

# TABLE RONDE REST RUCTURATION



Dans les locaux de Racine Avocats Le 05 Juillet 2018





## Le traitement des dossiers se complexifie



Si le nombre des défaillances est globalement en forte baisse en 2018, certaines sociétés restent très impactées par les mutations rapides de leur secteur. De fait, les solutions pour sortir les entreprises de l'impasse deviennent de plus en plus complexes. Nos 10 experts reviennent pour nous sur les évolutions constatées ces derniers mois et sur les principaux dossiers qui ont rythmé le premier semestre de l'année 2018.

Photographie : Philippe Castano

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** On va peut-être commencer avec vous Olivier Marion, par un petit état des lieux du marché du restructuring ces derniers mois. Quel est le panorama de l'ARE ?

**Olivier Marion, PwC :** Qu'est-ce que l'on peut dire sur le marché de la restructuration ? Premièrement que l'économie va globalement mieux. La croissance n'est pas encore fantastique, mais elle tire la majeure partie des entreprises dans le bon sens. Les carnets de commandes se remplissent et il y a actuellement plus de créations d'emplois que de destructions....

Ça, c'est pour la tendance générale. Le corollaire, c'est que les différentes statistiques qui sortent, notamment sur les procédures collectives, montrent qu'il y a une diminution du nombre de dossiers. Aucune statistique n'est parfaite cependant. Lorsque l'on parle de 55 000 entreprises en procédure collective par an, à l'intérieur il y a des grosses, des moyennes, des petites, voire des très petites et des entités sans aucun salarié. Mais il y a toute de même une baisse de la volumétrie des dossiers.

Ce qui serait intéressant lors de ce tour de table ce serait de voir, pour les dossiers qui nous occupent les uns les

autres, quelles sont leurs typologies. Parce que mon sentiment personnel, c'est qu'on a des dossiers qui sont compliqués et pour lesquels les solutions ne sont pas évidentes. Cela fait plusieurs années qu'on dit que les dossiers sont compliqués et qu'il y a moins d'options possibles, c'est vrai, mais je trouve à titre personnel que plus le temps avance, plus les entreprises que nous accompagnons sont exsangues et les solutions limitées, souvent faute d'avoir trop attendu.

Et puis il y a un point parallèle intéressant dont il faudrait discuter, c'est celui du marché du M&A

actuel qui est très dynamique, trop peut-être... On voit des typologies d'opérations qui se nouent actuellement, qui pour certaines se font à des prix très importants. Il y a une vraie concurrence autour de ces opérations, avec des financements qui sont conséquents et des leviers élevés. Nous regardons ces sujets avec attention pour voir comment certaines situations ou opérations qui nous paraissent tendues ou montées de manière assez agressive vont évoluer dans le temps. On observe aussi, de manière plus directe, l'évolution de l'économie. Certes, l'économie va mieux dans son ensemble, mais c'est une croissance qui reste fragile, et tant qu'elle est fragile, il y a des secteurs ou des acteurs qui en profitent et d'autres qui sont un peu plus à la peine. Je pense qu'on est tous occupés par exemple actuellement sur des secteurs qui sont des "classiques de l'étape", malheureusement, par exemple la distribution, notamment spécialisée comme la distribution textile. Voilà, je pense, la note de tendances générales à retenir.

**Franck Michel, AJAssociés :** On constate effectivement que c'est une croissance qui reste fragile. Il n'est pas exclu qu'il y ait, à bref délai, une crise financière si la rentabilité des entreprises n'est pas au rendez-vous. Sur ce point, il convient toutefois de nuancer avec l'indice de l'économiste Robert Shiller, prix Nobel de l'économie 2013, qui mesure l'écart entre la valeur des entreprises et leur rentabilité. Celui-ci est à un niveau très élevé, comparable à ceux d'avant la crise de 1929). Cela signifie que le marché est exposé à une nouvelle crise financière si la rentabilité des entreprises n'est pas au rendez-vous.

