

Série sur l'insolvabilité des détaillants au Canada N° 4 : Le point de vue des prêteurs

Linc Rogers et Aryo Shalviri



Voici le quatrième et dernier d'une série d'articles portant sur l'insolvabilité de grands détaillants au Canada vue sous divers angles. Cet article aborde l'insolvabilité de détaillants du point de vue des prêteurs de détaillants canadiens en difficulté financière.

Le présent article suit la libération de Toys "R" Us Canada du régime de protection en vertu de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (Canada) (la « LACC ») après l'acquisition de ses actions par Fairfax Financial Holdings Limited.

Le premier article de la série, portant sur le point de vue des locateurs, a été publié peu après le dépôt de la demande de Sears Canada Inc. (« Sears Canada ») en juin 2017 sous le régime de la LACC (la principale loi canadienne régissant la réorganisation de grandes sociétés débitrices; elle est l'équivalent du chapitre 11 du *U.S. Bankruptcy Code*).

Le deuxième article de la série, abordant le point de vue des fournisseurs de détaillants insolubles, a été publié dans la foulée du dépôt par Toys "R" Us Canada Ltée

(« Toys "R" Us Canada ») de procédures d'insolvabilité transfrontalières en septembre 2017.

Le troisième article, explorant l'insolvabilité du point de vue des sociétés mères de détaillants canadiens en difficulté financière, a suivi dans le contexte de la liquidation des stocks et de la cessation des activités de Sears Canada en janvier 2018 après des tentatives infructueuses de conclure la vente de l'ensemble de l'entreprise en exploitation.

APERÇU



Les détaillants canadiens n'ont pas tous des facilités de crédit provenant de tierces parties. Par exemple, Target Canada et Express Canada ont obtenu du financement par l'intermédiaire de leur société mère américaine. Lorsque les détaillants canadiens ont conclu des facilités de crédit auprès de tiers prêteurs, il s'agit le plus souvent de facilités de prêt reposant sur l'actif. Celles-ci peuvent prendre la forme de facilités de crédit distinctes ou faire partie d'une facilité plus importante avec la société mère du détaillant. Dans ce dernier cas (comme dans les procédures de Toys "R" Us Canada en vertu de la LACC), même si le détaillant canadien ne connaît pas les mêmes difficultés financières que sa société mère, il peut se retrouver sans financement et être incapable d'obtenir davantage de crédit, sauf par l'intermédiaire d'une facilité de débiteur-exploitant (une « facilité DIP ») approuvée par le tribunal.

Le présent article expose certains des défis uniques auxquels pourraient faire face les prêteurs avant le dépôt de procédures de restructuration et les prêteurs DIP en cas d'insolvabilité d'un détaillant canadien.

PRIÈTEURS AVANT LE DÉPÔT DE DÉTAILLANTS CANADIENS

Facilités de prêt reposant sur l'actif

Les détaillants offriront habituellement une garantie (stocks et créances provenant d'achats sur cartes de crédit) qu'il est particulièrement facile d'évaluer et de monétiser. En conséquence, un financement reposant sur l'actif est le produit financier de choix pour les prêteurs des détaillants puisqu'il procure une plus grande certitude quant à la valeur minimale de la garantie du détaillant dans le cadre d'une liquidation. Les prêteurs accordant un prêt reposant sur l'actif peuvent également prendre une sûreté sur l'intérêt à bail de détaillants, mais n'attribueront habituellement pas une valeur importante à ces droits. Les prêteurs considéreront plutôt une telle garantie comme une garantie excédentaire ou complémentaire (*boot collateral*).

La disponibilité aux termes d'une facilité reposant sur l'actif est soumise aux fluctuations de la « base d'emprunt » du débiteur, une mesure fondée (notamment) sur un pourcentage de la valeur de liquidation ordonnée nette (la « VLON ») évaluée du stock du détaillant, à certaines réserves près.

