

RESTRUCTURATIONS ET SITUATIONS PARTICULIÈRES



*par Alexandra Bigot, associée,
Latham & Watkins*

LATHAM & WATKINS

Les restructurations devraient se multiplier en 2023

Perspectives pour l'Europe

En Europe, une accélération des difficultés des entreprises est attendue dès le premier trimestre 2023, plus tôt que ce que beaucoup prévoyaient au début de l'été, alors que la hausse des prix de l'énergie, les difficultés d'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre se faisaient déjà sentir. L'appréciation du principe de continuité d'exploitation pose déjà quelques difficultés aux commissaires aux comptes amenés à certifier les comptes 2022, pour nombre d'entreprises en cours de renégociation de leur dette, ou dont la maturité tombe en 2023 ou 2024. Un ralentissement de la consommation en Europe se fait sentir, alors que la hausse des coûts de l'énergie et l'inflation des produits alimentaires pèse sur les finances des ménages.

En France, l'environnement a été relativement favorable grâce au soutien de l'Etat. La hausse des taux d'intérêt, les difficultés à mettre en place des syndications bancaires d'une certaine taille et la quasi-fermeture des marchés des obligations *high yield* rendent cependant vulnérables des

entreprises devant faire face à des maturités importantes en 2023 ou début 2024, et ce alors que leur besoin en fonds de roulement s'accroît et que leurs bénéfices sont impactés par la hausse de leurs coûts et une baisse de la demande. Les nouvelles dispositions sur les sauvegardes accélérées promulguées en septembre 2021, devraient toutefois faciliter la restructuration de certains bilans, dont le levier n'est pas soutenable.

Le secteur du commerce de détail a été particulièrement affecté et notamment celui de l'habillement, qui au surplus a souffert de la hausse du dollar et d'un début d'automne chaud ayant rendu la rotation des stocks plus difficile, alors que les banques tendent à se désintéresser de ce secteur. Certains industriels, quant à eux, n'ont pas eu d'autre choix que de réduire volontairement leur production pour ne pas produire à perte face à la flambée des coûts de l'énergie. Enfin, nombre d'entreprises doivent faire face au remboursement de leurs PGE sans avoir recouvré leur rentabilité pré-Covid. Si des rééchelonnements peuvent être mis en place, ceux-ci peuvent avoir un effet pervers sur l'accès au crédit ultérieur, compte tenu du cas de défaut de-

vant être déclaré par les établissements bancaires et la dégradation de la note FIBEN Banque de France en résultant.

Au Royaume-Uni, la situation est similaire, mais avec des difficultés exacerbées par une inflation nettement plus élevée, une hausse des taux d'intérêt directement répercutée sur les ménages dont l'achat de la résidence est généralement financé à taux variable, un soutien réduit de l'État aux consommateurs, et des difficultés d'approvisionnement aggravées par le Brexit. La chute brutale des marchés suite au mini-budget de Liz Truss et la hausse des taux d'intérêts qui en ont résulté, ont affecté davantage encore la confiance des consommateurs et les valorisations sur les marchés. La Banque d'Angleterre vient en outre de mettre fin à une ère de plus d'une décennie de « *quantitative easing* », vendant désormais les obligations d'Etat qu'elle a accumulés. Les sociétés ayant un fort levier d'endettement, des maturités de dette proches, et un endettement majoritairement à taux variable, pourraient se retrouver dans l'incapacité de servir leur dette, du fait d'une contraction de leurs marges résultant d'une baisse de la demande pour leurs produits et services.

En Allemagne, une augmentation des restructurations d'entreprises est anticipée, la marge des industries manufacturières continuant d'être affectée par les coûts de l'énergie et les pénuries de main-d'œuvre, alors qu'elle sont confrontées à une baisse de la demande. Des industries comme l'automobile, la métallurgie et la chimie souffrent particulièrement de leur forte dépendance à l'énergie.