On note également la hausse du nombre de mandats ad hoc et de conciliations qui confirme que les entrepreneurs anticipent de mieux

en mieux leurs difficultés. Il faut cependant nuancer avec le projet de loi PACTE (Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises), qui prévoit une rehausse des seuils obligatoires de désignation des commissaires aux comptes à 4 M€ de bilan, 8 M€ de CA et 50 salariés (au lieu de 3,1 M€ de CA, 1,55 M€ de bilan et 50 salariés (2 seuils sur 3) pour les SARL et 3 M€ de CA, 2 M€ de bilan et 20 salariés pour les SAS). Cette hausse aura pour effet de réduire les coûts des petites entreprises (150 000 entreprises concernées), mais les privera de la procédure d'alerte du commissaire aux comptes, qui est indispensable à la détection la plus précoce des difficultés. Le commissaire aux comptes peut cependant toujours être désigné sur option.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Donc les chiffres prouvent que le volume des dossiers est aujourd'hui plus faible. Même si ce sont des statistiques globales, les dossiers traités par le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) ont connu une baisse importante puisqu'ils ont été divisés par deux. Entre 2016 et 2017 c'était resté stable avec une quarantaine de dossiers mais un nombre d'emplois en jeu qui a fortement baissé, ce qui est plutôt une bonne nouvelle. Aujourd'hui, comme vous le dites, le pipe du restructuring est en train de se remplir à grande vitesse avec des montages très tendus sur les marchés de LBO et, plus globalement, un afflux de liquidités qui fait que les entreprises s'endettent à nouveau.

**Franck Michel, AJAssociés :** Il est clair que dans les affaires in bonis, donc pas celles du restructuring, quand on voit les ratios de rachat des sociétés entre elles ou par les fonds de Private Equity, c'est impressionnant. Dix fois l'Ebitda... On est en train de passer



le cap de 2007. Les taux d'intérêt sont très bas, mais si demain matin ils remontent un tant soit peu... ça va être très compliqué. C'est ça le futur.

A propos du CIRI il faut noter la nouvelle fonction de Délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (Jean-Pierre Floris) depuis le 08 décembre 2017, qui, justement, a pour mission de coordonner les actions des autres interlocuteurs, dont certains ont changé de nom : le CIRI, les commissaires aux restructurations et à la prévention des difficultés (les anciens commissaires au redressement productif) le bureau des restructurations de la DGE, le Ministère du Travail et la Médiation du crédit aux entreprises. L'impact de cette nouvelle fonction n'est pas encore connu car nous n'avons pas suffisamment de recul à ce jour, mais on déplore en tout cas l'absence de devoir d'alerte des créanciers publics (via les CCSF par exemple) qui, au lieu d'agir en recouvrement de créances publiques, pourraient se voir confier un devoir d'alerte à l'instar des commissaires aux comptes ou du Président du Tribunal de commerce en présence d'inscriptions de privilèges de créanciers publics. Ces alertes



pourraient être centralisées au niveau des Greffes ou de l'observatoire des défaillances des difficultés des entreprises.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires : Pour revenir au présent, Maurice Lantourne, quels sont les principaux dossiers qui vous occupent aujourd'hui et peut-être, justement, les plus atypiques comme le groupe Maranatha ?**

**Maurice Lantourne, Lantourne :** C'est un peu compliqué de parler des dossiers en cours et qui sont justement bientôt à maturation, mais c'est vrai que ce dossier est atypique. Il est atypique parce qu'il y a plusieurs problématiques. D'abord, Maranatha en tant que tel est rarement propriétaire des actifs. Il s'agit d'un groupe hôtelier avec un pôle qu'on appelle le pôle historique, qui a été acquis sur une dizaine d'années, et puis le pôle Hôtels du Roy. Dans les deux cas, les administrateurs sont confrontés à un problème original : essayer de fédérer tout le monde pour pouvoir vendre, au mieux, dans l'intérêt des créanciers et des investisseurs initiaux, les deux pôles. Sans en être totalement propriétaire, avec dans un cas le créancier qui se prévaut d'un pas commissaire et dans l'autre des associés, des *clubs deals* qui sont majoritaires dans la quasi-totalité des hôtels. Donc il fallait trouver un schéma original, convaincre les différents partenaires qu'il valait mieux vendre ensemble, mettre un peu en vitrine le pôle Hôtels du Roy pour attirer des personnes sur le pôle historique - où il y a de très beaux hôtels d'ailleurs, mais sur lequel des fonds d'investissement ne seraient pas venus d'eux-mêmes. Ça a été réussi dans une première partie. Maintenant on est sur l'aboutissement de ces efforts, avec des ajustements dans la dernière ligne droite qui sont délicats. Cela a marché dans la mesure où il y a de très belles offres et tous les grands fonds de la place s'y sont intéressés. Nous sommes dans la dernière ligne droite et il reste

quatre grands fonds et des opérateurs. Tous les ingrédients sont réunis pour faire une belle reprise, mais il y a encore des éléments techniques, dont on ne peut pas parler aujourd'hui, qui peuvent créer des difficultés lors des audiences et de l'examen des plans.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires : Avant d'en arriver au dénouement, parce que le credo des professionnels du restructuring c'est toujours l'anticipation, comment en arrive-t-on à ce point de dégradation ?**