La réduction de la base d'emprunt d'un débiteur peut entraîner une crise de liquidité qui précipite le dépôt de procédures d'insolvabilité. Ce fut le cas dans les procédures de Sears Canada en vertu de la LACC : dans l'affidavit déposé au soutien de sa demande d'ordonnance initiale, Sears Canada a invoqué la disponibilité réduite aux termes de sa facilité de crédit renouvelable reposant sur l'actif (à la suite d'une réserve pour certaines réclamations prioritaires possibles au chapitre du régime de retraite) comme l'une des raisons du dépôt de ses procédures en vertu de la LACC.

Les détaillants qui se fondent sur des facilités reposant sur l'actif s'exposent également à l'inconvénient que la perception qu'a le marché des difficultés financières peut à elle seule déclencher une réaction en chaîne, qui limite la disponibilité aux termes de la facilité de crédit des détaillants, réduit la liquidité et alimente le besoin du détaillant de se prévaloir de la protection accordée par la législation sur l'insolvabilité. Lorsque les fournisseurs d'un détaillant perçoivent des difficultés, ils peuvent exiger des modalités de paiement plus sévères, ce qui donne lieu à une diminution du niveau des stocks et à une réduction simultanée de la VLON qui, à son tour, entraîne une disponibilité moindre aux termes de la facilité de crédit du détaillant.

EXÉCUTION



Priorités

De manière générale, la loi canadienne sur l'insolvabilité protège les droits des créanciers garantis et les tribunaux canadiens reconnaissent de façon manifeste qu'une conjoncture stable favorable aux prêts est nécessaire à la mobilisation continue du capital et à la croissance économique.

Il existe cependant un certain nombre de privilèges ou de charges d'origine législative et de fiduciaires présumées qui s'appliquent potentiellement en vertu des lois provinciales et fédérales (tant en faveur des gouvernements fédéral et provinciaux que de tiers) qui ont priorité sur ceux des créanciers garantis. Dans des procédures d'insolvabilité, certains de ceux-ci continuent de s'appliquer et la détermination de l'ordre de priorité des créances peut comporter une analyse complexe, dont les résultats peuvent varier d'une province à l'autre.

Les principales priorités prévues par la loi qui peuvent s'appliquer dans des procédures en vertu de la LACC concernant un détaillant comprennent les réclamations prioritaires pour les éléments suivants : i) les déductions du salaire des employés non versées au titre de l'impôt sur le revenu et des impôts semblables sur les cotisations sociales, ii) le salaire impayé (y compris l'indemnité de vacances accumulée mais non payée) à concurrence de 2 000 \$ CA par employé, iii) les cotisations à des régimes de retraite dans le cours normal non payées et iv) le déficit de liquidation d'un régime de retraite.

Outre les réclamations prioritaires possibles prévues par la loi, les tribunaux ordonnent régulièrement des charges superprioritaires dans le cadre de procédures en vertu de la LACC, qui ont préséance sur celles des créanciers garantis. Par exemple :

- les charges administratives garantissant le paiement des honoraires professionnels;
- les charges en faveur des administrateurs et des dirigeants leur garantissant une indemnisation de la part de la société débitrice;
- les charges liées à un financement DIP;
- les charges du fournisseur essentiel garantissant les obligations de la société débitrice de payer les biens et les services qu'il lui a fournis aux termes d'une ordonnance le déclarant fournisseur essentiel;
- les charges liées au paiement relatif à la rétention des employés clés garantissant les obligations de la société débitrice envers les employés clés aux termes d'un plan de rétention des employés clés approuvé par le tribunal;

- les charges liées aux conseillers en vente garantissant les honoraires qui leur sont payables.

Lorsque les procédures en vertu de la LACC concernent un détaillant en difficulté, il n'est pas inhabituel que les tribunaux accordent également une charge liée à l'agent chargé de la liquidation (habituellement avec le consentement d'un prêteur DIP) dans les cas où il n'y a pas de vente d'une entreprise en exploitation et que les activités cessent. Dans de tels cas, un liquidateur tiers expérimenté dont le débiteur a retenu les services procédera souvent à une liquidation des stocks (c'est également le cas lorsque l'entreprise en général peut continuer, mais que les stocks d'un sous-groupe de magasins qui obtiennent de moins bons résultats sont liquidés). Une « convention de mandat », une « convention de services de liquidation » ou une « convention de consultation » régit les modalités de ces engagements, y compris le régime de rémunération du liquidateur. Ces conventions doivent être approuvées par le tribunal et il n'est pas rare que les tribunaux accordent une ordonnance déclarant que tous les biens du détaillant, ou un sous-ensemble de ceux-ci, sont grevés d'une charge afin de garantir les obligations du débiteur de rémunérer le liquidateur tiers. C'est ce qui s'est produit dans les procédures en vertu de la LACC de Target Canada, de Sears Canada, de Comark, d'InterTAN, de Payless Canada, de Laura's Shoppe Inc. et de Sterling Shoes.

