

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

❖ Evolutions observées aux Etats-Unis au cours de ces dix dernières années

- Les nouveaux acteurs non régulés sont désormais les créanciers financiers (I)
- Redressement / Liquidation: les deux faces d'une même pièce ? (II)
- L'importance grandissante du rôle des créanciers dans la gouvernance des entreprises (III)

❖ Que prévoir en Europe et plus particulièrement en France ?

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

- ❖ I. Les nouveaux acteurs non régulés sont désormais les créanciers financiers aux Etats-Unis
 - Causes ? 1) développement du marché du *high yield* et du marché du *leverage loan*, 2) changement de règles comptables, 3) accumulation du capital dans ces véhicules, etc.
 - Fonds de *private equity* et *hedge funds* présents dans **90% des restructurations dépassant 100 M\$ d'actifs sur la période 1996-2007** (W. Jiang, K. Li et W. Wang, 2012)
 - Evolution logique compte tenu du fait que le **montant des dettes sur débiteurs en difficulté** a significativement évolué à la hausse: **70 Md\$ en 1998 / 867 Md\$ en 2007** (Altman, 2007)
 - Nombre **d'actifs sous gestion** par les fonds non régulés est passé de **10 M\$ en 1998 à plus de 200 M\$ en 2007** (HedgeFun.net, Strategy Focus Report, 2007)
 - Comme interviennent-ils ? Stratégies passives et actives, pourvoyeurs de capitaux, acheteurs d'entreprises en difficulté. En conséquence, **stratégies de *loan to own* dans 25-30% des cas** lorsque la valeur des actifs du débiteur est supérieure à 100M\$ (M. Harner, J. Griffin, J. Ivey-Crickenberger, 2013)

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

❖ Qu'en est-il de l'Europe ?

- Désintermédiation bancaire par le marché financier, l'évolution du marché *high yield* ; en Europe le **montant des émissions d'obligations *high yield*** émis par des établissements spéculatifs a **augmenté de 98% en 2013** pour atteindre environ 80Md\$... (S&P Capital IQ)

à suivre...

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

❖ II. Redressement versus liquidation, les deux faces d'une même pièce aux Etats-Unis

- Evolution de l'approche traditionnelle du retournement d'entreprise aux Etats-Unis
 - **Traditionnellement, le changement de contrôle d'entreprises survenait dans le cadre d'une procédure de redressement de la société** à l'issue de laquelle les actionnaires étaient massivement dilués via "*cram down*"
 - **Désormais, de plus en plus de plan de cessions d'actifs "d'éclair" (section 363)**
En conséquence plus aucune société n'est désormais *too big to be sold* compte tenu de l'évolution des marchés financiers = **plus de la moitié des *Chapter 11*** donnent aujourd'hui lieu à des **cessions** d'actifs (Baird Rasmussen, 2002)
- Cession d'actifs ou redressement de la société débitrice = issue similaire

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

❖ Qu'en est-il de l'Europe ?

- **Tendance convergente entre l'Europe et les Etats-Unis** ; désormais en Europe on envisage **la prise de contrôle autrement que dans le cadre d'un plan de cession d'actifs** entraînant la liquidation de la société
- Exemples : Royaume Uni (grâce au *Scheme of Arrangement*), en Allemagne, depuis une modification du droit des entreprises en difficulté en 2012 ainsi qu'en Espagne en mars 2014
- Difficultés en France à concevoir la procédure de redressement/sauvegarde comme un moyen de faciliter le transfert du contrôle

à suivre.....

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

- ❖ **III. Importante grandissante du rôle des créanciers dans la gouvernance des créanciers : turnover des CEO, présence des CRO, *retention plans* pour salariés**
 - Turnover des CEO important : la violation d'un *covenant* financier dans la documentation financière **entraîne une augmentation du risque de changement de dirigeant de 60%** au cours du trimestre suivant (G. Nini, D. Smithj, A. Sufi, 2011)
 - **70% des CEO sont remplacés** dans les **deux ans** précédant l'ouverture d'une procédure collective (K. Ayotte et E. Morrison, 2009)
 - **Présence d'un *chief restructuring officer*** dans 23% des sociétés ouvrant une procédure de *Chapter 11* et ayant des actifs d'une valeur supérieure à 100M\$ (M. Harner, J. Griffin, J. Ivey-Crickenberger, 2013)
 - En même temps, dans **39% des grandes entreprises en difficulté sur la période 1996 à 2007**, mise en place de *key retention plans* (KERPs) (V. Goyal, W. Wang, 2013)
 - Les KERPS visent en général **2% des salariés** et les bonus versés correspondent entre **30% et 70% des salaires** (V. Goyal, W. Wang, 2013)

« Le marché des entreprises en difficulté : US / Europe, un océan infranchissable ? »

❖ Qu'en est-il de l'Europe ?

- Pas de statistiques, mais des habitudes très différentes
- Pas tant une différence de tissu économique, puisque **83% des entreprises sont des entreprises familiales en France et contribuent à 50% du PIB Français** (O. Mellerio, 2007) alors qu'on compte entre **80% et 90% d'entreprises familiales aux Etats-Unis et elles contribuent à 57% du PIB Américain** (FEUSA, 2011)
- Mais des différences de cadre juridique (sanction de la gestion de fait, etc.) et de culture profondes

à suivre.....

Contact

Sophie Vermeille

Droit & Croissance
Rules for Growth

+ 33 (0) 6 73 04 89 90

svermeille@droitetcroissance.fr

www.droitetcroissance.fr

http://fr.linkedin.com/in/sophievermeille