**“Il y a un marché du LBO qui refonctionne avec des effets de levier relativement forts et des taux bas, et puis il y a un marché français de la grosse PME qui souffre d'un manque de fonds propres”**

**Maurice Lantourne**

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Il y a eu plusieurs facteurs sur ce dossier. Le premier, c'était une croissance rapide sans accompagnement de fonds propres, mais avec un schéma qui drainait les fonds d'investisseurs privés à des taux relativement élevés, autour de 7 à 7,5%, avec des liquidités permanentes. Cela fonctionne tant que les liquidités ne sont pas demandées en même temps et ça fonctionne surtout tant qu'une plus-value importante est possible à 5 ou 6 ans. Donc ça veut dire qu'il faut faire l'acquisition d'hôtels qui sont en devenir ou les transformer, réaliser une plus-value et vendre assez vite dès que la plus-value est là parce que le marché peut vite changer. Ça fonctionnait si cela avait été fait il

y a dix ans sur une dizaine d'hôtels. Le problème c'est qu'entre temps le prix des hôtels a considérablement monté et qu'on attend aujourd'hui, sur des hôtels murs et fond, des prix qui sont déconnectés des cash-flows. La plupart des hôtels qui s'achètent aujourd'hui ne se remboursent pas par le cash-flow, il y a des systèmes en partie *in fine* ou des apports de fonds propres parce qu'on compte sur une revalorisation à terme. Donc ce modèle, qui pouvait fonctionner il y a dix ans, est aujourd'hui grippé parce que i) on achète de plus en plus cher et qu'on n'aura pas la plus-value au rendez-vous, ii) lorsque vous faites ça, finalement, les banques considèrent que vous êtes avec des actionnaires qui sont des investisseurs de passage. Outre le fait que le montage était vu comme fragile par certaines banques, elles ont considéré qu'il n'y avait pas de fonds propres réels parce que les actionnaires pouvaient partir à tout moment. Du coup, vous n'avez pas accès au crédit senior et vous ne bénéficiez pas des taux d'intérêts bas actuels pour vos acquisitions, ce qui engendre des frais financiers élevés.

Dans le cas des Hôtels du Roy, ce qui n'a pas été levé chez les investisseurs l'a été auprès d'un fonds qui pratique des taux de marché qui sont de l'ordre de 8,5%, ce qui représente le même inconvénient. En plus l'achat a été immédiatement suivi des attentats, ce qui a entraîné une chute du cash-flow et un blocage dans la levée des fonds : ils n'ont réussi ni à lever de la dette senior pour alléger un peu l'obligataire ni même à lever sur les CAPEX. Ce n'est pas étonnant que le modèle ne résiste pas. Cependant, à la différence de certains dossiers qui se sont mal terminés et dont on a pu parler sur ce type d'appel à l'investissement, il y a quand même des actifs qui ont une belle valeur. À la fin, on peut espérer que les investisseurs aient un retour - pas forcément celui qu'ils espéraient, mais nous travaillons pour qu'il soit convenable.

## Maurice Lantourne

- Maurice Lantourne est associé cofondateur de Lantourne & Associés avec Kristell Cattani et Flavie Hannoun. Lancé début 2014, la firme compte trois associés et six collaborateurs dédiés au restructuring, au contentieux et au pénal des affaires. L'équipe intervient dans les dossiers de restructuration aussi bien pour le compte des créanciers, débiteurs et investisseurs.
- Lantourne & Associés est intervenu sur les dossiers de place en restructuring et contentieux. Parmi les principaux faits d'armes de l'équipe, on peut rappeler les dossiers Nice Matin (Deal innovant de l'année 2014) Maranatha, Doux, SNCM ou encore Zilli.
- Maurice Lantourne et ses équipes sont reconnus par leurs clients pour leur capacité à mettre en place des stratégies innovantes. Autre élément distinctif très important, ils interviennent aussi bien en conseil qu'en contentieux.



