouvrement sur l'écart de rendement sur les obligations est statistiquement significative. Les variations les plus substantielles sont constatées pour la spécification « effets des obligations souveraines », dans laquelle de nombreuses caractéristiques des obligations ont des effets plus limités sur l'écart. Cela peut s'expliquer par le fait que les termes des effets des obligations souveraines (rendement des obligations souveraines du pays et écart sur obligations souveraines allemandes) prennent en compte soit les effets au niveau du pays (puisque le rendement des obligations souveraines varie d'un pays à l'autre), soit les effets des variations temporelles (puisque le rendement des obligations souveraines varie dans le temps), de sorte que l'on considère les caractéristiques des obligations comme moins à même d'expliquer ces effets.

Les résultats sont plus sensibles à la spécification correspondant au modèle présentant des effets fixes au niveau des pays. Les résultats des spécifications alternatives de ce modèle sont présentés dans le Tableau 7, chaque colonne présentant une spécification alternative et chaque ligne le coefficient de taux de recouvrement et de chaque caractéristique des obligations.

Dans trois des spécifications alternatives, le coefficient de taux de recouvrement est similaire au coefficient du modèle central, tandis que dans les modèles sans pondération et avec variable muette mensuelle, le coefficient est plus faible et statistiquement non significatif. On remarquera que ces modifications peuvent être plus contestables dans le contexte d'un modèle contenant déjà des effets fixes au niveau des pays. En particulier, l'inclusion de valeurs muettes mensuelles est problématique si l'échantillon est déséquilibré, car la constitution du groupe de pays change avec le temps, et l'exposition aux chocs temporels varie ; cela peut affecter directement les variables enregistrées au niveau du pays. De même, l'application d'une pondération identique aux obligations moins liquides peut être considérée comme un « bruit » supplémentaire en raison de l'inexactitude ou du manque de pertinence des données sur les prix, et lorsque l'on élimine les divergences entre pays, les données restantes ne suffisent pas pour estimer l'effet de la réforme du cadre juridique de l'insolvabilité. La concentration sur le modèle central est donc largement justifiée. Les spécifications alternatives illustrent toutefois les limites d'une approche d'estimation de panel, au vu des données disponibles.

Tableau 7: Spécifications alternatives du modèle présentant des effets fixes au niveau des pays

Variable	(1) Modèle central	(2) Non pondéré	(3) Variables muettes mensuelles	(4) Avec obligations proches de l'échéance	(5) Avec obligations supplémentaires	(6) Effets des obligations souveraines
Tendance temporelle (jours)	0,000380***	0,000141***		0,000405***	0,000389***	-0,000177***
Variables muettes mensuelles			Incluses			
Variables pays muettes	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses
Durée jusqu'à l'échéance (jours)	0,000189***	0,000176***	0,000205***	0,000204***	0,000197***	0,000229***
Note de crédit (cran)	-0,184***	-0,157***	-0,197***	-0,202***	-0,182***	-0,155***
Bêta manquant (variable muette)	0,0285	-0,283***	0,0653	-0,00435	0,0113	0,0294
Bêta	6,996***	10,16***	3,766***	8,749***	6,433***	1,571
Cours acheteur/vendeur manquant (variable muette)	1,274***	1,269***	0,786***	1,354***	1,255***	0,644***
Cours acheteur/vendeur (point de %)	0,0676***	0,0481***	0,0554***	0,0731***	0,0658***	0,0420***
Taux de recouvrement (point de %)	-0,0178***	-0,00210	-0,00470	-0,0160***	-0,0179***	-0,0190***
Rendement de l'obligation souveraine						0,727***
Écart sur obligation souveraine allemande						0,713***
Constante	2,761***	2,944***	2,852***	1,137**	2,422***	4,601***
Observations	22,982	22,982	22,982	24,613	23,984	22,849
R ²	0,398	0,418	0,534	0,392	0,401	0,572

Erreurs-type robustes entre parenthèses *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Source : Analyse Frontier des données de Datastream et de la Banque mondiale

Distorsions et limitations possibles

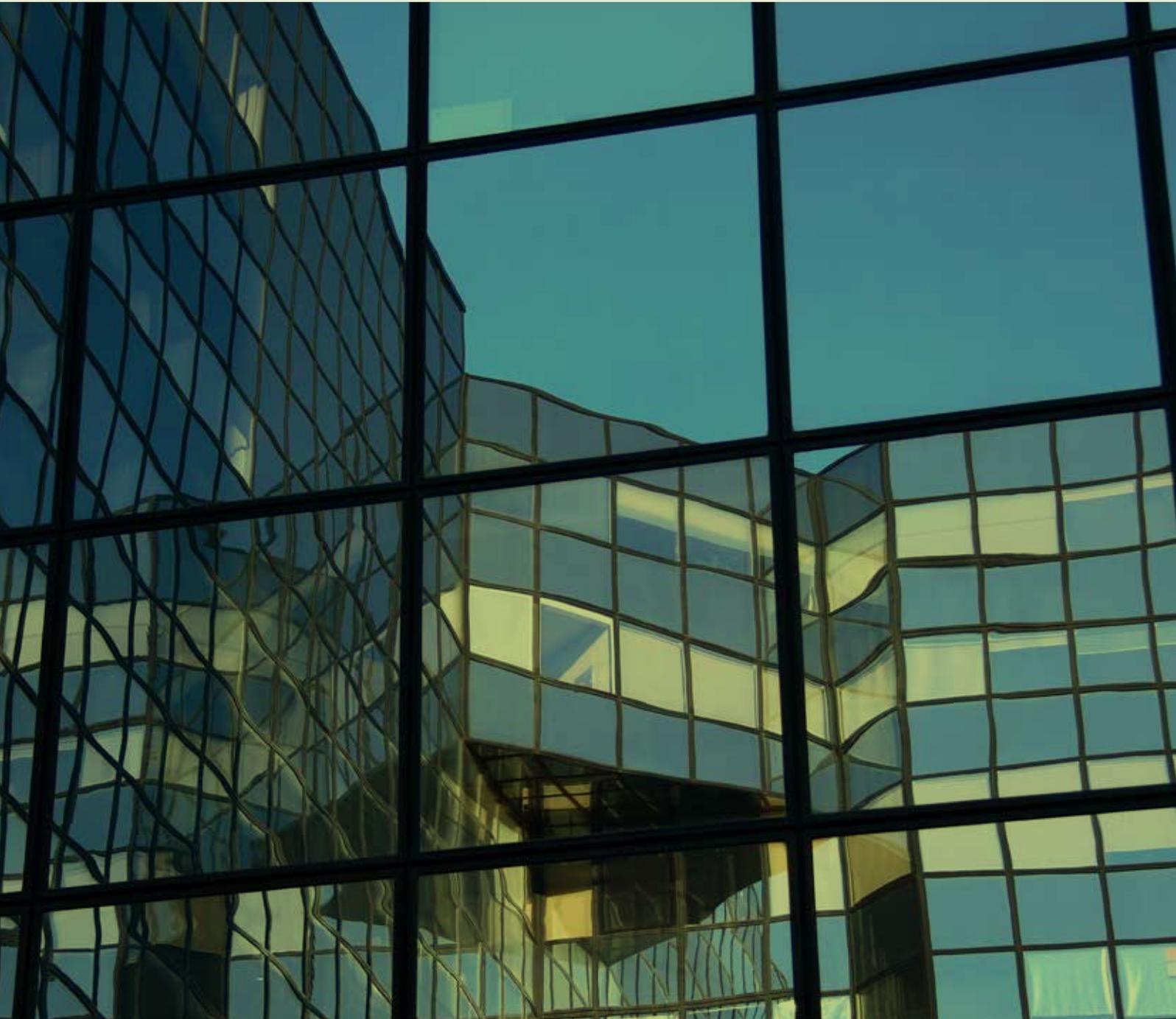
Il existe un certain nombre de facteurs à garder à l'esprit au moment d'interpréter les résultats. Dans certains cas, nous avons adapté notre spécification économétrique pour atténuer ces effets, alors que dans d'autres, les problèmes sont plus fondamentaux et dépendent de la disponibilité des données.

- **Endogénéité.** Notre hypothèse est qu'une réglementation de l'insolvabilité plus solide entraîne des primes de risque plus faibles. Le régime d'insolvabilité d'un pays n'est toutefois pas déterminé de façon exogène et peut présenter une corrélation avec les caractéristiques de risque sous-jacent de ce pays, ou avec d'autres facteurs institutionnels susceptibles d'affecter l'écart de rendement sur les obligations. Ces facteurs peuvent être confondus avec l'effet du régime d'insolvabilité sur les coûts d'emprunt, ce qui pourrait entraîner une distorsion de notre estimation de cet effet. Cette problématique est abordée de différentes manières du point de vue méthodologique. Premièrement, nous avons contrôlé un certain nombre de facteurs institutionnels lorsqu'ils sont mesurables. Deuxièmement, nous avons estimé le modèle à l'aide d'effets fixes au niveau des pays, car ceux-ci absorberont toute hétérogénéité inobservable au niveau du pays et cette approche devrait éliminer toute endogénéité transversale. Enfin, nous avons procédé à des régressions simples au niveau d'un seul pays, qui mesurent la corrélation du régime d'insolvabilité et du rendement des obligations dans le temps, dans chaque pays, en éliminant là encore l'endogénéité transversale. Globalement, nous continuons à observer un impact négatif significatif des faibles taux de recouvrement sur les écarts de rendement sur les obligations.

- **Multicolinéarité.** Si certaines des variables de contrôle présentent une forte corrélation entre elles, il devient difficile de déterminer laquelle a l'effet et les coefficients en question cessent d'être fiables. Cela devient problématique si ce phénomène affecte les variables qui présentent un intérêt ultime. Ce problème peut survenir si la solidité du cadre juridique de l'insolvabilité est corrélée au niveau de défaut dans le pays ou à divers autres facteurs institutionnels. L'initiative Doing Business de la Banque mondiale distingue 74 mesures, dont beaucoup sont susceptibles d'influer sur l'écart de rendement des entreprises. Nous avons donc évité d'inclure dans une régression donnée un trop grand nombre de variables présentant une forte corrélation.
- **Distorsion du fait de la sélection.** Le comportement d'émission de dette d'une entreprise peut être affecté par les caractéristiques de la juridiction dans laquelle elle se trouve. Deux émetteurs égaux par ailleurs (présentant le même profil de risque, etc.) peuvent émettre des titres de créance dans une juridiction « sécurisante » mais pas dans une juridiction « non sécurisante », de sorte que les obligations de la juridiction « non sécurisante » ne sont jamais observées. Malheureusement, il n'existe pas de données cohérentes pouvant être utilisées pour modéliser le processus de sélection.
- **Panels déséquilibrés.** La composition change avec le temps à mesure que des obligations intègrent et quittent l'échantillon. Si certains pays (et donc leur régime d'insolvabilité) sont concentrés sur des périodes où les écarts de rendement sur les obligations sont particulièrement importants/faibles, il peut être difficile de contrôler parfaitement les effets relatifs au pays et les chocs temporels, car les coefficients restants deviennent plus sensibles à la structure de l'échantillon. C'est pour cette raison que nous utilisons une variable temporelle linéaire plutôt qu'une pluralité de variables temporelles muettes.
- **Valeurs aberrantes.** Des aberrations se produisent lorsqu'une obligation présente une différence substantielle à un égard particulier. Certaines obligations peu liquides peuvent s'accompagner d'informations inexacts sur les prix ou les rendements et adopter des valeurs extrêmes, ce qui entraîne une distorsion des résultats. Afin de réduire l'influence des obligations peu liquides, nous pondérons les observations par taille de l'émission, ce qui est conforme aux approches standard des indices obligataires. Les obligations à durée courte peuvent aussi prendre une valeur extrême et sont donc exclues. Les tracés des valeurs résiduelles en fonction des valeurs ajustées n'indiquent pas d'élément substantiellement aberrant dans l'échantillon d'estimation.

Bon nombre des distorsions potentielles évoquées plus haut doivent être résolues dans le cadre de la spécification du panel. Cependant, une estimation de panel robuste nécessite un ensemble de données considérablement plus riche, avec une bonne couverture dans le temps de nombreux pays connaissant des changements importants du régime d'insolvabilité. Comme observé précédemment, une grande partie du récent mouvement de réforme du cadre juridique de l'insolvabilité a concerné des pays ayant récemment accédé à l'UE dont les marchés obligataires sont peu étoffés et les données clairsemées, qu'il est généralement impossible de se procurer par l'intermédiaire de prestataires comme Datastream ou Bloomberg. Pour toute recherche future sur l'impact de la réforme du cadre juridique de l'insolvabilité sur ces pays, il serait souhaitable de recueillir des données détaillées sur les obligations auprès des places boursières de ces pays et de s'assurer de la comparabilité entre les sources.