L'Espagne, dont les secteurs de l'immobilier et du tourisme représentent une part importante du PIB et dont les entreprises ont été les plus grandes consommatrices de prêts accordés par l'État au cours de la période de Covid, montre déjà des signes de faiblesse. Une forte saison estivale a permis de relever les prévisions globales pour 2022, mais la saison 2023 s'annonce plus difficile, notamment en ce qui concerne le tourisme en provenance de pays clés comme le Royaume-Uni et la Russie. En outre, le dispositif de moratoire légal encore en vigueur concernant les bilans présentant des fonds propres négatifs prendra fin d'ici la fin de l'année, ce qui augmentera les difficultés des entreprises. La loi sur la faillite a toutefois été récemment modifiée afin de transposer la Directive Européenne sur la Restructuration et l'Insolvabilité, ce qui devrait faciliter les restructurations amiables préventives.

Sur tout le continent, cette récession semble être générée par une baisse de la consommation, contrairement à la crise sanitaire de 2020 et à la crise financière de 2008. Des dépenses discrétionnaires moins vigoureuses, couplées à

une inflation des coûts, vont constituer un défi pour toute une gamme d'industries dépendantes de la consommation ou par nature cycliques.

Perspectives pour les États-Unis

Cette année, les restructurations ont démarré plus lentement aux États-Unis qu'en Europe, grâce à des prix de l'énergie relativement bas, un dollar fort et une consommation post-pandémique soutenue. En revanche, les taux d'intérêt ont augmenté plus rapidement qu'en Europe, avec des répercussions à moyen et à long terme. Il n'est pas question de « mur de la dette » comme en 2008, de nombreuses entreprises s'étant refinancées et ayant repoussé leurs maturités alors que l'argent était presque gratuit. La hausse des taux d'intérêt et la baisse de la consommation vont toutefois rendre certaines situations tendues en 2024.

Certaines industries sont plus en difficultés que d'autres et notamment les valeurs cycliques. Le secteur de la production d'électricité est un secteur particulièrement sous tension : un certain nombre de producteurs d'électricité, dont les crédits *revolving* et à terme arrivent à échéance l'année prochaine, s'interrogent sur leur capacité de refinancement et le redimensionnement de leurs bilans.

Quant aux activités dépendantes de la consommation, sous pression à court terme, le manque de trésorerie sera l'élément déclencheur de nombreuses restructurations, avant même les maturités de la dette. De façon moins évidente, les industriels sont confrontés à un accroissement des tensions sur leur chaîne de production, tandis que les fournisseurs de la vente au détail sont confrontés à une baisse accélérée des ventes, car les détaillants en situation de surstockage limitent dès à présent leurs achats de manière plus forte que les consommateurs eux-mêmes.

Enfin le secteur des crypto-monnaies est le théâtre d'une série de situations de défaillance en cascade, avec une succession de dépôts de bilan aux États-Unis et dans le reste du monde, depuis les mois de juin et de juillet. Les affaires récentes et fortement médiatisées sont loin d'être terminées et vont faire apparaître des questions juridiques nouvelles et sans précédent, dont la résolution couplée à des mesures réglementaires, va continuer de faire évoluer ce secteur dynamique.

De nombreuses opportunités pour des financements sur-mesure

L'importante « poudre sèche » (*dry powder*) des fonds privés, au niveau mondial, se tient prête à tirer parti des opportunités offertes par la volatilité actuelle, qu'il s'agisse des *hedges funds*, des fonds de *direct lending*, de *special situations* ou des fonds de *private equity*.

La baisse de valorisation des actifs et la hausse du dollar créent dans certains cas des opportunités d'arbitrage pour certains investisseurs américains qui bénéficient soudainement d'un avantage compétitif pour acquérir en Europe et au Royaume Uni des actifs de bonne qualité générant des flux de trésorerie réguliers.