**Franck Michel, AJAssociés :** Pour compléter les propos de Maurice, ce qui est très intéressant dans ce dossier, c'est qu'il s'agit de quelque chose qu'on ne voyait pas du tout il y a quelques années : une approche M&A en procédure collective. Avant, il y avait une vraie séparation. La procédure collective, c'était le plan de cession, et les approches M&A se faisaient en amont et bien évidemment en situation *in bonis*. Là c'est une approche d'adossement sur un dossier très complexe et on s'aperçoit que c'est une approche dans laquelle s'inscrivent tous les fonds d'investissement. On constate aujourd'hui que la plupart d'entre eux sont devenus très professionnels en matière de procédure collective, là où ils considéraient avant que la procédure collective ne relevait

pas de leur métier. Maintenant, il y a une approche financière similaire à celle des cabinets de restructuring, avec un positionnement sur des dossiers qui sont très marqués procédure collective.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires : Nadine Veldung, qu'avez-vous observé du marché de votre côté ?**

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Je dois dire que je suis assez en ligne avec mes camarades. Les dossiers qu'on voit en restructuring me paraissent, pour beaucoup, dans des situations très compliquées. Je voudrais également rebondir sur ce qui a été dit : je pense que nous sommes au creux de la vague et que nous risquons d'avoir des mauvaises surprises dans des délais

assez brefs. J'étais déjà intervenue sur les statistiques financières l'année dernière et je vais recommencer cette année, toujours avec prudence. Il faut savoir qu'en ce moment, les marchés primaires high yield ne sont vraiment pas bons. On a recensé 41 milliards d'émissions contre 46 l'année dernière, ce qui est déjà une baisse assez conséquente. Les conditions de marché sont également difficiles à cause de la crainte des guerres commerciales et des tensions politiques, mais aussi des rendements qui sont attractifs sur des nouvelles émissions et surtout des rendements sur certaines opérations secondaires qui sont ULTRA-attractifs. Vous avez également certaines émissions obligataires, notamment italiennes et espagnoles, qui recotent à 90% du Pair. Je vais prendre l'exemple





d'un de nos clients : c'est un Italien dans la construction, une belle adresse dans une situation financière tout à fait acceptable - l'équivalent d'un bon BB - et alors même qu'il y a d'autres émetteurs du secteur avec des yields de 10 %, lui ne veut pas émettre. Il pouvait se le permettre car il a été prudent, mais si la même chose arrive à des entreprises qui l'ont moins été et qui sont dans l'obligation émettre, les conséquences peuvent être très graves... Vous comprendrez qu'il faut rester vigilant. Pas moins de 8 transactions obligataires qui ont été retirées du marché. C'est énorme, ça fait très longtemps que cela n'était pas arrivé. Nous observons également que tous les spreads se tendent massivement et que globalement, le marché du high yield est revenu sous pression depuis quelques mois. Cela a automatiquement des conséquences sur les crossovers, qui ont déjà pris 50 à 70 points de base, mais également sur tout ce qui est financement bancaire à plus long terme. Nous profitons toujours de conditions de financement très bonnes en bancaire car les banques sont très liquides, donc ce n'est pas pour demain, mais il faut surveiller ces aspects-là.

Le marché des IPO est également sous pression, avec beaucoup de dossiers qui ont été retirés - ce qui se fait rarement

de gaieté de cœur au vu des coûts qu'ils engendrent. Je me suis intéressée aux performances des deals qui ont été introduits depuis 2017-2018. Sans aller dans le détail, la moitié de ces IPO sont aujourd'hui en dessous du cours de Bourse d'introduction.

**“On va vers des conditions de marché globalement plus difficiles avec une liquidité moins présente, d'où l'intérêt pour des entreprises dans des situations tendues de choisir dès que possible un bon moment pour émettre”**

**Nadine Veldung**

Vous pouvez être sûr que ceux qui ont investis ne sont pas très heureux des résultats. Ça ce sont les points d'attention. Pour moi, on va vers des

conditions de marché globalement plus difficiles avec une liquidité moins présente, d'où l'intérêt pour des entreprises dans des situations tendues de choisir dès que possible un bon moment pour émettre.