Appendices



Annexe A : Principales différences entre les législations sur l'insolvabilité et la restructuration dans l'Union européenne⁶⁹

Royaume-Uni (Angleterre et Pays de Galles)

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité</p> <p>i.) Concordat (Scheme of Arrangement)</p> <p>ii.) Mesures volontaires de la société (CVA, Company voluntary arrangement)</p> <p>ii.) Administration</p> <p>iv.) Placement sous mandat judiciaire⁷¹</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>v.) Concordat (Scheme of Arrangement)</p> <p>vi.) CVA</p> <p>vii.) Administration</p> <p>viii.) Liquidation</p> <p>ix.) Placement sous mandat judiciaire</p>	<p>La révision de la SIP (Déclaration de pratique en matière d'insolvabilité) 1672, qui régit la conduite des administrateurs en matière de sauvegarde accélérée, est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2015, en même temps qu'étaient introduits les groupes de sauvegarde accélérée destinés aux opérations avec des parties liées (bien que l'obtention du visa pour des opérations de sauvegarde accélérée entre parties liées provenant du groupe visé par la procédure de sauvegarde accélérée reste facultative suivant le principe « appliquer ou expliquer »).</p> <p>La loi sur les petites entreprises et l'emploi (Small Business, Enterprise and Employment Act), dont l'introduction par phases a commencé, contient un certain nombre de réformes sur l'insolvabilité qui s'appliquent de manière générale à toutes les sociétés concernées (pas seulement aux PME).</p> <p>Le 1^{er} octobre 2015 (entre autres), les réformes suivantes sont entrées en vigueur :</p> <p>(i) interdiction faite aux services aux collectivités et de communication essentiels d'interrompre la fourniture ou de facturer des prix majorés pendant que des praticiens de l'insolvabilité recherchent une solution viable pour renflouer une entreprise et (ii) octroi aux détenteurs des postes dans le cadre de l'insolvabilité du droit de céder à des tiers certaines requêtes en annulation d'opérations antérieures à l'insolvabilité.</p>	<p>Aucune limite de temps n'est prescrite, mais il existe un risque de voir la responsabilité des membres du conseil d'administration engagée</p>	<p>Administration : un ou plusieurs créanciers peuvent solliciter une ordonnance de placement sous administration. Un détenteur de charge flottante remplissant certains critères a le pouvoir de choisir l'identité de l'administrateur</p> <p>CVA : les créanciers ne peuvent pas proposer de CVA.</p> <p>Concordat : les créanciers peuvent proposer un Concordat, bien qu'en pratique les demandes sont généralement formulées par la société</p>	<p>Concordat : il peut être utilisé pour forcer l'acceptation des détenteurs de créances garanties et non garanties s'il est approuvé par au moins la majorité numérique et 75 % de la valeur de chaque catégorie des membres ou créanciers qui participent au vote sur le concordat⁷³</p> <p>Il n'y a aucune obligation de consulter un créancier dont les droits ne sont pas affectés par le concordat ou qui ne détient aucun « intérêt économique » dans le concordat.</p> <p>Le tribunal ne fera qu'entériner le concordat si la « proposition est telle qu'un homme intelligent et honnête, membre de la catégorie concernée, agissant dans le respect de ses intérêts, est raisonnablement susceptible de l'approuver » – si la proposition satisfait au test d'équité</p> <p>Un concordat britannique est couramment utilisé pour restructurer des sociétés étrangères lorsqu'il existe un « lien suffisant » entre la société et le Royaume-Uni⁷⁴</p> <p>CVA : les mesures volontaires de la société (CVA) peuvent être utilisées pour contraindre les créanciers si elles sont approuvées par la majorité des créanciers représentant 75 % de la valeur des créanciers de la société présents et participant au vote lors de la réunion des créanciers convoquée pour étudier les CVA (50 % des votes favorables doivent impérativement provenir de créanciers sans lien avec la société). Les CVA ne peuvent pas affecter les droits d'un créancier garanti ou privilégié sans son consentement</p> <p>Les CVA peuvent être contestées au motif de préjudice injuste ou d'irrégularité importante (sous réserve de délais de prescription)</p>	<p>Concordat : il peut être opposable aux membres s'il est approuvé par une majorité numérique représentant 75 % de la valeur des membres de cette catégorie⁷⁵</p> <p>CVA : les actionnaires de la société peuvent approuver les propositions à la majorité simple en valeur, mais s'ils n'approuvent pas les propositions alors que les créanciers les ont approuvées, les CVA seront quand même mises en application. Les actionnaires dissidents peuvent contester les CVA au motif de préjudice injuste ou d'irrégularité de procédure</p>	<p>Le prix qu'un acheteur payera pour cette entreprise au moment présent</p> <p>L'évaluation sur la base de la liquidation n'est appropriée que lorsque la seule issue est la liquidation</p>

69 Analyse janvier 2016.

70 Un placement sous mandat judiciaire peut être demandé par le détenteur d'une charge flottante portant sur la totalité ou la quasi-totalité des actifs de la société. En vertu de la Loi de 2002 sur l'entreprise (Enterprise Act 2002), ce mécanisme d'exécution extrajudiciaire cesse de s'appliquer aux charges créées après le 15 septembre 2003 (à moins qu'une exception précise ne s'applique, par exemple, une exception relative aux marchés des capitaux) et, dans la pratique, son utilisation est rare.

71 Contrairement à la procédure américaine de faillite suivant le « Chapitre 11 » et au Plan d'insolvabilité allemand, il n'est pas possible de se prévaloir d'un plan britannique pour imposer son acceptation par toute une catégorie dissidente. Les « dispositifs de reprise » qui associent un plan (de contournement des seuils de validation pour faire reprendre la dette de rang supérieur par une société nouvelle) et une vente de sauvegarde accélérée (pre-pack), dans laquelle les actifs sont transférés à une société nouvelle et la dette de rang subalterne laissée à l'ancienne société, sont donc devenus courants au Royaume-Uni (par ex. IMO Carwash)

72 <http://www.icaew.com/en/technical/insolvency/insolvency-regulations-and-standards/statements-of-insolvency-practice-sips-england>

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Administration : les membres du conseil d'administration sont révoqués à moins que l'administrateur n'en convienne autrement</p> <p>Concordat (Scheme of Arrangement) : les membres du conseil d'administration restent en place</p> <p>CVA : les membres du conseil d'administration restent en place, mais les CVA sont mises en application sous la supervision d'un praticien agréé en matière d'insolvabilité</p> <p>Liquidation membres du conseil d'administration révoqués</p>	<p>Administration / Liquidation : moratoire automatique</p> <p>Concordat (Scheme of Arrangement) : non, mais dans la pratique, un Concordat est souvent utilisé parallèlement au placement sous Administration afin de pouvoir bénéficier du moratoire, ou un accord de blocage est conclu avec les créanciers</p> <p>CVA : les petites sociétés peuvent bénéficier d'un moratoire de 3 mois au plus s'il est proposé par le conseil d'administration de la société. Pour les sociétés non éligibles à un moratoire, des CVA peuvent être utilisées parallèlement au placement sous Administration afin de profiter du moratoire</p>	<p>Oui. La vente de tout ou partie de l'activité ou des actifs d'une société peut être négociée avec un acquéreur avant la désignation d'un administrateur et exécutée immédiatement après sa désignation</p> <p>Les créanciers de la société ne sont pas consultés avant la vente. L'administrateur doit toutefois respecter la Déclaration de pratique en matière d'insolvabilité (SIP, Statement of Insolvency Practice) 16</p>	<p>Administration / Liquidation : un administrateur ou un liquidateur peut solliciter du tribunal une ordonnance permettant d'éviter ou de dénouer certaines transactions antérieures à l'insolvabilité</p> <p>Depuis le 1^{er} octobre 2015, les administrateurs et liquidateurs ont le droit de céder à des tiers certaines requêtes en annulation d'opérations antérieures à l'insolvabilité.</p>	<p>Administration / Liquidation : Le financement DIP n'est pas possible ; en revanche, un administrateur ou un liquidateur peut mobiliser des fonds en donnant en garantie les actifs non grevés. Ce financement supplémentaire sera traité comme une charge d'administration ou de liquidation ayant priorité sur d'autres créances (à l'exception des créances garanties par une charge fixe)⁷⁶</p> <p>CVA / Concordat : aucune priorité statutaire pour les nouveaux fonds mis à disposition dans le cadre de CVA ou d'un Concordat, bien qu'ils puissent se voir attribuer une priorité par contrat</p>	<p>Oui - les stipulations contractuelles prévoyant qu'un contrat peut être résilié en cas d'institution d'une procédure d'insolvabilité ou de restructuration sont valides si elles n'enfreignent pas le principe d'absence de privation (les parties ne peuvent pas, en cas de faillite, priver le failli de biens qui seraient autrement disponibles pour les créanciers) (<i>Whitmore c/ Mason (1861) 21&H 204</i>)⁷⁷</p> <p>La règle d'absence de privation a été interprétée de manière très étroite (<i>Belmont Park Investments Pty Ltd c/ BNY Corporate Trustee Services [2011] UKSC 38 ; Lomas c/ JFB Firth Rixon Inc. [2010] EWGH 3372 (Ch)</i>)</p>	<p>Projet de modernisation des règles de l'insolvabilité. Date de mise en œuvre à confirmer</p>

73 Les exemples récents comprennent l'exploitant de parcs de stationnement allemand Apcoa (2014) ; Zlomrex International Finance S.A, le véhicule français de financement du groupe Cognor, fournisseur et distributeur de produits en acier en Pologne (2014) ; et Magyar, la société de portefeuille néerlandaise du groupe de société Invitel, qui figure parmi les plus grands prestataires de services de télécommunications en Hongrie (2014)

74 Dans la pratique, un « dispositif de reprise et de vente de sauvegarde accélérée » (cf. pied de page 72 plus haut) est souvent utilisé pour prendre le contrôle d'une société en difficulté sans le consentement des actionnaires.

75 Dans la pratique, il est fréquent que des sociétés britanniques accordent une charge flottante sur l'ensemble de leurs actifs. De ce fait, il n'y a, en général, pas d'actif non grevé susceptible d'être utilisé pour constituer une nouvelle garantie. Le gouvernement britannique a envisagé de modifier la législation lors des consultations relatives à la Loi de 2002 sur l'entreprise (Enterprise Act 2002) et est parvenu à la conclusion que « la question était trop complexe et nécessitait une consultation plus large, surtout s'il était question que les tribunaux du Royaume-Uni aient un rôle à jouer dans l'approbation d'un financement assorti d'une super-priorité au cas par cas ». Cf. article INSOL « Repair or Recycle? Some thoughts on DIP Financing and Pre-Packs » (https://www.insol.org/_files/Fellowship%202013/Literature/Session%206/Repair%20or%20Recycle.pdf) et « Financing Corporate Rescues, Where Does the UK Stand? », par Akpareva Aruorwo (<http://sas-space.sas.ac.uk/5609/1/2080-3020-1-SM.pdf>).

76 La suspension des clauses ipso facto dans le cadre de l'administration a été envisagée lors de la Phase de comité permanent de la Loi de 2002 sur l'entreprise (Enterprise Act 2002) et a été rejetée parce qu'elle entravait la liberté de contracter.

France

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité</p> <p>i.) Procédure de mandat ad hoc</p> <p>ii.) Procédure de conciliation</p> <p>iii.) Sauvegarde</p> <p>iv.) Sauvegarde financière accélérée (SFA)</p> <p>v.) Sauvegarde accélérée (SA)</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>vi.) Procédure de conciliation, SFA et SA – dans chaque cas à condition que la société ait été insolvable pendant moins de 45 jours avant l'introduction de la requête</p> <p>vii.) Procédure de restructuration judiciaire</p> <p>viii.) Procédure de liquidation judiciaire</p>	<p>Ordonnance du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives, entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2014, appliquée par décrets du 30 juin 2014 et du 25 juillet 2014 et modifiée par l'Ordonnance du 26 septembre 2014</p> <p>8 août 2015 : Loi Macron</p>	<p>Obligation d'instituer une procédure en Restructuration judiciaire ou en Liquidation dans les 45 jours suivant la date à laquelle la société est devenue insolvable sur la base de sa trésorerie (sauf si l'ouverture d'une procédure de conciliation est intervenue dans ce délai de 45 jours)</p> <p>Les administrateurs sont exclus de toute fonction de direction s'ils n'instituent pas la procédure dans ce délai et engagent leur responsabilité civile – de nature pécuniaire – si l'insuffisance des actifs de la société est due à une faute de gestion de leur part</p>	<p>Procédures de sauvegarde / SFA / SA / restructuration judiciaire : oui – quand les comités de créanciers doivent être formés⁷⁸, chaque membre d'un comité peut proposer un projet de plan ou suggérer des modifications à apporter au plan de la société</p> <p>Procédures de restructuration / liquidation judiciaire : oui – les créanciers peuvent présenter une offre de reprise</p>	<p>Procédures de mandat ad hoc / conciliation : non – un accord ne peut être entériné qu'avec l'approbation unanime de tous les créanciers⁷⁹</p> <p>Procédures de sauvegarde / SFA / SA / restructuration judiciaire : oui – peuvent être utilisées pour forcer l'acceptation des créanciers</p> <p>Le plan de sauvegarde ou de restructuration doit être soumis aux parties prenantes suivantes : (i) le comité des établissements financiers et assimilés ; (ii) le comité des principaux fournisseurs de marchandises et prestataires de services et (iii), s'il y a lieu, une réunion unique des détenteurs d'obligations pour approbation.</p> <p>Le plan doit être approuvé à la majorité des deux tiers des créances détenues par des créanciers votant au sein de chaque comité. Si le plan est approuvé par les comités de créanciers, une réunion unique des détenteurs d'obligations sera organisée. Le plan devra être approuvé à la majorité des deux tiers des créances détenues par les titulaires d'obligations votants.</p> <p>Le tribunal veille à ce que les intérêts de tous les créanciers soient suffisamment protégés</p>	<p>En général non – un plan prévoyant un échange de dette contre fonds propres doit être approuvé par une résolution de l'assemblée des actionnaires. Toutefois :</p> <p>Procédures de sauvegarde / SFA / SA / restructuration judiciaire : le jugement approuvant le plan de restructuration peut désigner un administrateur judiciaire doté du pouvoir de convoquer l'assemblée des actionnaires, qui statuera sur l'adhésion forcée des actionnaires. Le tribunal peut décider que les actionnaires voteront à la majorité simple lors de la première convocation. Pour la deuxième convocation, les règles de quorum et de majorité seront déterminées par le droit commercial applicable</p> <p>Procédure de restructuration judiciaire :</p> <p>(i) lorsque la valeur des fonds propres du débiteur est inférieure à la moitié de son capital social, un mandataire ad hoc peut être désigné⁸⁰, et (ii) si la société compte plus de 150 salariés (ou contrôle des filiales portant l'effectif global à plus de 150 salariés) et que la liquidation de la société sera dommageable à l'économie / l'emploi local et qu'une restructuration du capital social est la seule solution, le tribunal pourra désigner un <i>mandataire ad hoc</i>⁸¹</p> <p>Procédure de liquidation judiciaire : S/O</p>	<p>S/O – il s'agit d'établir si le plan affecte l'arrangement contractuel préexistant entre le débiteur et le créancier. En dehors du bénéficiaire d'une garantie fiduciaire, tous les créanciers (indépendamment de leur rang) ont le droit de voter à propos du plan si leur créance est affectée</p>

77 Des comités de créanciers, à savoir le comité des créanciers institutions financières et le comité des créanciers commerciaux, doivent être constitués si le chiffre d'affaires du débiteur est supérieur à 20 millions d'euros ou son effectif supérieur à 150 salariés. Le cas échéant, une assemblée générale des détenteurs d'obligations est organisée pour statuer sur le projet de plan approuvé par les comités.