FINANCEMENT DIP



Bien que la LACC interdise expressément de garantir des obligations antérieures au dépôt au moyen d'une charge liée à un financement DIP, les tribunaux canadiens ont quelquefois approuvé des financements DIP qui avaient pour effet de payer les facilités antérieures au dépôt :

- 1. Roulement (*roll-up* ou *creeping roll-up*) dans le financement DIP :** Dans les faits, ce type de financement DIP fait « rouler » la facilité antérieure au dépôt dans la facilité DIP postérieure au dépôt (lorsque le prêteur avant le dépôt et le prêteur DIP après le dépôt sont le même prêteur), en prévoyant le paiement de la facilité de crédit antérieure au dépôt à même le produit des activités après le dépôt. Puisque le débiteur n'a

pas accès à ses rentrées de fonds après le dépôt (qui servent à rembourser la facilité antérieure au dépôt), la société débitrice doit emprunter davantage aux termes de sa facilité DIP (citons, par exemple, les financements DIP approuvés dans les procédures de Comark en vertu de la LACC en 2015 et les procédures récentes de Golf Town et de Sears Canada en vertu de la LACC). Le remboursement graduel de la facilité antérieure au dépôt et les emprunts majorés supplémentaires aux termes de la facilité DIP permettent finalement le « roulement » de la facilité antérieure au dépôt dans la facilité DIP.

2. Retrait (*take-out*) par le financement DIP : Dans les faits, ce type de financement DIP « retire » la facilité antérieure au dépôt en affectant le produit du financement DIP au remboursement de la facilité de crédit antérieure au dépôt (les procédures de Toys “R” Us Canada en vertu de la LACC prévoyait le retrait du financement DIP d’un prêteur avant le dépôt qui n’était pas le prêteur DIP).

Habituellement, pour que le tribunal approuve le roulement ou le retrait du financement DIP, il doit être convaincu que cela ne perturbera pas le *statu quo* en portant préjudice aux groupes de créanciers du débiteur et/ou en améliorant la position au titre de la sûreté d’un prêteur actuel. Ces préoccupations du tribunal sont illustrées dans la décision de 2009 relativement aux procédures en vertu de la LACC des filiales canadiennes de Circuit City située aux États-Unis (« Circuit City »), d’InterTAN Canada Ltd. et de Tourmalet Corporation (« InterTAN »), la décision de 2017 dans le cadre de procédures en vertu de la LACC de la filiale canadienne (« Payless Canada ») de Payless Shoes située aux États-Unis (« Payless U.S. »), et la décision de 2017 concernant les procédures en vertu de la LACC de Toys “R” Us Canada.



Circuit City et InterTAN

Les procédures transfrontalières de Circuit City et d’InterTAN concernaient deux procédures d’insolvabilité distinctes : les procédures en vertu du *Chapter 11* de Circuit City devant la U.S.

Bankruptcy Court du district de Virginia et les procédures en vertu de la LACC devant la Cour supérieure de justice de

l’Ontario (rôle commercial). Avant le début des procédures en vertu de la LACC, InterTAN n’était responsable qu’aux termes de la facilité de crédit plus importante de Circuit City pour ses propres emprunts (c’est-à-dire qu’elle n’avait pas garanti les obligations de sa société mère aux termes de la facilité). Dans le cadre de l’ordonnance initiale qui amorçait les procédures en vertu de la LACC, InterTAN a demandé l’approbation d’un roulement dans le financement DIP comprenant une garantie de la part d’InterTAN des obligations de Circuit City aux termes du roulement, ce qui, dans les faits, ferait en sorte qu’InterTAN soit responsable tant des montants antérieurs au dépôt (qui n’étaient pas garantis auparavant) que des nouvelles avances aux termes de la facilité DIP. Le juge G. Morawetz a approuvé le roulement et a accordé l’ordonnance initiale en tenant compte des facteurs suivants :

