

# « CERTAINES SOCIÉTÉS VONT SUBIR UNE DÉGRADATION DANS LA DURÉE DE LEURS MARGES ... »

*Interview de Vincent Danjoux, Global Co-Chairman Debt Advisory & Restructuring,  
et Arnaud Joubert, European Co-Head Debt Advisory & Restructuring, Rothschild & Co*



Crédit photo Gabriel Gorgi



*Vincent Danjoux*



*Arnaud Joubert*

## *Sommes-nous en crise ?*

**Vincent Danjoux :** Si on regarde les vagues de situations distressed, nous ne pouvons pas dire pour le moment que nous sommes en crise. Mais nous anticipons les difficultés qui vont arriver du fait de l'inflation, de l'augmentation des coûts de l'énergie et des matières premières et de la disruption de la chaîne logistique.

**Arnaud Joubert :** Il faudra encore deux ou trois trimestres pour ressentir les effets de cette situation qui aura un impact dans la durée sur les entreprises. Vient s'ajouter la fer-

meture des marchés de financement pour les sociétés sub-investment grade.

**Vincent Danjoux :** Depuis quelques mois, nous observons l'augmentation des prix de l'énergie et la remontée des taux extrêmement rapide qui crée des mouvements de capitaux massifs conduisant à la disparition de liquidités sur certains marchés financiers. Cela rend toute une série d'opérations, en particulier dans le monde du leverage, extrêmement compliquées. Cette situation a arrêté les transactions du type financement LBO.

Certaines transactions déjà avancées sont plus difficiles à conclure. Quant aux transactions en début du process, elles doivent être reconsidérées dans leur mode de mise en oeuvre et de financement. Elles ne peuvent plus se faire suivant les options classiques de LBO. Nous travaillons aujourd'hui sur des deals structurés ou des deals qui utilisent les financements existants.

### *Qu'en est-il de vos activités dans ce contexte complexe ?*

**Vincent Danjoux :** Nous sommes là pour nos clients. On s'adapte. Pour le moment, notre niveau d'activité est stable. Mais certaines opérations ne vont probablement pas pouvoir se faire au deuxième semestre 2022. Nous nous attendons à une baisse d'opérations de M&A classiques.

### *Avez-vous constaté des changements dans le traitement des opérations de Restructuring ?*

**Arnaud Joubert :** Le cadre juridique du traitement des restructurations en France change avec la nouvelle loi de sauvegarde, même si pour le moment aucun gros dossier n'a réellement testé les nouvelles possibilités offertes par cette loi. Le dossier Pierre & Vacances a utilisé la nouvelle sauvegarde comme un mécanisme d'implémentation d'un deal agréé consensuellement. Au niveau européen, tous les acteurs s'interrogent sur la manière de mettre en oeuvre les deals de restructuration. Avec le Brexit, passera-t-elle encore de façon privilégiée par des Scheme of Arrangement en Angleterre ou bien va-t-elle s'orienter davantage vers la mise en oeuvre dans l'Union européenne, voir dans chacun des pays ? Le France est atypique à cet égard. Les deals français se sont toujours faits dans le cadre français mais ceci n'est pas le cas pour les deals dans les autres pays européens, souvent mis en oeuvre par le Scheme of Arrangement anglais. Le cadre juridique néerlandais devrait constituer la principale alternative au Scheme of arrangement anglais pour mettre en oeuvre des restructurations dans l'Union Européenne.

### *Quel est aujourd'hui l'état des principaux marchés européens / mondiaux en termes de situations de restructuration ? Avez-vous connaissance de statistiques au niveau européen ?*

**Arnaud Joubert :** Au niveau européen, nous n'avons pas de statistiques car il y a encore beaucoup de flou sur la définition d'une société en restructuration. Aujourd'hui, selon nos observations, il y a peu de situations de restructuration en France et en Angleterre. Les pays les plus actifs en termes de restructuring sont l'Allemagne, l'Espagne et le Moyen Orient. Aux Etats-Unis, on observe une accalmie. L'Asie est un peu plus active avec les restructurations immobilières chinoises. Une autre zone géographique nous préoccupe en ce moment : c'est l'Ukraine où un certain

nombre de dossiers risque de revenir. Nous sommes très actifs dans cette zone depuis quinze ans. Nous avons restructuré un certain nombre de sociétés par le passé. Il faudra probablement les restructurer à nouveau à cause de la guerre. La dernière tendance : avec la remontée des taux, l'aversion au risque, l'augmentation du prix de l'énergie et des matières premières, notamment agricoles, un certain nombre de pays émergents va probablement avoir des problématiques de restructuration des dettes souveraines. Aujourd'hui, c'est déjà vrai pour certains pays, comme le Sri Lanka. Un certain nombre de pays d'Afrique et d'Amérique latine risque d'être concerné.

### *Qu'en pensez-vous de la situation avec les PGE ?*

**Arnaud Joubert :** En France, 150 milliards d'euros de PGE ont été déployés. C'est bien plus que dans d'autres pays européens. Certaines sociétés vont subir une dégradation dans la durée de leurs marges suite à l'inflation, l'augmentation des prix de l'énergie et des matières premières et la disruption de la chaîne logistique. On ne s'attend pas à une crise de liquidités brutale. Pour les entreprises, se posera plutôt la question de leur business model. A mon sens, c'est surtout un sujet de fonds propres. La crise du Covid a engendré l'augmentation substantielle des leviers des sociétés puisque le traitement des problèmes de liquidités s'est fait par la dette. Aujourd'hui, nous avons des sociétés plus leveragées qu'à l'entrée du Covid qui rentrent dans un contexte où leurs performances opérationnelles risquent de se dégrader. Nous aurons un problème de recapitalisation des entreprises.