78 Lors de la restructuration du distributeur de mode français Vivarte, le groupe Vivarte n'a pas obtenu le soutien de 66,6 % des créanciers à une convention de statu quo, en raison de l'opposition de certains fonds, qui exigeaient des jetons de présence plus élevés pour approuver la requête. La société est tout de même parvenue à mettre en œuvre un plan de résolution totalement consensuel, comprenant le plus vaste échange de dette contre fonds propres jamais effectué en France, par le biais d'un mandat ad hoc et, en définitive, une procédure de conciliation portant sur l'application du plan de résolution.

79 Le mandataire ad hoc peut convoquer une assemblée des actionnaires et exercer les droits de vote des actionnaires qui ne coopéreraient pas pour approuver une augmentation du capital social devant permettre à un tiers de souscrire les actions créées

80 Le mandataire ad hoc peut convoquer une assemblée des actionnaires et exercer les droits de vote des actionnaires dissidents ou ordonner la vente de tout ou partie de leurs actions au bénéfice de personnes qui s'engagent à appliquer le plan.

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Procédure de mandat ad hoc / conciliation : la direction reste en place mais est assistée par un mandataire désigné par le tribunal</p> <p>Procédure de sauvegarde / SFA / SA : la direction reste en place mais ses pouvoirs sont limités aux actes de gestion courante. Le dirigeant peut être soit supervisé, soit assisté, par l'administrateur judiciaire. Le juge-commissaire peut désigner jusqu'à 5 contrôleurs parmi les créanciers pour superviser et apporter leur assistance dans le cadre de la procédure</p> <p>Procédure de restructuration judiciaire : administrateur judiciaire désigné pour assister ou (dans des circonstances exceptionnelles) remplacer la direction. Le juge-commissaire peut aussi désigner jusqu'à cinq contrôleurs parmi les créanciers pour superviser et apporter leur assistance dans le cadre de la procédure</p> <p>Si la restructuration de la société l'exige, le tribunal peut soumettre le plan à la condition de la révocation d'un ou plusieurs dirigeants.</p> <p>Procédure de liquidation judiciaire : direction remplacée par un liquidateur judiciaire. Le juge-commissaire peut aussi désigner jusqu'à cinq contrôleurs parmi les créanciers pour superviser et apporter leur assistance dans le cadre de la procédure</p> <p>Un représentant du personnel est également désigné pour les procédures collectives</p>	<p>Procédure de mandat ad hoc / conciliation : pas de suspension automatique, les membres du conseil d'administration pouvant toutefois solliciter du tribunal un délai de grâce de 2 ans au maximum pour les obligations à l'égard des créanciers (report/rééchelonnement des obligations de paiement)</p> <p>Procédures de sauvegarde / SFA / SA / restructuration et liquidation judiciaires : suspension automatique pour les dettes contractées avant le jugement d'ouverture – sauf circonstances exceptionnelles.</p> <p>Remarque : dans le cadre de la SFA, les créanciers non financiers ne sont pas affectés et leur créance n'est pas suspendue</p>	<p>L'ordonnance du 12 mars 2014 prévoit la préparation, par un mandataire judiciaire désigné par le tribunal et le débiteur, en toute confidentialité et dans le cadre de la procédure de conciliation, la vente amiable de tout ou partie des actifs du débiteur, qui sera appliquée dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ultérieure (procédures de sauvegarde, de restructuration ou de liquidation judiciaire)⁸²</p>	<p>Possible dans les procédures de restructuration ou de liquidation judiciaire pour les transactions douteuses conclues jusqu'à 18 mois avant le jugement d'ouverture</p>	<p>Procédure de conciliation : les nouveaux fonds/ marchandises/services fournis à un débiteur afin d'assurer la poursuite de son activité ont rang prioritaire sur les créances avant et après introduction de la soumission (à l'exception de certains frais engagés après l'introduction de la soumission et des arriérés de salaire) lorsque l'accord de conciliation sanctionné par le tribunal le prévoit. Il convient de souligner que cette priorité accordée aux nouveaux fonds ne s'étend pas aux actionnaires ou associés qui participent à une augmentation de capital. Elle ne s'étend pas non plus à la procédure de mandat ad hoc</p> <p>Procédures de sauvegarde / SFA / SA / restructuration et liquidation judiciaires : les financements obtenus après introduction de la soumission sont remboursés à leur date d'exigibilité et, à défaut, ont priorité sur les créances garanties et non garanties antérieures à la requête des nouveaux financements fournis pendant la période d'observation sous réserve de certaines conditions (mais sont de rang inférieur aux frais postérieurs à l'introduction de la soumission, aux arriérés de salaire et aux nouveaux fonds fournis dans le cadre d'un accord de conciliation approuvé par le tribunal)</p>	<p>Procédure de mandat ad hoc / conciliation : en vertu de l'ordonnance du 12 mars 2014, les stipulations contractuelles (i) qui provoquent des conséquences préjudiciables au débiteur ou (ii) qui font supporter au débiteur des frais et honoraires du conseiller des créanciers sur le mandat ad hoc ou la conciliation au-delà d'un montant forfaitaire au seul motif que la procédure de conciliation ou de mandat ad hoc a été instituée sont désormais nulles</p> <p>Procédures de sauvegarde / SFA / SA / restructuration et liquidation judiciaires : les stipulations contractuelles qui prévoient la résiliation du contrat au seul motif de l'ouverture des procédures de sauvegarde, SFA, SA, de restructuration ou de liquidation judiciaire sont nulles</p>	

81 Comparable à un dispositif « pre-pack » de type britannique, le fait que la société connaisse des difficultés financières est tenu confidentiel jusqu'à son application par le biais d'une procédure d'insolvabilité ultérieure. Cela peut aider à préserver la valeur de la société.

Allemagne

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préliminaires⁸²</p> <p>i.) Procédure de bouclier protecteur⁸⁴</p> <p>ii.) Procédure préliminaire concernant le débiteur non dessaisi (« Procédure préliminaire DIP »)</p> <p>iii.) Procédure préliminaire d'insolvabilité normale (« Procédure préliminaire normale »)</p> <p>Procédures centrales</p> <p>iiii.) Procédure de plan d'insolvabilité (menée par le DIP ou un administrateur (« Plan d'insolvabilité »))</p> <p>v.) Procédure concernant le débiteur non dessaisi (« Procédure DIP »)</p> <p>vi.) Procédure d'insolvabilité normale (menée par un administrateur désigné par le tribunal) (« Procédure normale »)</p>	<p>Loi portant simplification supplémentaire de la restructuration des sociétés, entrée en vigueur le 1^{er} mars 2012 (« ESUG »)</p>	<p>Dans les meilleurs délais après l'intervention de l'absence de liquidité ou du surendettement, mais dans un délai maximum de 3 semaines</p>	<p>Les créanciers peuvent, sur résolution de l'assemblée des créanciers, donner instruction au DIP/superviseur/administrateur de préparer un projet. Les créanciers ne peuvent pas proposer de projet ni aucun élément de son contenu mais seulement en définir l'objet</p> <p>Le comité des créanciers conseille l'administrateur sur la préparation du plan</p>	<p>Un plan d'insolvabilité peut être utilisé pour imposer l'adhésion des créanciers garantis et non garantis</p> <p>Si une catégorie de créanciers rejette le plan, ce rejet peut être ignoré si les conditions suivantes sont remplies : Majorité : majorité simple des catégories votantes, chacune avec plus de 50 % des (i) votes exprimés et des (ii) montants (participations)</p> <p>« Critère d'intérêt supérieur » : la situation des créanciers de la catégorie dont l'adhésion a été forcée n'est pas plus mauvaise avec le plan que sans</p> <p>« Règle de la priorité absolue » : les créanciers des catégories dont l'adhésion a été forcée participent de manière suffisante à la distribution de valeur, c'est-à-dire qu'en vertu du plan (i) aucun créancier ne reçoit plus que la valeur de sa créance ; (ii) aucun créancier subordonné ne reçoit de valeur et (iii) aucun créancier <i>pari passu</i> ne reçoit plus que les créanciers de la catégorie dont l'adhésion a été forcée</p> <p>Dans le contexte d'un plan d'insolvabilité, les créances subordonnées (en vertu de la loi ou par contrat) sont réputées abandonnées par principe. Ce n'est que si un plan traite des créances subordonnées et si le tribunal des faillites somme les créanciers subordonnés de déclarer leurs créances (ce qui n'arrive que si tous les créanciers non subordonnés peuvent être désintéressés intégralement) que les créanciers subordonnés auront le droit de participer au vote relatif au plan</p>	<p>Un plan d'insolvabilité peut être utilisé pour imposer l'adhésion des actionnaires dissidents</p> <p>Si une catégorie d'actionnaires rejette le plan, ce rejet peut être ignoré si les conditions suivantes sont remplies : Majorité : majorité simple des catégories votantes, chacune avec plus de 50 % des (i) votes exprimés et des (ii) montants (participations)</p> <p>« Critère d'intérêt supérieur » : la situation des actionnaires n'est pas plus mauvaise avec le plan que sans</p> <p>« Règle de la priorité absolue » : les actionnaires participent de manière suffisante à la distribution de valeur, c'est-à-dire qu'en vertu du plan (i) aucun créancier ne reçoit plus que la valeur de sa créance ; (ii) la situation d'aucun actionnaire <i>pari passu</i> ne sera meilleure qu'en l'absence du plan</p>	<p>Pour le critère d'« intérêt supérieur », le tribunal compare le rendement du plan d'insolvabilité envisagé pour le créancier concerné avec le dividende correspondant à une procédure d'insolvabilité normale (liquidation ou cession d'une entreprise en activité).</p> <p>En ce qui concerne le critère de « caractère économiquement raisonnable », c'est-à-dire pour établir si le plan d'insolvabilité permet à la catégorie dissidente de participer à la distribution de manière économiquement raisonnable, le tribunal évalue si (i) aucun autre créancier ne reçoit plus que la valeur de sa créance (ii) aucun créancier <i>pari passu</i> ne reçoit plus qu'un créancier d'une catégorie dissidente affectée et (iii) aucun créancier subordonné ne reçoit de valeur dans le cadre du plan (règle de « priorité absolue »). Ici, la valeur de la société est particulièrement pertinente si le plan prévoit une participation des créanciers dans la société, par ex. par tout type d'instrument</p> <p>Les recours des créanciers sur la base des tests précités sont limités en termes de procédure afin de ne pas retarder la confirmation d'un plan et visent plutôt à dédommager un créancier en cas de violation de ses droits</p>

82 Le droit allemand ne prévoit pas de procédure préalable à l'insolvabilité. En raison de cette absence de procédure préalable à l'insolvabilité et des courts délais contraignant les administrateurs à déposer leur demande, il peut s'avérer difficile pour les sociétés allemandes d'organiser une opération de renflouement ou une vente sans que le risque d'insolvabilité ne s'ébruite. Cela peut indubitablement avoir une incidence défavorable sur la valeur de la société.

83 La Procédure de bouclier protecteur est un nouveau type de procédure dans lequel le débiteur, si sa liquidité n'est pas encore altérée, bénéficie d'un délai de 3 mois pour élaborer un plan de restructuration en tant que débiteur non dessaisi, sous la supervision d'un superviseur désigné par le tribunal, éventuellement sur suggestion du débiteur.