**Maurice Lantourne, Lantourne :**

Plus largement, j'ai l'impression qu'il y a deux marchés complètement différents. Il y a un marché du LBO qui fonctionne à nouveau avec des effets de levier relativement forts et des taux bas, et puis il y a un marché français de la grosse PME qui souffre d'un manque de fonds propres. Les solutions qu'on trouvait avant dans les concours bancaires pour y pallier disparaissent petit à petit car les banques adoptent des normes européennes - voire mondiales - et des ratios avec des fonds propres élevés. Du coup, comme les entreprises françaises n'ont pas beaucoup de fonds propres, elles se retrouvent en risque dilutif très fort quand elles vont chercher de l'obligataire convertible côté créancier, et les actionnaires historiques se sentent en danger. Même si on peut penser qu'il y a une croissance qui repart, on risque de rencontrer des difficultés car nous sommes passés à une culture anglo-saxonne sans en avoir le pendant, qui est de facilement drainer l'épargne vers les actions.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires : Sylvain Hustaix, vous confirmez ce paradoxe ?**

**Sylvain Hustaix, FHB :** Pour rebondir sur la question initiale, je pense que la diminution du nombre de procédures est à nuancer parce qu'on voit, d'une part, que le nombre de procédures a de nouveau augmenté ces derniers mois, et d'autre part parce que concrètement, on ne voit pas d'embellie particulière en terme de perspectives d'activité chez les sociétés auxquelles nous sommes confrontés. Si l'on y ajoute la faiblesse structurelle des fonds propres des sociétés qui vient d'être évoquée et les difficultés de ces dernières à

## Nadine Veldung

- Nadine a rejoint le groupe Oddo en 2012 où elle a développé avec succès la plateforme DCM, en France puis en Allemagne, avant de prendre la tête de Oddo Seydler Corporate Finance en 2016 conjointement avec Karl Filbert. Depuis 2018 elle est Global Head Corporate Finance d'ODDO-BHF
- Nadine a débuté sa carrière chez Dresdner Bank, avant de rejoindre West LB où elle a travaillé 17 ans, durant lesquels elle a acquis une large expérience en matière d'arrangement, de structuration et de syndication de financements complexes. Nadine était responsable de West LB France et Europe du Sud, co-responsable de Banque d'Orsay et membre du comité de crédit de la banque pendant 5 années. Entre 2009 et 2012, Nadine était Partner chez DC Advisory, responsable de l'activité Conseil en dette et Restructuring.
- L'équipe Corporate Finance d'Oddo BHF compte aujourd'hui une soixantaine de professionnels



se financer auprès des banques, il y a malheureusement à craindre une reprise des procédures à moyen terme.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires : Et cette tension sur le financement ? Sophie Susterac, vous qui êtes dans le financement bas de bilan, vous voyez ces besoins non adressés par les banques chez votre clientèle ?**

**Sophie Susterac, FactoFrance :** En effet, la première préoccupation de ce type d'entreprises est de trouver du cash rapidement, au travers de financements court terme. Mais dans ce type de situation, les banquiers deviennent plus que frileux. Pour les entreprises qui vendent en B to B, l'affacturage est une source de financement souvent optimale. Le marché de l'affacturage, qui concerne tant les sociétés in bonis que les sociétés en retournement, est en pleine croissance, avec 291 milliards de

chiffres d'affaires cédés et une hausse de 8,4 % enregistrée en 2017. Au premier trimestre 2018, la croissance du marché est de 9 % plaçant l'affacturage au premier rang des concours bancaires court terme devant le découvert. Chez FactoFrance, de par notre histoire et notre autonomie, nous proposons aussi nos services aux entreprises en difficulté. La Business Unit Restructuring que nous avons créée en 2015 pour intégrer et gérer les nouveaux contrats des sociétés en procédure connaît un plein essor. Nous constatons que nous intervenons de plus en plus auprès de sociétés en procédure amiable. Dans ce type de situation, notre analyse se base en priorité sur la nature de la créance qui doit être financée. Dans ce cas, il ne faut pas avoir une approche bancaire traditionnelle mais vraiment s'intéresser au poste client. S'il est parfaitement analysé, si les créances sont nées, liquides et exigibles, si la garantie contre le risque d'impayés

des clients est plutôt bonne, alors l'affacturage est un excellent moyen pour trouver une source de financement déplafonnée parfaitement adaptée aux entreprises en procédure. Notre grande satisfaction est de constater que 95% de nos clients en procédure qui redeviennent *in bonis* restent clients et continuent à bénéficier de nos services et financements.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires : Michel Maire, j'ai envie de vous faire réagir sur les leviers d'actions, aujourd'hui, pour les entreprises en difficulté. Tout le monde dit que c'est devenu plus compliqué. Pour vous, est-ce qu'il s'agit des mêmes recettes qu'avant ou ont-elles changé ?**