1. la preuve présentée au tribunal selon laquelle le défaut d’approuver le roulement entraînerait la liquidation d’InterTAN puisque cette dernière manquait de fonds de roulement pour exercer ses activités;
2. une opération visant la continuité des activités est généralement perçue comme plus favorable aux créanciers qu’une liquidation; et
3. la protection accordée aux créanciers chirographaires d’InterTAN dans l’ordonnance initiale au moyen d’une charge de 25 M\$ CA, qui avait un rang inférieur à la charge garantissant les sommes réellement avancées à InterTAN aux termes du roulement, mais un rang supérieur à la charge garantissant les sommes avancées uniquement à Circuit City mais garanties par InterTAN (la « charge garantie subordonnée »).

Après que le tribunal eut rendu l’ordonnance initiale, le contrôleur a appris que Circuit City et les prêteurs DIP avaient l’intention de conclure une modification du financement DIP. Aux termes de la modification envisagée, 50 % de la valeur obtenue de la charge garantie subordonnée seraient versés aux créanciers chirographaires de Circuit City, et certains actifs de Circuit City ne seraient pas visés par la garantie assujettie aux privilèges DIP aux États-Unis (la « garantie soustraite »). Par conséquent, les prêteurs DIP seraient plus susceptibles de se tourner vers InterTAN en raison de sa garantie et d’intenter des recours fondés sur la charge garantie

subordonnée. Dans le cadre de requêtes ultérieures en vertu de la LACC, le tribunal canadien a rendu des ordonnances qui ont préservé le *statu quo* (en limitant les mouvements de fonds provenant de la garantie canadienne vers les États-Unis). Finalement, le tribunal a ordonné que la charge garantie subordonnée soit réduite du montant du produit tiré de la réalisation de la garantie soustraite.

Payless Canada

Similairement, en 2017, dans les procédures de Payless Canada en vertu de la LACC, le tribunal a refusé d'approuver un financement DIP au motif qu'une telle approbation porterait préjudice à certains créanciers actuels de Payless Shoes. Dans ce cas, on demandait au tribunal d'approuver un roulement dans le financement DIP alors que la facilité antérieure au dépôt de Payless U.S. avait été transférée dans la facilité DIP et que Payless Canada (qui n'était ni emprunteur ni caution aux termes de la facilité antérieure au dépôt) était tenue de garantir les obligations de Payless U.S. aux termes du roulement. Ainsi, si le financement DIP avait été approuvé, les locataires canadiens auraient, dans les faits, eu un rang inférieur à celui de la créance garantie de centaines de millions de dollars antérieure au dépôt de la société mère américaine.



Toys "R" Us Canada

Par comparaison, dans les procédures de Toys "R" Us Canada en vertu de la LACC, on demandait au tribunal canadien d'approuver le retrait d'une facilité DIP, où les fonds avancés aux termes du financement DIP étaient affectés au remboursement de la dette de Toys "R" Us Canada aux termes de sa facilité garantie antérieure au dépôt auprès d'un prêteur qui n'était pas le prêteur DIP. Afin d'approuver le financement DIP, le tribunal a examiné la restriction figurant dans la LACC interdisant de garantir des obligations antérieures au dépôt au moyen d'une charge DIP et a noté que les fonds qui devaient être avancés et visés par la charge DIP constituaient de nouvelles avances. Le tribunal a en outre souligné que le contrôleur avait obtenu un avis juridique indépendant indiquant que la sûreté antérieure au dépôt « retirée » était valide et avait un rang supérieur à l'ensemble des réclamations qui seraient dans les faits remplacées par la charge DIP. Par conséquent, la charge DIP

ne comblait aucune brèche dans la couverture des sûretés ni ne portait préjudice à la position des créanciers actuels de Toys "R" Us Canada.