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Procédures préliminaires</p> <p>Procédure de bouclier protecteur / Procédure préliminaire DIP : La direction reste en place mais sous la supervision d'un superviseur préliminaire désigné par le tribunal (sur proposition du débiteur/ comité préliminaire des créanciers)</p> <p>Procédure préliminaire normale : En général, la direction reste en place, mais toutes les décisions sont soumises à l'approbation d'un administrateur préliminaire désigné par le tribunal (sur proposition d'un comité préliminaire des créanciers)</p> <p>Procédures centrales</p> <p>Procédure de plan d'insolvabilité : dépend si elle est menée par le DIP ou l'administrateur (cf. plus bas)</p> <p>Procédure DIP : la direction reste en place mais sous la surveillance d'un superviseur désigné par le tribunal</p> <p>Une fois que la procédure principale est instituée comme procédure DIP, le conseil de surveillance, l'assemblée des actionnaires ou des organes comparables n'ont plus aucune influence sur la gestion du débiteur. Le retrait et la désignation de nouveaux membres du directoire n'auront d'effet que si le superviseur désigné par le tribunal y consent. Ce consentement doit être donné si la mesure ne désavantage pas les créanciers. Dans la pratique, cela signifie souvent que ce consentement n'est généralement pas donné. Tout ceci s'applique aussi déjà mutatis mutandis aux procédures de bouclier protecteur / préliminaire DIP.</p> <p>Procédure d'insolvabilité normale : Un administrateur désigné par le tribunal reprend les pouvoirs de direction</p>	<p>Procédures préliminaires : Pas de suspension automatique mais le tribunal ordonne généralement la suspension. Le tribunal peut aussi suspendre l'exécution des droits de séparation</p> <p>Procédures centrales : Suspension automatique au commencement de la procédure centrale</p>	<p>Vente « pre-pack » non disponible⁸⁴</p> <p>On peut obtenir des résultats similaires par une planification soignée, qui dépend de la coopération du tribunal compétent</p> <p>Un débiteur a la faculté de présenter un plan de sauvegarde accéléré. Il est préférable que l'application fasse l'objet d'une requête visant à instituer une Procédure de bouclier protecteur. Ces ventes planifiées n'interviennent généralement qu'à l'ouverture de la procédure d'insolvabilité sur le patrimoine du débiteur et seulement avec l'accord de l'administrateur d'insolvabilité (ou du débiteur non dessaisi).</p>	<p>L'administrateur d'insolvabilité/superviseur peut contester certaines opérations antérieures à la requête si elles étaient préjudiciables aux créanciers. La période de récupération standard est de trois mois maximum avant la demande d'ouverture de la procédure d'insolvabilité.</p> <p>En particulier, une action en annulation des remboursements d'un prêt d'actionnaire peut être instituée dans un délai d'un an avant le commencement de la procédure centrale.</p> <p>») soit des situations où le débiteur a effectué des paiements dans l'intention de désavantager l'ensemble de ses créanciers et où l'autre partie avait connaissance de l'intention du débiteur, la période de récupération est de 10 ans avant la demande d'ouverture de la procédure d'insolvabilité.</p> <p>Dans le cas de Libéralités (« <i>Schenkungsanfechtung</i> »), la période de récupération est de 4 ans.</p>	<p>Pas de financement de rang super-prioritaire après demande/ financement DIP disponible</p> <p>L'administrateur/ le DIP peut toutefois mobiliser de nouveaux fonds ayant rang de créance liée à la procédure d'administration judiciaire et/ ou garantis par des actifs non grevés (pendant la Procédure préliminaire, sous réserve de l'autorisation préalable du tribunal)</p>	<p>Droits d'annulation de contrat disponibles en principe après le commencement de la Procédure centrale</p> <p>Les clauses ipso facto risquent cependant d'être nulles si elles sont soumises à la condition du dépôt d'une demande d'ouverture (ou à la condition de l'ouverture) d'une procédure d'insolvabilité. Les autres clauses d'annulation fondées sur d'autres circonstances que l'insolvabilité peuvent toutefois rester valides.</p> <p>En outre, les baux aux termes desquels le débiteur est le locataire ne peuvent pas être résiliés par le loueur pour défaut de paiement de loyer exigible avant la demande d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité ou pour détérioration des actifs du débiteur</p>	<p>Le ministère de la Justice allemand a publié en janvier 2013 une consultation sur l'insolvabilité de groupes de sociétés. Un projet de loi correspondant, daté du 30 janvier 2014, est actuellement en débat au Bundestag</p> <p>En outre, un projet de réforme des dispositions d'annulation d'opérations est en discussion par la législature allemande, aux termes duquel il est envisagé de limiter les possibilités d'annulation d'opérations.</p>

84 En raison de l'absence de vente de type « pre-pack » à l'allemande, il existe des exemples de sociétés allemandes ayant opté pour un dispositif « pre-pack » britannique. On citera par exemple Re Christophorus 3 Limited [2014], dans lequel le groupe automobile allemand ATU a mis en place une restructuration par le biais d'un placement sous administration et d'une vente « pre-pack » britanniques. Bien que le groupe n'ait pratiquement aucun lien avec le Royaume-Uni, il a constitué une société anglaise pour que celle-ci rachète les actifs du Groupe et obtienne une ordonnance de placement sous administration judiciaire au Royaume-Uni, ce qui lui a permis de vendre ses actifs à une nouvelle structure du groupe.

Italie

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité</p> <p>i.) <i>Demande de mesure provisoire de concordato (concordato con riserva)</i></p> <p>ii.) Règlement avec les créanciers supervisé par le tribunal (<i>concordato preventivo</i>)</p> <p>iii.) Accord de restructuration de la dette (<i>accordi di ristrutturazione dei debiti</i>)</p> <p>iii.) Plan de restructuration amiable certifié (<i>piani di risanamento attestati</i>)</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>v.) Administration extraordinaire (<i>Procedura Prodiabis</i>)⁸⁵</p> <p>vi.) Administration extraordinaire pour grandes sociétés insolubles⁸⁷ (Procédure Marzano)</p> <p>vii.) Procédure de faillite (<i>fallimento</i>)⁸⁸</p> <p>viii.) Concordat avec les créanciers après faillite</p>	<p>Plusieurs réformes ont été promulguées depuis 2003, les plus récentes étant :</p> <p>Décret-loi n° 83 du 22 juin 2012.</p> <p>Décret-loi n° 69 du 21 juin 2013.</p> <p>Décret-loi n° 145 du 23 décembre 2013.</p> <p>Décret-loi n° 144 du 24 juin 2014.</p> <p>Décret-loi n° 83/2015 du 27 juin 2015.</p>	<p>Aucune limite de temps n'est prescrite, mais il existe un risque de voir la responsabilité des membres du conseil d'administration engagée en cas de dépôt tardif</p>	<p>Règlement avec les créanciers : oui – si le plan de concordat comprend une offre d'un tiers concernant la vente de tout ou partie des actifs du débiteur, un processus concurrentiel sera mis en place (« Concordato Preventivo »).</p> <p>En outre, si le plan n'entraîne pas le paiement (i) d'au moins 30 % du montant total de la dette non garantie en cas de plans de concordat sur la base de la continuité d'exploitation ou (ii) au moins 40 % des créances non garanties si le plan ne se fonde pas sur la continuité d'exploitation, un ou plusieurs créanciers représentant au moins 10 % des créanciers peuvent présenter une proposition et un plan de concordat concurrents.</p> <p>Accord de restructuration de la dette : non, seul le débiteur peut proposer un accord de restructuration de la dette</p> <p>Plan de restructuration certifié : le plan est préparé par le débiteur</p> <p>Administration extraordinaire : une procédure d'administration extraordinaire peut être instituée par un créancier (contrairement à la procédure d'administration extraordinaire des grandes entreprises, qui ne le peut pas)</p> <p>Concordat avec les créanciers après faillite : une fois l'insolvabilité déclarée et la procédure pertinente instituée, les créanciers ou des tiers peuvent déposer une proposition de concordat auprès du tribunal, dans le but de conclure la procédure d'insolvabilité par une restructuration consensuelle avec les créanciers</p>	<p>Règlement avec les créanciers : il peut être utilisé pour forcer l'acceptation des détenteurs de créances garanties et non garanties (nécessite l'approbation de plus de 50 % des créanciers (en valeur nominale des créances) et de la majorité des catégories de créanciers)</p> <p>Seuls les créanciers affectés par le plan de règlement ont le droit de voter</p> <p>Un expert désigné par le tribunal évalue la viabilité (mais pas l'équité) du plan de règlement pour les créanciers ou catégories de créanciers</p> <p>Accord de restructuration de la dette : lorsque plus de 50 % des dettes d'un débiteur sont dues à une banque ou à un autre type de créancier financier, le débiteur peut chercher à imposer l'accord de restructuration de la dette aux créanciers dissidents ou passifs. Diverses conditions sont applicables : (i) les créanciers financiers qui ont approuvé l'accord de restructuration de la dette doivent représenter au moins 75 % de l'endettement relevant de cette catégorie (ii) la situation juridique et les intérêts économiques des créanciers financiers ayant approuvé l'accord de restructuration de la dette doivent être de la même nature <i>que ceux des créanciers dissidents (c'est-à-dire que tous les créanciers financiers relèvent de la même catégorie)</i> (iii) le plan doit représenter la « meilleure option » pour les créanciers dissidents et comporter des modalités au moins égales à celles de toute alternative applicable de manière réaliste (iv) le tribunal doit valider le plan et (v) les droits des créanciers non financiers ne doivent pas être affectés.</p> <p>Plan de restructuration certifié : non – il s'agit d'une procédure extrajudiciaire</p> <p>Administration extraordinaire : non, à moins qu'elle ne passe par un règlement avec les créanciers</p>	<p>Règlement avec les créanciers : si la proposition de règlement approuvée n'est pas exécutée par le débiteur, le tribunal peut désigner un administrateur judiciaire auquel sera conféré le pouvoir d'exécuter la proposition. Si la proposition de règlement comprend une augmentation du capital social du débiteur nécessitant le consentement de ses actionnaires, le tribunal pourra conférer à l'administrateur judiciaire le pouvoir de convoquer une assemblée des actionnaires et d'exercer les droits de vote de tout actionnaire dissident lors de cette assemblée pour augmenter le capital social du débiteur.</p>	S/O

85 Le dispositif de placement sous administration extraordinaire est prévu par le droit italien de l'insolvabilité pour les grandes sociétés ayant employé au moins 200 salariés l'année précédente (y compris ceux visés par le plan social). Le total des dettes de la société doit être d'au moins les deux tiers de l'actif du bilan et du bénéfice dérivé des ventes et des prestations de services de l'exercice précédent. Lorsqu'une société soumise à une procédure d'administration extraordinaire fait partie d'un groupe de sociétés, la procédure s'étend aux autres sociétés insolubles du groupe.

86 Dans le droit italien de l'insolvabilité, le dispositif d'administration extraordinaire des grandes entreprises ne concerne que les sociétés insolubles ayant employé au moins 500 salariés l'année précédente et dont le total des dettes s'élève à 300 millions d'euros. Si la société objet de la procédure fait partie d'un groupe de sociétés, le commissaire extraordinaire peut demander au ministre du développement économique d'admettre l'inclusion à la procédure d'autres sociétés insolubles du groupe en soumettant la demande d'insolvabilité au tribunal compétent.

87 Les procédures résultant d'une faillite sont la procédure d'insolvabilité, les arrangements avec les créanciers et la liquidation (pour les entités d'intérêt public qui ne sont pas autorisées à faire faillite).

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Règlement avec les créanciers : la direction reste en place mais placée sous le contrôle du commissaire judiciaire. Les opérations extraordinaires doivent être approuvées par le tribunal</p> <p>Accord de restructuration de la dette : la direction reste en place</p> <p>Plan de restructuration certifié : la direction reste en place puisqu'il s'agit d'une procédure de restructuration extrajudiciaire</p> <p>Administration extraordinaire : les pouvoirs du conseil d'administration sont suspendus et attribués à un ou trois commissaires extraordinaires désignés par le ministère du Développement économique ou par le tribunal</p> <p>Faillite : le contrôle de la société est transféré à l'administrateur judiciaire. Le consentement du comité des créanciers est requis pour les opérations extraordinaires</p>	<p>Demande de mesure provisoire pour Concordato : suspension automatique à compter de la date de dépôt et pendant une période pouvant atteindre 180 jours (selon décision du tribunal), le débiteur devant soit déposer un Accord de restructuration de la dette, soit un Règlement avec les créanciers. Toute hypothèque judiciaire des biens du débiteur accordée au cours des 90 jours précédant le dépôt de la demande est nulle</p> <p>Règlement avec les créanciers : suspension automatique à partir de la date de dépôt et pendant toute la durée de la procédure (jusqu'à 9 mois au maximum). Toute hypothèque judiciaire des biens du débiteur accordée au cours des 90 jours précédant le dépôt de la demande est nulle</p> <p>Accord de restructuration de la dette : suspension automatique de 60 jours des actions des créanciers à partir de la date de publication de l'accord de restructuration au Registre des sociétés. La suspension peut également être anticipée avec l'approbation du tribunal pendant une période de 60 jours avant la conclusion de l'accord, en plus de la période de 60 jours suivant sa publication (la période de suspension étant alors de 120 jours au total)</p> <p>Plan de restructuration certifié : pas de moratoire formel, mais un délai suspensif contractuel est couramment convenu avec les créanciers</p> <p>Administration extraordinaire : suspension automatique des actions des créanciers et de l'exécution des sûretés</p> <p>Faillite : suspension automatique des actions des créanciers et de l'exécution des sûretés</p>	<p>Les Accords de restructuration de la dette et les Règlements avec les créanciers supervisés par le tribunal (qu'ils soient ou non précédés d'une Demande de mesure provisoire de <i>Concordato</i>) sont des instruments qui se prêtent aux plans de restructuration de type « pre-pack » et convenus à l'avance</p>	<p>Faillite : l'administrateur judiciaire peut contester certaines opérations antérieures à la requête dans le cadre de certaines périodes de durcissement et sous réserve de certaines limites dans le temps.</p> <p>Les paiements effectués et les garanties accordées par le débiteur dans le cadre d'un Règlement avec les créanciers, d'un Accord de restructuration de la dette ou d'un Plan de restructuration certifié ne sont pas soumis à des dispositions de récupération</p> <p>Dans le cadre de procédures préalables à l'insolvabilité, le tribunal peut prononcer des ordonnances visant à protéger certaines opérations du risque de récupération</p> <p>Administration extraordinaire pour grandes sociétés : les pouvoirs du commissaire sont les mêmes que ceux de l'administrateur judiciaire pendant la procédure de faillite</p> <p>Procédure d'administration extraordinaire : le commissaire ne peut procéder qu'à la récupération des opérations approuvées dans le cadre d'un programme de liquidation approuvé par le ministère, mais pas si un plan de restructuration est en place</p> <p>L'administrateur d'insolvabilité/superviseur peut contester certaines opérations antérieures à la requête si elles étaient préjudiciables aux créanciers.</p> <p>En particulier, une action en annulation des remboursements d'un prêt d'actionnaire peut être instituée dans un délai d'un an avant le commencement de la procédure centrale</p>	<p>Un débiteur sous Concordato Preventivo ou Accord de restructuration de la dette peut solliciter du tribunal l'autorisation de recevoir un financement provisoire, les arrangements de financement en question pouvant bénéficier d'un statut prioritaire, si un expert désigné par le débiteur atteste que l'obtention de ce financement est dans l'intérêt des créanciers.</p> <p>En outre, un débiteur sous Concordato Preventivo ou Accord de restructuration de la dette peut solliciter du tribunal l'autorisation de recevoir un financement provisoire ou de continuer à utiliser les crédits de mobilisation des créances commerciales existants lorsque ces arrangements de financement peuvent bénéficier d'un statut prioritaire.</p> <p>Le tribunal peut autoriser ces arrangements de financement sans certification préalable par un expert sous réserve de consultation avec les principaux créanciers du débiteur et à condition que le débiteur confirme ce qui suit : (i) le financement est nécessaire pour répondre à des besoins d'exploitation urgents (ii) l'objet envisagé pour le financement et le fait qu'il n'est pas parvenu à obtenir un autre financement et (iii) le fait que l'échec à obtenir ce financement pourrait causer à l'entreprise un préjudice irréparable et imminent.</p>	<p>Procédures préalables à l'insolvabilité :</p> <p>Les clauses contractuelles stipulant que la faillite constitue un motif de résiliation ne sont nulles qu'en cas de Règlement avec les créanciers prévoyant le maintien de l'entreprise suivant le principe de la continuité d'exploitation</p> <p>Aucune restriction à l'exécution de clauses similaires dans l'Accord de restructuration de la dette et le Plan de restructuration certifié par le tribunal</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>Les clauses contractuelles stipulant que la faillite constitue un motif de résiliation sont nulles</p>	