Les fonds de direct *lending* ont réévalué leur risque, avec des taux sans commune mesure avec ceux de début d'année, mais demeurent des participants actifs sur le marché primaire, alors que les marchés publics de la dette et le financement bancaire restent difficiles d'accès. Les investisseurs spécialisés dans le financement des situations particulières, viennent proposer leurs soutien dans toute situation où un besoin de *new money* se fait sentir, qu'il s'agisse de faire un *bridge* avant une recapitalisation, une levée de fonds ou une sortie, d'accompagner un restructuring avant qu'un accord ne soit trouvé ou comme point essentiel de l'accord ou de fournir des financements pour des croissances externes à des entreprises qui ne seraient sinon pas en mesure d'accéder aux financements qui leur sont nécessaires. De nombreux fonds *distressed* restent à l'affût d'opportunités, et beaucoup déjà regardent de près les différences de valorisation entre les marchés et le non coté.

Globalement, nous nous attendons à ce que les fonds proposant des solutions sur-mesure caractérisées par leur souplesse soient en mesure de réagir rapidement pour tirer parti de ces opportunités.

Questions ouvertes

À l'approche de 2023, quelques questions dont l'impact sera significatif sur le marché de la restructuration demeurent sans réponse, et beaucoup d'entre elles sont d'ordre géopolitique, liées à la nationalisation et la relocalisation des chaînes d'approvisionnement. Nous nous dirigeons probablement vers un environnement de taux durablement élevés sur une période plus longue qu'initialement envisagée. La dernière fois que le taux de la Réserve Fédérale était supérieur à 4 % sur plus d'un an, remonte aux années 1990, et à l'époque, cela avait duré sept années. Avant cela, il faut remonter à la période entre 1975 et 1992. Les taux de rémunération des dépôts de la BCE quant à eux ont été négatifs - inférieurs à 0 % - pendant huit années consécutives jusqu'à la hausse de juillet 2022. Les échéances des entreprises ont certes été repoussées pour l'instant au-delà de 2023, mais les agences de notation puis les commissaires aux comptes ne manqueront pas

de se pencher sur la situation des sociétés fortement endettées ayant des maturités à un ou deux ans, dont le refinancement serait en temps normal déjà anticipé. Des questions subsistent également quant à la capacité de certains émetteurs à servir leur dette dans les deux à trois prochaines années, lorsque une part importante de leur dette a été contractée à taux variable.

Qui seront les gagnants et les perdants dans un monde où les taux seront durablement plus élevés ? Les valeurs de croissance sont évidemment en tête, alors que les fonds chercheront à se déployer dans certains secteurs indépendamment des taux d'intérêts et des fluctuations du prix des matières premières. Nous avons déjà assisté à un afflux ininterrompu des fonds vers des secteurs plus résilients comme les secteurs de la santé, des logiciels d'entreprise, des infrastructures et des énergies renouvelables, et cette tendance devrait se poursuivre.

Enfin, nous nous attendons à un accroissement, après le premier trimestre 2023, des opérations de rééchelonnement de dette, standard ou avec injection de capital, de gestion des défauts contractuels, de rachat de dette avec décote et de réduction du levier d'endettement. De telles opérations feront partie de l'éventail classique de solution pour des sociétés amenées à gérer plus activement leur bilan que par le passé. Pour les sociétés entrant dans cet environnement avec d'ores et déjà des défis structurels à relever, ceux-ci seront exacerbés et mèneront potentiellement à plus de défaillances nécessitant la mise en œuvre de procédures collectives, de restructurations opérationnelles lourdes ou encore des opérations de *distressed* M&A, par opposition à un simple réajustement de leur bilan. Enfin certains investisseurs chercheront à améliorer leurs positions, voire à les maximiser, en proposant des plans de restructurations créatifs en accord avec les débiteurs, qui favoriseront, parfois de manière spectaculaire, certaines parties prenantes au préjudice d'autres. Le milieu du restructuring suivra de près en Europe les décisions des tribunaux qui auront la délicate tâche d'appliquer les récentes lois internes transposant la Directive Européenne sur la Restructuration et l'Insolvabilité et permettant de faire adopter des plans sans l'accord unanime des différentes classes de créanciers et d'actionnaires, alors qu'aux Etats-Unis des contentieux importants, susceptibles d'avoir un impact sur ces problématiques, sont en passe d'être jugés. Nous attendons beaucoup de ces nouvelles jurisprudences et de l'issue de ces contentieux pour 2023.