### *Pourriez-vous expliquer le dossier Pierre & Vacances en tant que conseil de cette opération ? Quelle a été le rôle de l'Etat ? En quoi consiste la complexité de ce dossier ?*

**Arnaud Joubert :** Le traitement du dossier Pierre & Vacances et le rôle de l'Etat dans ce dossier est certes atypique mais il donne l'aperçu de ce que l'Etat pourra envisager dans certaines situations complexes. Pierre & Vacances opère dans un secteur très impacté par le Covid car il s'agit de résidences de tourisme à la mer et à la montagne. L'hiver 2020/2021 a été catastrophique pour Pierre & Vacances car les remontées mécaniques étaient fermées. Les sociétés de remontées mécaniques ont été indemnisées par l'Etat via le dispositif d'aides coûts fixes plafonné à 10 millions d'euros par entreprise. L'Etat l'avait alors déplafonné pour les sociétés fermées administrativement, ce qui n'était pas le cas de Pierre & Vacances. Ainsi, la société n'était pas fermée administrativement mais son activité était quasiment réduite à zéro. Pierre & Vacances s'était vu octroyer un premier PGE de 240 millions d'euros pour faire face à la crise du Covid. La crise se prolongeant, la restructura-

tion devenait inéluctable. Le PGE était pari passu avec les autres dettes de Pierre & Vacances. Dans ce dossier, l'Etat a consenti à ce que le PGE soit converti en fonds propres car c'était le même traitement pour les dettes de même rang. La situation bilantielle de Pierre & Vacances faisait qu'il n'y avait pas beaucoup d'autres choix que de convertir la quasi-totalité de la dette non-sécurisée. Il s'agit d'un traitement spécifique d'un dossier dans lequel le traitement du PGE était identique à celui du reste de la dette du même rang.

Pierre & Vacances n'était pas l'opération la plus importante en termes de taille mais c'était probablement l'une des opérations les plus complexes de ces dernières années car il y avait une multitude de parties prenantes : la société, ses créanciers bancaires, les créanciers Ornane, les créanciers Euro PP, l'Etat ... Une partie des créanciers étaient super senior mais pas tous. Puis l'actionnaire de contrôle était lui-même en restructuration et avait ses propres créanciers. A toutes ces parties prenantes s'ajoutent les bailleurs individuels impayés et les bailleurs institutionnels. N'oublions pas le trio d'investisseurs en new money qu'il fallait faire fonctionner ensemble. Enfin, les partenaires de joint-venture, dont Disney, ont également fait partie des négociations car il fallait trouver une solution de pérennisation de cette joint-venture. Il fallait faire converger toutes ces parties prenantes sur un deal. Ainsi, il y avait une négociation globale puis des négociations à tiroirs, soit bilatérales, soit multilatérales, nécessaires pour arriver à un accord global, tout cela dans le cadre d'une société cotée. Les réunions ont été gérées de façon séquentielle par groupe de créanciers. Dans cette opération, le rôle des conseils était clé car il fallait coordonner plusieurs négociations parallèles qui, in fine, devaient toutes converger vers une méta-négociation.

**Quels sont, selon vous, les autres dossiers emblématiques en 2022 ?**

**Arnaud Joubert :** On peut citer Technicolor, Orpea et Figeac Aero...

**Combien de personnes composent l'équipe Restructuring de Rothschild ?**

**Arnaud Joubert :** Après les récents recrutements, notre équipe Restructuring / debt advisory compte une quarantaine de personnes.

C'est de loin l'équipe la plus importante et la plus expérimentée en France qui a démarré ses activités il y a plus de vingt ans. Nos clients peuvent également bénéficier de l'expérience internationale de Rothschild, grâce à notre capacité d'accès à tous les acteurs au niveau mondial. Nous leur proposons la meilleure fluidité de coordination internationale.

**Pourquoi le nombre de fonds actifs sur les opérations spéciales est-il si peu élevé en France ?**

**Arnaud Joubert :** Il n'y a aucune raison d'avoir une approche franco-française sur ce type de situations puisque le marché est trop étroit. Tous les fonds de taille significative intervenant sur les situations spéciales regardent l'Europe de façon globale. Traditionnellement, ce sont des structures basées à Londres. C'est le centre névralgique du marché. Les fonds de situations spéciales en France existent mais leur taille n'est pas significative. Le marché français est trop petit pour que les fonds de taille plus importante soient basés en France.

**Quels sont aujourd'hui les principaux changements au niveau de l'exercice de votre métier ?**

**Arnaud Joubert :** La nouvelle loi devrait rebattre les cartes. Tout le monde devra s'adapter au nouveau rapport des forces entre les créanciers, la société et ses actionnaires. C'est la principale modification de l'environnement pour les deals franco-français.

**Quels sont les thèmes qui devraient émerger dans les mois à venir ?**

**Arnaud Joubert :** C'est sûrement le thème du renchérissement du coût de la dette. Cela va jouer sur les cash-flows des sociétés, sur leur capacité d'endettement ainsi que sur les valorisations.