Espagne

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité</p> <p>i.) Accord de paiement extrajudiciaire⁸⁸</p> <p>ii.) Accords de refinancement protégés⁸⁹</p> <p>iii.) Régime espagnol d'arrangement des créances financières (<i>homologación judicial</i>). Également protégé contre la récupération</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>iv.) Procédure d'insolvabilité (<i>concurso</i>). La procédure aura soit pour objectif la restructuration (par arrangement avec les créanciers appuyé par un plan de viabilité), soit la liquidation (auquel cas la vente de l'entreprise selon le principe de la continuité d'exploitation est également possible)</p>	<p>Loi 9/2015 du 25 mai 2015 (entrée en vigueur le 27 mai 2015). Elle valide formellement le décret-loi royal RDL 11/2014, qui clarifie certains aspects des réformes de 2014</p> <p>RDL 11/2014⁹¹ (entré en vigueur le 7 septembre 2014). Il étend et rend applicables les principes fondateurs des accords de refinancement aux arrangements facultatifs avec les créanciers dans le contexte des procédures d'insolvabilité. Il introduit également de nouvelles dispositions concernant la cession d'unités fonctionnelles dans le cadre du <i>concurso</i>.</p> <p>Loi 17/2014 (entrée en vigueur le 2 octobre 2014). Elle incorpore le contenu relatif à la Loi sur l'insolvabilité des derniers RDL avec certaines modifications mineures</p>	<p>Obligation de dépôt dans les 2 mois après que la société a pris connaissance ou aurait dû prendre connaissance de son insolvabilité (flux de trésorerie seulement ; le concept d'insolvabilité sur la base du bilan n'existe pas en Espagne)</p> <p>Une société insolvable peut solliciter du tribunal un délai supplémentaire de 3 mois pour négocier un règlement ou un refinancement plus un mois supplémentaire pour déclarer son insolvabilité</p> <p>En cas d'insolvabilité imminente, il n'y a pas d'obligation de déclaration, mais le débiteur peut décider de la faire</p>	<p>Tout créancier a la faculté de proposer un plan de restructuration lors de la négociation d'un accord de refinancement</p> <p>Un créancier financier qui soutient un concordat de droit espagnol peut solliciter son homologation</p> <p>Dans le cadre du <i>concurso</i>, les créanciers détenant plus de 20 % du total des obligations peuvent présenter une proposition de plan de restructuration</p>	<p>Accords de refinancement protégés : l'approbation des créanciers représentant au moins 60 % des obligations affectées par l'accord est requise⁹². Il n'est pas nécessaire de le soumettre à l'approbation du tribunal</p> <p>Le dispositif de concordat de droit espagnol relatif aux créances financières, qui doit être approuvé par des créanciers représentant au moins 51 % des obligations financières, peut être utilisé pour imposer l'adhésion des détenteurs de créances garanties et non garanties. Les majorités requises dépendent du type de créances concernées (garanties ou non) et des modalités du plan⁹³. L'homologation par le tribunal est nécessaire pour que l'adhésion forcée soit effective</p> <p>Les créanciers peuvent contester un concordat de droit espagnol approuvé par le tribunal en faisant valoir un argument de « sacrifice disproportionné »⁹⁴</p> <p>Accord des créanciers dans le cadre de la procédure d'insolvabilité : la Règle de priorité absolue ne s'applique pas. a) l'acceptation des créanciers représentant au moins 50 % des obligations ordinaires est requise pour les mesures non onéreuses (abandons de moins de 50 % ou reports de moins de 5 ans) ; b) l'acceptation d'une proportion des obligations supérieure à celles qui ont voté contre la proposition sera suffisante pour les propositions moins agressives de paiement intégral sous 3 ans ou de paiement immédiat avec abandon de moins de 20 % des créances ; c) l'acceptation des créanciers représentant au moins 65 % des obligations ordinaires est requise pour les mesures plus onéreuses (abandon de créances plus important, conversion en actions, etc.)</p> <p>L'imposition de l'adhésion des créanciers détenteurs d'un privilège et de ceux qui détiennent des créances garanties est également envisagée, sous conditions de majorité qualifiée</p> <p>L'adhésion forcée des créanciers ne sera toutefois efficace que si le tribunal approuve l'Accord des créanciers</p>	<p>Procédures préalables à l'insolvabilité : Non. Un plan prévoyant un échange de dette contre fonds propres doit être approuvé par une résolution de l'assemblée des actionnaires. Toutefois, si des actionnaires ou des administrateurs refusent la capitalisation sans raison, leur responsabilité pourrait être engagée dans la procédure d'insolvabilité qui s'ensuivrait⁹⁵</p> <p>Procédure d'insolvabilité : les actionnaires sont affectés par l'Accord des créanciers approuvé par le tribunal, le consentement des actionnaires étant toutefois requis pour tout échange de dette contre fonds propres</p> <p>Le débiteur possède un droit de veto sur tout plan proposé (même s'il est accepté par les créanciers). Le débiteur peut préférer la liquidation et, s'il opte pour celle-ci, aucune proposition ne doit être approuvée par le tribunal</p>	<p>S/O. Les détenteurs de créances subordonnées ont le droit de voter un accord de refinancement même s'ils sont perdants (« out-of-the-money ») dans celui-ci⁹⁶</p>

88 Un accord extrajudiciaire sur des paiements peut être conclu en vertu du droit espagnol en matière d'insolvabilité par (i) un entrepreneur (personne physique) en situation d'insolvabilité technique avérée ou imminente, dont les dettes sont inférieures à 5 millions d'euros et (ii) une personne morale en situation d'insolvabilité technique ayant moins de 50 créanciers ou un montant d'actif ou de passif inférieur à 5 million d'euros, à condition que les frais afférents à l'accord puissent être couverts et que les actifs et revenus attendus suffisent à assurer la viabilité de l'accord. Un médiateur est désigné et le plan de paiement doit obtenir le consentement de créanciers détenant au moins 60 % des obligations affectées par l'accord. En cas de désaccord ou de violation des modalités de l'accord, une procédure d'insolvabilité sera alors déclarée afin de procéder à la liquidation directe des actifs. De ce fait, il est très rare d'utiliser un Accord de paiement extrajudiciaire.

89 En droit espagnol, il existe deux types d'accords de refinancement protégés contre le risque de récupération : (i) un accord de refinancement collectif, conclu par des créanciers représentant au moins 60 % des obligations existantes et élaboré en réponse à un plan de viabilité ; et (ii) un accord de refinancement individuel « refuge » qui n'est pas soutenu par la majorité des créanciers mais qui peut, si certains critères sont remplis (prouvant que l'accord de refinancement améliore clairement la situation financière du débiteur), être protégé contre le risque de récupération.

90 Un élément essentiel du décret-loi RDL 11/14 est l'introduction d'une nouvelle section 3 dans l'article 90 de la Loi 22/2003 (la loi espagnole sur l'insolvabilité), qui dispose que les créances garanties ne sont assorties d'un privilège spécial qu'à hauteur de la valeur de la garantie. Dans ce cadre, la valeur de la garantie est comprise comme constituant 90 % de la « juste valeur », minorée de tout droit prioritaire sur le même actif. Les critères d'évaluation sont définis de manière à déterminer ce qu'il convient de considérer comme la « juste valeur » de l'actif garanti, selon le type d'actif.

91 En ce qui concerne les prêts syndiqués, si les prêteurs représentant au moins 75 % du principal non remboursé (ou un pourcentage inférieur si le contrat de prêt le stipule) approuvent l'accord de refinancement, il sera considéré que 100 % des prêteurs l'ont approuvé (pour les besoins du calcul des 60 % des obligations non remboursées requis).

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité : la direction reste en place</p> <p>Procédure d'insolvabilité : règle générale : la direction reste en place sous la surveillance du mandataire judiciaire désigné par le tribunal</p> <p>La direction est remplacée par le mandataire judiciaire si la procédure d'insolvabilité est instituée par un créancier, lorsque le tribunal le juge approprié ou dès lors que la phase de liquidation est ouverte</p>	<p>Procédures préalables à l'insolvabilité : Dès la communication au tribunal du début des négociations dans un scénario préalable à une insolvabilité, les mesures d'exécution contre certains actifs du débiteur sont suspendues pour une période de 4 mois au maximum. Les dettes publiques ne sont pas affectées par cette suspension</p> <p>Régime de droit espagnol : une fois l'accord conclu et déposé au tribunal afin d'obtenir son homologation, les procédures d'exécution uniques sont suspendues par le tribunal jusqu'à ce que l'homologation soit prononcée</p> <p>Procédure d'insolvabilité : une fois que l'ordonnance d'insolvabilité est prononcée, la règle générale est que les actions en exécution contre le débiteur sont suspendues</p> <p>En ce qui concerne les détenteurs de créances garanties, seules les actions en exécution portant sur certains actifs du débiteur (comme les actifs considérés comme nécessaires à la continuité de l'activité du débiteur) font l'objet d'une suspension temporaire. L'exécution d'une garantie financière n'est pas suspendue du fait de l'insolvabilité du constituant de la garantie.</p>	<p>Il est possible de vendre l'unité fonctionnelle par vente aux enchères ou vente directe (si le mandataire judiciaire estime que c'est dans l'intérêt du débiteur insolvable)</p> <p>Contrairement à la vente « pre-pack » de type américain, la vente directe ou aux enchères d'une unité fonctionnelle (avant liquidation) nécessite la sanction du tribunal. Le consentement de 75 % des détenteurs de créances garanties pertinents peut également être requis si le prix à recevoir au titre des actifs garantis inclus dans l'unité de production est inférieur à la valeur de la garantie</p>	<p>Un mandataire judiciaire peut contester toute opération antérieure à l'insolvabilité si elle est intervenue au cours des 2 années précédentes et a causé des dommages aux avoirs du débiteur</p> <p>La Loi sur l'insolvabilité comprend certaines présomptions d'actes réputés préjudiciaires aux avoirs de la société insolvable</p> <p>En outre, il est possible d'annuler les actes et contrats conclus par le débiteur au cours des 4 années précédentes en cas de fraude des créanciers</p> <p>Un Accord de refinancement qui satisfait les exigences de la législation ne risque pas de récupération ⁹⁷</p>	<p>Règle générale : les nouveaux fonds fournis par le moyen d'un accord de refinancement sont considérés à hauteur de 50 % comme ayant rang privilégié (par rapport aux créances ordinaires) et de 50 % comme des créances « après dépôt de la demande » (créances sur les avoirs)</p> <p>Toutefois, 100 % des nouveaux fonds mobilisés dans le cadre d'accords de refinancement avant octobre 2016 peuvent, dans certaines circonstances, se voir accorder le statut de créance postérieure à l'ordonnance d'insolvabilité (même s'ils sont fournis par une partie jouissant d'un lien spécial) si une procédure d'insolvabilité est ouverte dans les 2 ans qui suivent</p> <p>À l'expiration du délai de deux ans, la règle générale sera à nouveau applicable</p>	<p>La législation espagnole sur l'insolvabilité ne reconnaît pas les clauses contractuelles permettant la résiliation d'un contrat au seul motif qu'une ordonnance d'insolvabilité a été prononcée concernant l'une des parties (sauf dans le cas des accords de garantie financière régis par le décret-loi RDL 5/2005)</p> <p>Un créancier peut toutefois demander la résiliation de contrats dans le cadre duquel subsistent des obligations réciproques en cas de manquement au contrat par le débiteur</p>	

92 Schématiquement, l'imposition de l'adhésion des créanciers ordinaires non garantis nécessite : (a) son approbation par des créanciers détenant 60 % des obligations financières pour les mesures non onéreuses (par ex. reports jusqu'à 5 ans) ; (b) son approbation par des créanciers détenant 75 % des obligations financières pour les mesures plus onéreuses, comme les abandons, etc. Le régime relatif à l'homologation/adhésion forcée des créanciers garantis est le suivant : (a) pour les créances à concurrence de la valeur de la garantie, l'approbation de créanciers détenant 65 % des obligations financières pour les mesures non onéreuses (par ex. reports jusqu'à 5 ans) et l'approbation de créanciers détenant 80 % des obligations financières pour les mesures plus onéreuses, par ex. abandons, etc., et (b) pour le montant de la dette garantie non couvert par la valeur de la garantie, les mêmes majorités que celles qui s'appliquent aux détenteurs de créances non garanties.

93 La notion de « sacrifice disproportionné » n'est pas définie dans le droit espagnol et les tribunaux n'ont pas élaboré de lignes directrices à cet égard. Les tribunaux espagnols n'ont à ce jour admis les contestations sur ce motif que dans un nombre de cas très limité. En outre, toute contestation potentielle d'une résolution validant un accord de refinancement est entendue par le même tribunal que celui qui a entériné la résolution (pas par un tribunal de niveau supérieur).