LIQUIDATIONS



Parti pris pour la liquidation

L'issue de procédures d'insolvabilité concernant un détaillant tant au Canada qu'aux États-Unis tend vers la liquidation (comme ce fut le cas dans les

procédures d'insolvabilité de Sears Canada, de Target Canada, de HMV, d'Express Canada, de Nine West, d'American Apparel et de Sterling Shoes au Canada et dans les récentes procédures d'insolvabilité de Bon-Ton et de Toys "R" Us U.S. aux États-Unis).

Puisque les prêteurs prêtent habituellement en fonction d'un pourcentage de la VLON, dans le cadre d'une liquidation, un prêteur peut être raisonnablement confiant que le produit devrait être suffisant pour couvrir son exposition (pourvu que la VLON soit calculée de manière exacte). Dans le cadre d'un processus de vente visant la continuité des activités, le détaillant cherche à récupérer une valeur supérieure à la VLON. Il est possible, toutefois, que les frais d'un tel processus (c'est-à-dire les frais de restructuration et les frais d'exploitation) érodent la garantie du prêteur et que, dans les faits, le prêteur garanti assume les frais d'un processus qui vise à favoriser d'autres groupes. Les prêteurs cherchent naturellement à imposer des délais raisonnables et des budgets appropriés dans de tels processus de vente.

Le fait que les prêteurs estiment que d'avancer du capital aux détaillants complique la tâche d'un acheteur éventuel d'une entreprise en exploitation pour obtenir un financement suffisant afin de financer à la fois l'acquisition et ses besoins en matière de fonds de roulement *pro forma* expliquerait possiblement aussi le parti pris pour la liquidation.

À moins qu'un acheteur n'ait une marge de sécurité financière ou une autre source de fonds (c'est-à-dire des fonds immédiatement disponibles comme ce fut le cas dans la vente visant la continuité des activités de Golf Town et de Toys "R" Us Canada), il aura besoin d'un financement

suffisant afin de régler le prix d'achat de l'acquisition et de couvrir les besoins en matière de fonds de roulement après la clôture. Autrement dit, le prix d'achat devra correspondre, au minimum, à la VLON (sinon, l'opération visant la continuité des activités n'aurait aucune justification économique par rapport à une liquidation). Toutefois, les prêteurs à qui un financement a été demandé dans le cadre de l'acquisition tiendront compte de la même VLON, et prêteront par rapport à celle-ci, à certaines réserves près. Cette situation crée un manque à gagner dans le montant des fonds empruntés dont l'acheteur éventuel a besoin pour financer le prix d'achat et l'entreprise en exploitation.

Cela peut expliquer la tendance observable dans les ventes fondées sur l'hypothèse de continuité d'exploitation de Golf Town, de Toys "R" Us Canada et d'Athletes World au Canada et de Payless U.S., de Gymboree et de Walking Company aux États-Unis, alors qu'une partie (ou la totalité) de l'acquisition n'était pas uniquement financée au moyen de fonds empruntés (notamment, Toys "R" Us Canada détenait également en propriété des biens immobiliers de valeur qui pouvaient être affectés en garantie d'emprunts commerciaux).



Formes de liquidation

Bien que le résultat final d'une liquidation puisse être le même (à savoir la cessation des activités à un magasin de détail), les liquidations ne sont pas toutes identiques. La structure de la lettre de

mandat de liquidation et du mécanisme de rémunération qui y est prévu peut varier d'un cas à l'autre.

Les liquidateurs sont souvent choisis à la suite d'un processus de sollicitation enclenché par le détaillant insolvable, avec l'aide de son conseiller en vente (si ses services ont été retenus) et d'un officier de justice nommé par le tribunal (c'est-à-dire le contrôleur) et en consultation avec les prêteurs (les prêteurs avant le dépôt et les prêteurs DIP).

De manière générale, les propositions de liquidation comprennent l'un des deux types de régimes de rémunération suivants (ou une combinaison de ceux-ci) : une structure de « garantie nette minimale » ou une structure plus traditionnelle d'« honoraires ».