94 Afin d'éviter que les débiteurs n'entravent de manière déraisonnable la conclusion d'accords prévoyant l'échange de dette contre fonds propres, une nouvelle présomption de faute grave et délibérée ou de faute de la part du débiteur ou de ses représentants légaux, administrateurs ou liquidateurs, ayant généré ou aggravé l'insolvabilité technique du débiteur, a été ajoutée lorsqu'ils s'opposent à un accord de refinancement et qu'une ordonnance d'insolvabilité est prononcée ultérieurement contre le débiteur (et, ce qui est plus important, cette présomption peut s'appliquer même aux actionnaires ou membres si c'est leur vote négatif lors de l'assemblée des actionnaires de la société qui a empêché l'échange de dette contre fonds propres).

95 Il convient de remarquer toutefois qu'en matière de procédure formelle devant les tribunaux espagnols, les détenteurs de créances subordonnées ne disposent pas formellement de droits de vote.

96 Cf. note de bas de page 90. Le dispositif de concordat de droit espagnol peut également résister à une récupération dès lors que le concordat est approuvé par le tribunal.

Pays-Bas

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité</p> <p>i.) Offre de concordat informel hors procédure d'insolvabilité⁹⁸</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>ii.) Concordat proposé dans le cadre de la faillite</p> <p>iii.) Faillite (faillissement)</p> <p>iv.) Suspension de paiement⁹⁹ (surséance van betaling)</p>	<p>Des propositions de loi ont été diffusées aux fins de consultation et la législation envisagée devrait entrer en vigueur en 2016</p>	<p>Aucune limite de temps n'est prescrite, mais il existe un risque de voir la responsabilité des membres du conseil d'administration engagée</p>	<p>Non, mais les propositions de loi actuelles comprennent un plan de restructuration présenté par les créanciers, à condition que la société ne prenne pas elle-même l'initiative de proposer un plan de restructuration¹⁰⁰</p>	<p>Concordat informel hors procédure d'insolvabilité : non (sauf circonstances très exceptionnelles)</p> <p>Concordat proposé dans le cadre de la faillite : oui, mais elle ne sera contraignante que pour les créanciers ordinaires (qui ne détiennent pas de garantie ou créanciers prioritaires sans leur consentement). Nécessite une majorité en nombre et en valeur¹⁰¹</p> <p>Des propositions de législation ont été diffusées qui comprennent une clause d'imposition forcée aux créanciers d'une certaine catégorie ou à toute une catégorie de créanciers, à condition que les créanciers ne votent pas en faveur d'une proposition de restructuration sur la base de critères impropres</p>	<p>Non</p> <p>Des propositions de législation ont été diffusées qui permettent de limiter les droits des actionnaires et d'imposer un échange de dette contre fonds propres</p>	<p>Pas de méthode d'évaluation prescrite</p> <p>Le projet de loi ne comprend aucune disposition particulière relative au type de preuve d'évaluation ou aux méthodes d'évaluation</p>

97 Un concordat informel hors procédure d'insolvabilité est un accord entre la société et ses créanciers qui prévoit un paiement partiel en règlement définitif des créances des créanciers. La société est libre d'en négocier les modalités avec ses créanciers, mais n'a le droit de proposer qu'un seul plan. Une fois celui-ci convenu et approuvé par le tribunal, la société évite la liquidation et ses dettes sont apurées. Seules les parties à l'accord sont liées par ses termes.

98 Dans le cadre d'une suspension de paiement, le débiteur bénéficie d'une protection temporaire contre ses créanciers non garantis et tout créancier auquel des droits de sûreté ont été accordés ultérieurement. Cette période peut durer jusqu'à un an et demi et peut être prolongée ; pendant ce temps, l'entreprise est dirigée conjointement par la société et l'administrateur adopté.

99 Un exemple notable d'utilisation d'un concordat de droit anglais pour la restructuration d'une société néerlandaise est la restructuration de Magyar Telecom B.V. (2014), dans laquelle un concordat de droit anglais a été utilisé pour conclure un compromis sur des billets régis par le droit de New York et émis par une société constituée aux Pays-Bas. Magyar a lancé un train de mesures (ouverture d'un bureau au Royaume-Uni, avis aux créanciers, réunions de négociation avec ses créanciers à Londres, désignation d'administrateurs domiciliés au Royaume-Uni) afin de s'assurer que le centre des intérêts principaux du groupe soit déplacé des Pays-Bas au Royaume-Uni. Les autres ressorts pertinents (Pays-Bas, Hongrie et États-Unis) n'offraient pas d'alternatives intéressantes au dispositif anglais pour la mise en œuvre de la transaction. La tendance à utiliser un concordat de droit anglais pour restructurer des obligations à haut rendement relevant du droit de NY émises par des groupes européens s'est maintenue, par ex. dans le cas de Zlomrex International Finance S.A. (2014).

100 Si la majorité requise ne vote pas en faveur du plan, le juge-commissaire peut, si la requête lui en est présentée, approuver le plan si au moins 75 % des créanciers ordinaires présents votent en faveur de ce plan, à condition que le rejet de la proposition soit dû à un ou plusieurs créanciers qui ne pouvaient pas raisonnablement participer au vote sur le plan.

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Offre de concordat informel hors procédure d'insolvabilité : pas d'implication du tribunal – la direction reste en place</p> <p>Suspension de paiement : la direction reste en place, supervisée par un administrateur désigné par le tribunal et par un juge-commissaire. L'approbation de l'administrateur est requise pour contraindre la société et disposer des actifs</p> <p>Faillite : la direction est révoquée par un syndic de faillite désigné par le tribunal, qui agit sous la supervision du juge-commissaire</p>	<p>Suspension de paiement : suspension limitée (qui n'empêche pas l'institution d'une procédure par les créanciers) à moins que le tribunal n'ordonne un délai de réflexion</p> <p>Faillite : dès la désignation du syndic de faillite, toutes les actions et créances des créanciers sont automatiquement suspendues</p> <p>En cas de faillite comme en cas de suspension de paiement, le tribunal peut, pendant une période de 2 mois qui peut être prolongée de 2 mois supplémentaires, ordonner une suspension générale de toutes les actions des créanciers</p>	<p>Un certain nombre de restructurations réussies de type « pre-pack » ont eu lieu aux Pays-Bas récemment, bien que cette formule n'ait pas de fondement légal¹⁰²</p> <p>En général, cette procédure est mise en œuvre par la désignation, par les tribunaux néerlandais, d'un « fiduciaire silencieux » qui peut participer aux négociations avec les parties prenantes concernées</p>	<p>Sous réserve de la satisfaction de certaines conditions, le syndic de faillite peut annuler des opérations antérieures à la faillite préjudiciables aux créanciers du débiteur failli</p>	<p>Le financement du DIP n'est pas possible</p> <p>Cependant, en matière de faillite, si des prêts ou crédits sont obtenus par le syndic de faillite, ils ont rang de créances sur les avoirs et une garantie peut être accordée sur les actifs non grevés afin d'en assurer le remboursement</p> <p>En matière de suspension de paiement, si la direction obtient des prêts ou crédits avec l'approbation de l'administrateur, ceux-ci ont rang de créances sur les avoirs et une garantie peut être accordée sur les actifs non grevés afin d'en assurer le remboursement</p>	<p>Les clauses contractuelles qui prévoient que la faillite constitue un motif de résiliation sont valides, sauf en ce qui concerne la fourniture de certains services aux collectivités</p>	<p>Le projet de loi devrait entrer en application en 2016. Fondé sur le concordat anglais et la procédure américaine définie dans le Chapitre 11, il introduira un cadre permettant aux sociétés et aux créanciers d'empêcher que des créanciers minoritaires fassent obstruction et contraignent la société à consentir un concordat dans le cadre d'une faillite ou une suspension de paiement</p> <p>Un mécanisme flexible est envisagé, qui permettra aux créanciers ou à la société de proposer un concordat sur mesure s'ils (i) ont établi que l'entreprise se dirige vers la faillite et (ii) ont offert à la société la possibilité de proposer elle-même un concordat</p> <p>Les nouvelles propositions du ministère de la Justice comprennent (i) une version néerlandaise de la procédure « pre-pack » et un cadre juridique pour la désignation d'administrateurs silencieux ; (ii) une imposition de l'adhésion des créanciers d'une catégorie donnée ou d'une catégorie entière de créanciers et (iii) la restriction des droits des actionnaires et l'imposition d'un échange de dette contre fonds propres dans le cadre de la procédure de restructuration</p>

101 Par exemple, en juillet 2014, le fournisseur néerlandais de garde d'enfants Estro a fait faillite et une procédure de faillite « pre-pack » de droit néerlandais a été suivie. À l'heure actuelle, tous les tribunaux néerlandais à l'exception de deux sont habitués à approuver la désignation d'« administrateurs silencieux » pour procéder à une vente « pre-pack » de droit néerlandais.

Luxembourg

Procédures d'insolvabilité et de restructuration d'entreprises	Réformes législatives récentes ?	Délais de dépôt	Les créanciers ont-ils la faculté de proposer un plan de restructuration ?	Acceptation forcée des créanciers approuvée par le tribunal ?	Acceptation forcée des actionnaires approuvée par le tribunal ?	Méthode d'évaluation aux fins de détermination du droit des créanciers à voter un plan de restructuration approuvé par le tribunal
<p>Procédures préalables à l'insolvabilité</p> <p>i.) Concordat préventif de faillite</p> <p>ii.) Sursis de paiement</p> <p>iii.) Procédure de gestion contrôlée</p> <p>Procédures postérieures à l'insolvabilité</p> <p>iv.) Procédure de faillite</p> <p>v.) Liquidation judiciaire</p>	Non	Obligation de déclarer dans le mois suivant la cessation de paiements	Non	<p>Concordat préventif de faillite : l'approbation de la majorité des créanciers représentant au moins 75 % de la valeur des créances est requise pour approuver le concordat</p> <p>Avant d'approuver le concordat, le tribunal analyse si la proposition de concordat est dans l'intérêt du public et des créanciers. En outre, le débiteur doit être considéré comme un débiteur malheureux et de bonne foi</p> <p>La loi qui régit la procédure de concordat date de 1886 et cette procédure est rarement utilisée.</p> <p>Gestion contrôlée : le plan de restructuration doit être approuvé par la majorité en nombre et en valeur des créanciers</p>	Non	S/O

Position de la direction (procédures d'insolvabilité et de restructuration)	Procédure de suspension	Cession de sauvegarde accélérée (« pre-pack ») disponible ?	Annulation d'opérations	Degré de priorité du financement après dépôt de la demande / financement du débiteur non dessaisi (DIP)	Capacité du créancier à exercer ses droits contractuels de résiliation après l'institution de la procédure de restructuration/insolvabilité	Réformes futures ?
<p>Suspension de paiement : la direction reste en place, surveillée par un administrateur désigné par le tribunal</p> <p>Gestion contrôlée : la direction reste en place pendant la première phase de gestion contrôlée mais ses actions sont supervisées par un magistrat désigné par le tribunal. Un <i>commissaire</i> est désigné pour superviser la direction pendant la seconde phase</p> <p>Faillite / Liquidation judiciaire la direction est remplacée par un curateur désigné par le tribunal</p> <p>Concordat préventif de faillite</p> <p>La direction reste en place. Le juge-commissaire supervise la procédure de concordat. Si le but exprès du concordat est de réaliser les actifs de la société, des liquidateurs sont désignés par le tribunal et sont supervisés par le juge-commissaire.</p>	<p>Suspension de paiement : moratoire sur le paiement des créanciers</p> <p>Gestion contrôlée : les droits des créanciers (y compris les détenteurs de créances garanties sauf lorsque des lois spécifiques comportent des dispositions différentes) sont suspendus jusqu'à ce que le tribunal ait pris une décision non susceptible d'appel concernant la restructuration/liquidation.</p> <p>Faillite / Liquidation judiciaire : les mesures d'exécution à l'encontre du débiteur sont suspendues. Les arrangements de garantie financière¹⁰² restent toutefois exécutoires</p> <p>Concordat préventif de faillite</p> <p>Si le concordat est approuvé, il s'applique à tous les créanciers (sauf autorités fiscales, créances garanties par une sûreté ou une hypothèque et créances dues au titre de la maintenance (<i>aliments</i>)). Le concordat ne s'applique qu'aux contrats signés et dettes contractées avant l'obtention du concordat</p>	<p>Non</p>	<p>Faillite / Liquidation judiciaire : certains droits de sûreté et opérations peuvent être contestés par le curateur s'ils sont accordés pendant la période de durcissement (d'une durée maximum de 6 mois, plus 10 jours dans certaines circonstances) à compter de la date de dépôt de la requête</p> <p>Quand une opération est effectuée dans le but de priver des créanciers de leurs droits, celle-ci peut être contestée quelle que soit la date à laquelle elle est intervenue</p>	<p>Le financement du DIP n'est pas possible.</p> <p>Toutefois, si un financement est accordé après l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, le prêteur sera un créancier de la masse et bénéficiera d'une créance prioritaire sur ladite masse</p>	<p>Faillite / Liquidation judiciaire : il n'apparaît pas clairement si les stipulations contractuelles selon lesquelles la faillite constitue un motif de résiliation anticipée, d'accélération et d'application de pénalités sont valides</p>	<p>Le projet de loi sur la préservation des entreprises et modernisation du droit de la faillite a été présenté au Parlement du Luxembourg le 1^{er} février 2013. Le projet de loi prévoit l'introduction de procédures extrajudiciaires destinées à éviter des procédures d'insolvabilité formelles. La législation est destinée à remplacer les procédures de restructuration existantes en raison des difficultés pratiques associées à celles-ci dans le contexte des affaires contemporain</p>

102 Les arrangements de garantie financière comprennent : transferts de propriété à titre de sûreté, accords de mise en pension relatifs à des instruments financiers (valeurs mobilières, actions, etc.) et créances (dont créances commerciales et soldes de comptes bancaires).

Annexe B : Principales règles établies par le cadre juridique américain dit « Chapitre 11 »

Nous avons présenté ci-dessous les principales règles du cadre juridique relatif à l'insolvabilité énoncées dans le Chapitre 11 du Code de la faillite américain, qui constitue le cadre juridique non européen le plus souvent évoqué en matière de restructuration et d'insolvabilité. Le Chapitre 11 constitue un cadre juridique de réhabilitation qui permet aux sociétés de capitaux et de personnes en difficulté financière remplissant certaines conditions de restructurer leurs finances et réorganiser leurs affaires en bénéficiant de la protection d'une suspension automatique. Lorsque les circonstances le permettent, les entités réhabilitées peuvent alors quitter le cadre du Chapitre 11 et poursuivre leurs activités. Nous présentons ces particularités comme un exemple de régime d'insolvabilité dans lequel, comme le prévoient les Recommandations de la CE, il s'agit essentiellement d'offrir à une société viable une « seconde chance » de rester en activité. Nous ne suggérons pas que l'Europe devrait explicitement suivre le Chapitre 11, mais nous sommes convaincus que certains aspects du Chapitre 11 pourraient être utiles pour l'analyse et l'application des réformes européennes.

Les principaux avantages consentis aux débiteurs par le Code américain de la faillite sont les suivants :

- La « suspension automatique » imposée par le Code américain de la faillite dès l'ouverture du dossier de faillite. La suspension automatique protège temporairement le débiteur de ses créanciers afin de lui permettre d'essayer de se réorganiser en restructurant son entreprise ou en vendant ses actifs sans être soumis à la pression de l'institution ou de la poursuite de contentieux ou la saisie d'actifs.
- La présomption selon laquelle la direction du débiteur restera en place plutôt que d'être remplacée par un syndic.
- La capacité à obtenir un financement après la demande d'ouverture de la procédure.
- La capacité à avoir accès à un crédit commercial par le paiement intégral des dettes postérieures à la demande d'ouverture de la procédure sous la forme d'une charge administrative.
- La faculté de vendre des avoirs du débiteur sans privilège, créance ni charge.
- La faculté de rejeter les contrats exécutoires onéreux et les baux non expirés et de reprendre et céder des contrats exécutoires et baux non expirés à des tiers, nonobstant les interdictions contractuelles de cession.
- Le droit exclusif de proposer un plan en vertu du Chapitre 11 au cours des 120 premiers jours d'une procédure ouverte en application du Chapitre 11 et de solliciter et d'obtenir l'acceptation du plan au cours des 180 premiers jours.
- La faculté de restructurer ses obligations financières sur une base non consensuelle par le dispositif d'adhésion forcée dit « cramdown » prévu par le Code américain de la faillite.
- La libération d'un débiteur de toute dette survenue avant la date de confirmation d'un plan de restructuration, qu'une preuve de la créance ait ou non été déposée et que le créancier ait ou non accepté le plan.

La faculté pour une société protégée par une procédure Chapitre 11 de conserver la direction existante et d'obtenir un financement de DIP est considérée comme particulièrement avantageuse dans le dispositif américain. À cet égard, le maintien en place de la direction existante a pour but de favoriser la continuité de l'exploitation, tandis que la capacité à obtenir un financement de DIP est largement considérée comme un outil de stabilisation crucial, qui augmente les chances de réussite de la réhabilitation d'un débiteur ou, si cette réhabilitation n'est pas possible, optimise la réalisation possible des actifs lors de la liquidation.

Annexe C : Études de cas de restructurations majeures en Europe

Une présentation synthétique de deux cas récents de restructuration, Wind Hellas et Nortel, est fournie ci-dessous. Ces résumés soulignent de différentes manières la nécessité d'une harmonisation du droit de l'insolvabilité dans l'UE. Wind Hellas a réussi sa restructuration en déplaçant le centre des intérêts principaux du groupe, ce qui aurait été inutile si les régimes d'insolvabilité des États membres étaient uniformément de bonne qualité. Nortel fournit un exemple typique de la manière dont, dans un contexte transfrontalier international, les intérêts de multiples parties prenantes, des cadres juridiques de l'insolvabilité concurrents et l'absence d'harmonisation peuvent donner lieu à des actions judiciaires coûteuses et retarder les distributions appropriées aux créanciers.

Wind Hellas

Wind Hellas était l'un des plus grands opérateurs de télécommunications grecs, fournissant des services de téléphonie fixe et mobile sur le marché grec. En 2009, le groupe a connu une restructuration qui a fait grand bruit, dans le cadre de laquelle un déplacement du centre des intérêts principaux du groupe a été associé à une vente « pre-pack » britannique pour mener à bonne fin la restructuration financière du groupe.

Wind Hellas est une étude de cas positive qui démontre que des entreprises complexes à haute visibilité peuvent réussir leur restructuration en limitant au minimum les dommages subis par leurs activités sous-jacentes si le cadre juridique de l'insolvabilité d'un État membre est suffisamment souple pour faciliter l'utilisation d'outils et de procédures de restructuration adaptés.

Dans le cadre de la restructuration, le centre des intérêts principaux du groupe (« **COMI** ») de Hellas Telecommunications (Luxembourg) II SCA (« **Hellas II** »), société de portefeuille immatriculée au Luxembourg, a été déplacé du Luxembourg en Angleterre. L'objectif du déplacement du centre des intérêts principaux était de permettre au groupe de procéder à une restructuration en se prévalant des procédures souples disponibles en droit anglais, qui étaient considérées comme offrant de meilleures perspectives de continuité de l'exploitation et de préservation de la valeur que les procédures d'insolvabilité formelles, plus rigides, prévues par le droit du Luxembourg, lieu de domiciliation original de Hellas II.

Suite à la migration réussie du centre des intérêts principaux de Hellas II en Angleterre, Hellas II a été placée sous administration. Peu après leur désignation, les administrateurs de Hellas II ont procédé à l'arrangement d'une vente sous administration de type « pre-pack »¹⁰³ dans le cadre de laquelle les actions de la principale filiale de Hellas II ont été cédées à une nouvelle société de portefeuille, ce qui a permis à Wind Hellas de rester en activité avec un bilan assaini.

Le cas Wind Hellas soutient les arguments en faveur de l'harmonisation du cadre juridique européen sur l'insolvabilité et de l'adoption de normes minimales applicables à l'ensemble des États membres. On pourrait soutenir que si ces normes avaient été en place dans tous les États membres de l'UE au moment de la restructuration de Wind Hellas, le même résultat aurait pu être obtenu en suivant une procédure luxembourgeoise plus simple (et moins chère) sans avoir à déplacer le centre des intérêts principaux de Hellas II en Angleterre. Cette observation est particulièrement pertinente en ce qui concerne les intérêts de sociétés de taille plus modeste, qui ont peu de chances de disposer des ressources financières ou de l'accès à des conseillers juridiques et autres pour pouvoir profiter des arrangements prévus dans le Règlement européen sur l'insolvabilité¹⁰⁴ et choisir un environnement plus favorable pour leur restructuration en déplaçant le centre de leurs intérêts principaux.

¹⁰³ L'expression « pre-packaged administration sale » ou « pre-pack » désigne une procédure de droit anglais suivant laquelle une société entre en administration et les administrateurs, immédiatement après leur désignation, vendent l'activité ou les actifs de la société à un acquéreur aux termes d'un arrangement qui a été convenu et négocié avec les administrateurs avant leur désignation. La principale caractéristique d'un dispositif « pre-pack » est la rapidité avec laquelle une vente peut être finalisée, limitant ainsi les éventuels préjudices pour la réputation de la société, qu'elle pourrait subir si elle s'engageait dans une procédure d'insolvabilité, protégeant la valeur et permettant la continuité de l'exploitation et, de ce fait, facilitant la préservation des emplois et du goodwill.

¹⁰⁴ Règlement du Conseil (CE) 1346/2000 sur les procédures d'insolvabilité

Nortel

Avant son effondrement, Nortel était une société internationale de télécommunications dont le siège se trouvait au Canada qui, dans sa phase de prospérité, générait environ 30 milliards de dollars US de chiffre d'affaires consolidé et employait environ 93 000 salariés dans le monde. En janvier 2009, confrontées à des paiements d'intérêt imminents, diverses sociétés essentielles du groupe Nortel ont entamé parallèlement des procédures d'insolvabilité dans trois juridictions : Canada, États-Unis et Royaume-Uni. Dans l'incapacité de convenir d'un protocole d'insolvabilité qui s'appliquerait à tous, les intérêts concurrents des différentes entités insolvables ont abouti à une impasse sur le sujet de la répartition du produit de la vente des actifs. Cette impasse n'a été résolue qu'après plus de cinq ans de contentieux, pendant lesquels les créanciers et les parties prenantes (dont 33 000 retraités Nortel au Royaume-Uni et 20 000 retraités de Nortel Canada) ont dû attendre pour recevoir des distributions.

Les principaux protagonistes de l'insolvabilité Nortel étaient (i) la société mère canadienne Nortel Networks Limited qui, avec certaines filiales canadiennes, a sollicité la protection de la Loi canadienne sur les arrangements avec les créanciers (ii) la société américaine Nortel Networks Inc. qui, avec certaines filiales américaines de Nortel, a sollicité la protection du Chapitre 11 du Code américain de la faillite, et (iii) 19 sociétés européennes¹⁰⁵ placées, chacune, sous administration de droit anglais en raison du fait que le centre de leurs intérêts principaux était situé au Royaume-Uni. En outre, des procédures locales ont été instituées dans diverses autres juridictions, dont une procédure secondaire de *liquidation judiciaire* en France et une procédure de faillite en Israël.

Les entités canadiennes, américaines et européennes ont collaboré pour réaliser un certain nombre de cessions d'activités et de ventes d'actifs, dégageant un total de plus de 7,3 milliards de dollars US de produit des ventes, pour distribution aux créanciers de Nortel dans le cadre d'une procédure de liquidation coordonnée. Le point crucial a toutefois été qu'en raison de questions de compétence territoriale, de conflit de lois sur l'insolvabilité, d'intérêts concurrents et d'arrangements organisationnels et fiscaux complexes au sein du groupe, les entités se sont avérées incapables, malgré trois cycles de médiation, de s'accorder sur une méthodologie selon laquelle le produit des ventes pourrait être réparti entre elles et distribué à leurs créanciers respectifs. Faute d'accord sur sa répartition, le produit des ventes a été placé sous séquestre et les entités se sont engagées dans de longues et coûteuses procédures judiciaires (allant jusqu'à des audiences en appel) au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, afin de régler la question.

Bien que le cas Nortel soit emblématique des difficultés qui peuvent survenir dans le cadre d'insolvabilités transfrontalières, il illustre également les avantages de l'harmonisation de la législation européenne sur l'insolvabilité. L'application du Règlement de la CE sur l'insolvabilité existant a joué un rôle capital en ceci qu'elle a facilité l'institution par 19 filiales disparates de Nortel, situées dans 16 juridictions européennes, d'une procédure d'administration de droit anglais, le tribunal anglais ayant établi à sa satisfaction que le centre des intérêts principaux de chaque société se trouvait en Angleterre. Cette procédure a permis la désignation coordonnée d'administrateurs pour chaque filiale européenne de Nortel concernée et, ce faisant, minimisé les inefficiences qui se seraient produites si chaque filiale avait institué une procédure séparée dans son ressort de constitution. Il est également à noter qu'en désignant des administrateurs anglais pour les filiales européennes de Nortel, il a été possible, en recourant à des « procédures secondaires synthétiques », ¹⁰⁶ de limiter le nombre de procédures secondaires effectives à la France seule (où les administrateurs ont sollicité la désignation d'un liquidateur français), ce qui a réduit au minimum le nombre de mandataires avec lesquels des négociations devaient être menées. Les réformes imminentes de l'insolvabilité dans l'UE, qui introduisent (entre autres) (i) des limites à l'ouverture de procédures secondaires et (ii) une obligation de coopération entre les mandataires et les tribunaux, devraient, on l'espère, signifier que lors d'une future affaire « Nortel », la procédure européenne d'insolvabilité sera encore plus rationalisée et efficiente, ce qui améliorera les chances pour les débiteurs d'être renfloués, et optimisera les recouvrements pour les créanciers.

¹⁰⁵ Les 19 filiales de Nortel qui ont entamé des procédures d'administration et leurs lieux de constitution initiale étaient : Nortel Networks UK Limited (Royaume-Uni) ; Nortel Networks SA (France) ; Nortel GmbH (Allemagne) ; Nortel Networks France SAS (France) ; Nortel Networks NV (Pays-Bas) ; Nortel Networks SpA (Italie) ; Nortel Networks BV (Pays-Bas) ; Nortel Networks Polska SP Zoo (Pologne) ; Nortel Networks Hispania SA (Espagne) ; Nortel Networks (Austria) GmbH (Autriche) ; Nortel Networks sro (République tchèque) ; Nortel Networks Engineering Service Kft (Hongrie) ; Nortel Networks Portugal SA (Portugal) ; Nortel Networks Slovensko sro (Slovaquie) ; Nortel Networks Oy (Finlande) ; Nortel Networks Romania SRL (Roumanie) ; Nortel Networks AB (Suède) ; Nortel Networks International Finance & Holding BV (Pays-Bas) ; et Nortel Networks (Ireland) Limited (Irlande).

¹⁰⁶ Les procédures secondaires synthétiques sont des arrangements par lesquels le mandataire de la procédure principale s'engage à traiter tout actif de la « seconde » juridiction conformément au droit de la distribution de cette seconde juridiction, éliminant ainsi la nécessité d'ouvrir effectivement une procédure secondaire.