- 1. Structure de garantie nette minimale :** Dans un tel arrangement, le liquidateur garantit le produit net minimal qui sera réalisé à la liquidation (c'est-à-dire déduction faite des taxes, impôts, frais et dépenses applicables) en fonction d'un pourcentage de la valeur comptable des stocks à liquider. Le liquidateur a alors droit aux sommes recouvrées (ou plus souvent à une partie de celles-ci) en sus du montant garanti. Ce type d'arrangement procure un certain niveau de certitude quant au produit net qui reviendra dans l'actif après la liquidation.

Toutefois, il nécessite une vérification diligente plus approfondie de la part des liquidateurs soumissionnaires (ce qui peut représenter un défi si les conditions du marché ou des facteurs opérationnels requièrent que la liquidation commence rapidement), puisqu'ils sont responsables d'un niveau de recouvrement de base, quelle que soit l'issue de la liquidation. Qui plus est, de tels arrangements sont souvent fondés sur certaines hypothèses (c'est-à-dire la valeur comptable des stocks ou des dépenses), qui ne peuvent être quantifiées avec précision avant la fin de la liquidation. Si ces hypothèses devaient se révéler incorrectes, des rajustements pourraient devoir être apportés au montant garanti.

- 2. Structure d'honoraires :** Dans cette forme d'arrangement, le liquidateur reçoit des honoraires correspondant à un pourcentage convenu du produit net qui sera réalisé à la liquidation (c'est-à-dire déduction faite des taxes, impôts, frais et dépenses applicables). Ce type de structure d'honoraires nécessite habituellement une vérification diligente moins approfondie de la part du liquidateur, mais il n'offre pas au détaillant et à son prêteur le degré de prévisibilité qu'un arrangement de garantie nette minimale procure.

Des tensions peuvent exister entre le prêteur et d'autres créanciers lorsque l'analyse entreprise par un liquidateur entraîne un montant garanti égal ou supérieur à la VLON. Bien qu'une structure d'honoraires puisse représenter un avantage supplémentaire pour d'autres créanciers (dans la mesure où les résultats de la liquidation dépassent les attentes, comme ce fut le cas dans les procédures d'Express Canada en vertu de la LACC), le prêteur rationnel s'accommodera à juste titre de la structure de garantie nette minimale, qui élimine

en grande partie tout risque pour lui et permet un paiement rapide. Il est intéressant de constater, toutefois, que même si les liquidations dans un contexte de garantie nette minimale permettent une distribution initiale en faveur des prêteurs, ces derniers seront probablement appelés à conclure une convention de remboursement et un engagement de rembourser les sommes qui leur sont versées et qui sont finalement récupérées en raison de rajustements apportés au montant garanti après la liquidation.

EN GUISE DE CONCLUSION DE LA SÉRIE



L'évolution du commerce de détail au Canada, les défis auxquels les participants du marché font face et les possibilités qui s'offrent à eux ont fait couler beaucoup d'encre et suscité de nombreux débats. La présente série

visait à prendre part à cette réflexion sur l'insolvabilité de manière constructive en analysant le point de vue de divers acteurs du secteur. Les échanges sur le sujet se poursuivront, et nous espérons que notre apport aura contribué à rendre le dialogue plus éclairé et productif.

COMMUNIQUEZ AVEC NOUS

MONTRÉAL

Bernard Boucher

514-982-4006

bernard.boucher@blakes.com

Sébastien Guy

514-982-4020

sebastien.guy@blakes.com

TORONTO

Pamela Huff

416-863-2958

pam.huff@blakes.com

Milly Chow

416-863-2594

milly.chow@blakes.com

Linc Rogers

416-863-4168

linc.rogers@blakes.com

Chris Burr

416-863-3261

chris.burr@blakes.com

Aryo Shalviri

416-863-2962

aryo.shalviri@blakes.com

CALGARY

Kelly Bourassa

403-260-9697

kelly.bourassa@blakes.com

Ryan Zahara

403-260-9628

ryan.zahara@blakes.com

VANCOUVER

Bill Kaplan

604-631-3304

bill.kaplan@blakes.com

Peter Rubin

604-631-3315

peter.rubin@blakes.com