Annexe D : Études de cas sur les réformes nationales récentes

Italie

L'Italie a entrepris un certain nombre de réformes de son cadre juridique de l'insolvabilité depuis 2004, en réponse aux directives de l'UE, à certaines affaires d'insolvabilité à visibilité élevée impliquant de grandes entreprises et, de manière plus générale, à la multiplication des situations d'insolvabilité d'entreprises en conséquence de la crise financière mondiale. L'idée maîtresse des réformes est de renforcer le champ de la réorganisation et de la restructuration, préférables à la liquidation. Le but a été atteint essentiellement en étendant la gamme des procédures préalables à l'insolvabilité et en simplifiant l'octroi de suspensions pendant ces procédures, en réformant le rôle des tribunaux dans les procédures préalables à l'insolvabilité et les procédures d'insolvabilité, en traitant les problèmes liés aux créanciers dissidents en facilitant l'imposition des plans de restructuration aux créanciers dissidents, en mettant en œuvre des réformes fiscales réduisant les facteurs dissuasifs auxquels se heurtaient auparavant les établissements de prêt dans la constatation des prêts improductifs et en améliorant la protection des créanciers pendant les procédures de liquidation.

Les principales étapes des réformes ont été les suivantes :

- La loi Marzano de 2004 qui a rationalisé les procédures liées au traitement de l'insolvabilité des grandes entreprises.
- Les réformes de 2005 qui simplifiaient les procédures préalables à l'insolvabilité. Celles-ci comprennent : la possibilité pour les débiteurs de parvenir à un accord extrajudiciaire avec leurs créanciers ; la conclusion d'un accord de restructuration sanctionné par le tribunal avec les débiteurs représentant au moins 60 % de l'exposition, assorti d'une suspension des mesures d'exécution de 60 jours (avec une nouvelle simplification en 2010 permettant de faire débiter la suspension au commencement des négociations, sauf objection du tribunal) ; et un « accord de concordat » permettant de s'entendre avec tous les créanciers sur la restructuration de l'entreprise, contenant des stipulations d'adhésion forcée. La protection des créanciers contre les dispositifs de récupération a également été améliorée.
- En 2012, l'institution de procédures de restructuration et l'accès au financement provisoire ont été encore rationalisés. L'accès au financement comprend la possibilité de contracter des prêts de rang « super prioritaire » en cas d'insolvabilité ultérieure du débiteur. L'octroi d'une suspension des paiements d'un an pour les détenteurs de créances garanties, sous réserve de l'approbation du tribunal, a également été introduit.
- Les réformes de 2015 sont venues renforcer encore davantage l'accès au financement provisoire, ont rendu les pertes sur crédit déductibles de l'impôt sur un seul exercice plutôt que cinq et ont introduit la possibilité, pour les créanciers détenant au moins 10 % de la dette totale, de mettre au point des plans de restructuration concurrents, en s'inspirant du modèle du Chapitre 11 du code de la faillite américain.

Dans l'ensemble, l'axe fondamental des réformes italiennes de l'insolvabilité, qui se concentrent sur la facilitation des options de restructuration avant l'institution de procédures d'insolvabilité ou à un stade précoce de cette procédure, est en plein accord avec l'orientation donnée par la proposition de la CE pour une nouvelle approche de l'insolvabilité et de la réglementation des entreprises. Les réformes sont conformes aux constatations présentées dans le Graphique 3 de ce rapport, qui met en lumière les améliorations des taux de recouvrement en Italie entre 2004 et 2015. Comme indiqué dans le Graphique 6, les gains potentiels de PIB liés aux nouvelles améliorations du régime de l'insolvabilité en Italie sont les plus importants des 28 pays de l'UE, ce qui témoigne de l'importance que revêt la poursuite du train de réformes.

République tchèque

La nécessité de renforcer le cadre juridique de l'insolvabilité a été identifiée comme un domaine de politique prioritaire dans le contexte de l'accession de la République tchèque à l'UE. Le cadre en place était considéré comme onéreux, affecté par des interprétations contradictoires par les tribunaux et manquant de souplesse, surtout en ce qui concernait la possibilité de restructurer les activités des débiteurs.¹⁰⁷

La principale réforme du régime de l'insolvabilité est intervenue en 2008, avec l'entrée en vigueur de la Loi tchèque sur l'insolvabilité (ci-après la « Loi ») le 1^{er} janvier. En réponse aux retours d'expérience des tribunaux, des participants et autres parties prenantes, des modifications de la Loi ont été introduites en 2014.

La Loi introduisait dans le régime de l'insolvabilité tchèque un certain nombre d'innovations, dont la plus importante était l'élaboration d'un parcours de restructuration. En vertu de la Loi, les entreprises insolvable ou menacées d'insolvabilité peuvent déposer une demande d'ouverture de procédure de restructuration, sous réserve d'une série de tests de taille critique (liés au chiffre d'affaires ou à l'effectif) et de l'approbation d'un plan de restructuration par le tribunal des faillites. Le tribunal, entre autres, vérifiera que le plan est à même d'offrir à chaque créancier un montant au moins équivalent à la quote-part de ce créancier dans l'évaluation hypothétique du débiteur dans le cadre de la liquidation. Les débiteurs qui n'atteignent pas les minima de taille critique peuvent toujours déposer une demande d'ouverture de procédure de restructuration, mais seulement sous réserve de l'accord préalable de la majorité des détenteurs de créances garanties et non garanties et de l'approbation du tribunal. Les modifications introduites en 2014 ont abaissé les seuils de taille critique afin d'améliorer l'accès aux procédures de restructuration.

La Loi a également modifié l'équilibre des droits et obligations des créanciers. En particulier, elle leur donne le droit de révoquer des syndics désignés par le tribunal au début de la procédure de restructuration, le droit de désigner des évaluateurs experts dont les conclusions, une fois approuvées par les tribunaux, sont contraignantes, et accorde une priorité absolue aux créanciers garantis. La Loi impose aux créanciers la suspension de leurs actions après le dépôt de la demande d'ouverture de procédure d'insolvabilité.

Si un plan de restructuration ne peut pas être approuvé dans le délai prescrit ou si le tribunal estime que le débiteur ne peut pas respecter les dispositions du plan, la faillite est déclarée. La principale innovation introduite par la Loi a été d'assurer la priorité absolue aux créanciers garantis, alors qu'auparavant, leurs créances étaient plafonnées à 70 % du produit de la vente.

De manière générale, les réformes mises en œuvre par la République tchèque sont conformes aux orientations visées dans les recommandations de 2014 de la CE. Les réformes sont le reflet à la fois de facteurs internes et d'engagements pris dans le cadre de la procédure d'accession à l'UE (achevée en 2004). Notre analyse indique que de nouvelles améliorations de la qualité du régime de l'insolvabilité pourraient faire gagner 2,5 milliards d'euros au PIB tchèque.

107 OCDE (2001), *Regulatory Review of the Czech Republic*, pp 32-33

Références

- Aghion, Philippe, Peter Howitt et David Mayer-Foulkes (2005), « The effect of financial development on convergence: Theory and Evidence », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120 (1), pp 173-222.
- Bae, K.-H. et Goyal, V. K. (2009), « Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans ». *The Journal of Finance*, 64: 823–860.
- Beck, Thorsten & Demirgüç-Kunt, Asli & Maksimovic, Vojislav, 2008. « Financing patterns around the world: Are small firms different? », *Journal of Financial Economics*, vol. 89(3), pages 467-487, septembre.
- Bleaney, Michael, Paul Mizen, et Veronica Veleanu (2015), « Bond spreads and economic activity in eight European economies », *Economic Journal*.
- Degryse, H., Ioannidou, V., Liberti, Jose M. et Sturgess, J. (2014) « When Do Laws and Institutions Affect Recovery Rates on Collateral? ».
- Demirgüç-Kunt, Asli et Vojislav Maksimovic, (1998) « Law, finance, and firm growth », *The Journal of Finance*, Vol. 53, N° 6. pp. 2107-2137.
- Djankov, Simeon et Hart, O., McLiesh, C. et Shleifer, A. (2008) « Debt Enforcement around the World » *Journal of Political Economy*, Vol. 116, N° 6, pp. 1105-1149.
- Commission européenne (2012), Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil et au Comité économique et social européen sur l'application du Règlement (CE) N° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité.
- Commission européenne (2013), *Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement : coup de projecteur sur l'analyse économique*.
- Commission européenne (2014), Analyse d'impact accompagnant le document « Recommandation de la Commission relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité », document de travail des services de la Commission.
- Commission européenne (2015) Évaluation de la mise en œuvre de la Recommandation de la Commission du 12/03/2014 relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité, septembre 2015.
- Commission européenne (2015b) *The Economic impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU*. Document de discussion 004, septembre 2015.
- 2015c Commission européenne (2015c) *Construire l'union des marchés des capitaux*, Livre vert SWD (2015) 13 Final.
- Commission européenne (2015d), « Analyse économique accompagnant le document « Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions » », Document de travail des services de la Commission, 30 septembre.
- Ferrando, Annalisa, Daniela Maresch et Andrea Moro (2015) « Creditor protection, judicial enforcement and credit access », série de documents de travail de la BCE, N° 1829. Juillet 2015.
- Hartmann Philip, Florian Heider, Elias Pappaioannou et Marco de Luca, (2007) « The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe », *Banque centrale européenne, Occasional Papers Series*, N° 70.
- FMI (2015), *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, avril.
- King, Robert et Ross Levine, « Finance, entrepreneurship, and growth – Theory and evidence », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32 pp 513-542.

Appendices

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny (1997) : « Legal Determinants of External Finance. » *Journal of Finance* 52, N° 3 113-150.

Levine, Ross (1997), « Financial development and economic growth: Views and agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol. 35. N° 2, pp 688-726.

Levine, Ross et Sara Zervos (1998), « Stock markets, banks and economic growth », *American Economic Review*, Vol. 8, N° 3, pp 537-558.

Pagano, Marco (1993), « Financial markets and growth », *European Economic Review*, Vo. 37, pp 613-622.

Rajan, Raghuram et Luigi Zingales (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, Vol. 8, N° 3, pp 559-586.

Rioja, Felix et Neven Valev. 2004a. « Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development. » *Economic Inquiry* 42 : 127-140.

Romero-Avila, Diego (2007), « Finance and growth in the EU: New evidence from the harmonisation of the banking industry », *Journal of Finance and Banking*, Vol. 31, N° 7, pp 1937-1954.

Standard and Poor's (2016) « Methodology: Jurisdiction Ranking Assessments ». Ratings Direct.

Banque mondiale (2014), « Insolvency reform for credit, entrepreneurship and growth », ViewPoint.



Contacts

AFME



Paul McGhee
Directeur de la stratégie
paul.mcghee@afme.eu
+44 (0)20 3828 2708



Gary Simmons
Managing Director, High Yield and
Prime Services
gary.simmons@afme.eu
+44 (0)20 3828 2723



Julio Suarez
Responsable de la recherche
julio.suarez@afme.eu
+44 (0)20 3828 2726

Frontier Economics



Thomas Baily
Consultant principal
thomas.baily@
frontier-economics.com
+ 44 (0)20 7031 7107



Amar Breckenridge
Collaborateur principal
amar.breckenridge@
frontier-economics.com
+41 78 803 6445

Weil



Paul Bagon
Collaborateur
paul.bagon@weil.com
+44 (0)20 7903 1253



Andrew J. Wilkinson
Associé
andrew.wilkinson@weil.com
+44 (0)20 7903 1068



Alexander Wood
Associé
alexander.wood@weil.com
+44 (0)20 7903 1206

/ À propos de l'AFME

L'Association for Financial Markets in Europe (AFME, Association pour les marchés financiers en Europe) est le porte-parole des marchés financiers professionnels en Europe.

Nous représentons les plus grandes banques mondiales et européennes et d'autres acteurs majeurs des marchés de capitaux.

Nous estimons que la liquidité des marchés de capitaux et le bon fonctionnement du système bancaire sont indispensables à toute économie moderne florissante.

Nous prônons des marchés financiers européens stables, compétitifs et durables qui soutiennent la croissance économique et profitent à la société.

Orientation

sur un vaste éventail de problématiques liées aux marchés, aux entreprises et aux questions prudentielles

Expertise

Compétences politiques et techniques approfondies

Relations privilégiées

with European and global policymakers avec les responsables politiques européens et internationaux

Envergure

Vaste adhésion à l'échelle internationale et européenne

Organisation et perspectives

paneuropéennes

Portée internationale

via la Global Financial Markets Association (GFMA)



Frontier Economics est le premier cabinet de conseil économique indépendant d'Europe, avec plus de 120 économistes diplômés d'université et collaborateurs en Allemagne, en Belgique, en Irlande, en Espagne, en France, en Autriche, en Suisse et au Royaume-Uni. Nous appliquons des techniques économiques avancées afin d'aider nos clients à résoudre leurs problèmes de politique et apporter de la valeur à leur entreprise.

Weil

Avec environ 1 100 juristes répartis dans 20 cabinets au monde, Weil applique à son organisation le principe d'unicité de l'entreprise, ce qui lui permet d'exploiter les compétences adaptées à la situation et sa présence sur les marchés locaux afin de produire un conseil juridique coordonné qui aide ses clients à atteindre des buts et objectifs complexes. Weil fournit à ses clients une expertise juridique de très haut niveau dans ses différentes branches d'activité : capital privé, actions d'entreprise/F&A, fonds privés, financement par l'endettement et haut rendement, financement structuré, restructuration et insolvabilité, résolution des litiges.

London Office

39th Floor
25 Canada Square
London, E14 5LQ
United Kingdom

Switchboard:
+44 (0)20 3828 2700

Brussels Office

Rue de la Loi, 82
1040 Brussels
Belgium

Switchboard:
+32 (0)2 788 3971

Press enquiries

David Waller
Director of External
Relations
david.waller@afme.eu
+44 (0)20 3828 2736

Rebecca Hansford
European Media Relations
Manager
rebecca.hansford@afme.eu
+44 (0)20 3828 2693

Membership

Elena Travaglini
Elena.Travaglini@afme.eu
+44 (0)20 3828 2733

Follow AFME on Twitter
@News_from_AFME