**Michel Maire, DI Groupe :** C'est un peu une autre analyse. Pourquoi est-on en difficulté ? C'est d'abord parce qu'on a des mauvais résultats et un problème



de management, et qu'ensuite cela dérive sur les aspects financiers. Donc la recette c'est toujours le management. Comme le disait Maurice, en matière de financement, on a tiré sur tout ce qui était possible ces dix dernières années : les clients ont été factorisés depuis longtemps, on a mis en fiducie pour garantir quelques actifs à des créanciers, on a gagé les stocks... Les leviers qui restent ne sont pas nombreux. La marge pour redresser la société sans la faire passer par la case redressement judiciaire devient très ténue. Il faut avoir un peu d'argent pour pouvoir financer le plan de retournement. C'est quelque chose qui prend du temps : il y a des pertes intercalaires, peut-être des investissements à faire... Trouver des personnes qui acceptent de financer durant ces périodes-là, c'est très compliqué, hormis de faire appel aux actionnaires – s'ils sont solvables. Après, c'est la règle du jeu, nous avons fait vivre un peu plus les sociétés. Bonne nouvelle, mais ce que je trouve dommage lorsqu'on fait perdurer une société c'est que chasser l'amélioration du BFR sans mettre en place un plan d'action opérationnel sur le rendement même de la société, c'est vain, c'est reculer pour mieux sauter. C'est malheureusement assez souvent ce que l'on voit.

**Franck Michel, AJAssociés :** Je l'avais dit la dernière fois, mais aujourd'hui il ne faut pas se leurrer : on a diabolisé et ringardisé les procédures collectives. Cela fait des années qu'on dit qu'on sauve des emplois en évitant le dépôt de bilan, alors qu'il n'y a pas de lien entre le sauvetage des emplois et les procédures collectives. On a des procédures collectives où l'ensemble des emplois sont sauvegardés, mais on a aussi des situations in bonis avec des plans sociaux massifs qui sont mis en place. Le problème c'est qu'aujourd'hui on traite en prévention des dossiers qui avant étaient traités en procédure collective alors qu'intrinsèquement, la situation financière des entreprises n'a pas changé. On est aujourd'hui dans

une évolution législative où la menace des cessations des paiements n'existe plus. On est sur des états de cessation des paiements avérés en mission de prévention, il y a le prepack cession, etc. Donc finalement on nous présente des statistiques qui sont très bonnes en nous disant "regardez, il y a moins de procédures collectives et les procédures de prévention marchent beaucoup mieux", mais la réalité c'est qu'on traite sous prévention des procédures collectives avec un arsenal juridique qui aboutit à peu près aux mêmes conséquences.

**“Il ne faut pas se leurrer : on a diabolisé et ringardisé les procédures collectives. Cela fait des années qu'on dit qu'on sauve des emplois en évitant le dépôt de bilan, alors qu'il n'y a pas de lien entre le sauvetage des emplois et les procédures collectives”**

*Franck Michel*

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Ça n'est donc pas une amélioration ?

**Franck Michel, AJAssociés :** Ce n'est pas pour autant que les Français sont mieux payés ou que l'emploi est plus sauvegardé. C'est simplement une bataille de communication.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Oui, ce qu'on observe, c'est des dossiers boomerangs qui reviennent toutes les saisons comme Doux ou Presstalis. Un mot sur ce sujet Sylvain ?

**Sylvain Hustaix, FHB :** Malgré les outils de prévention, les dossiers continuent à arriver trop tard, quelle que soit leur taille. L'unanimité requise dans les procédures amiables ne permettant pas toujours d'envisager un accord suffisant pour assurer la pérennité de la société, le recours à des procédures collectives préparées apparaît alors comme la solution la plus adaptée. Presstalis est un dossier atypique. C'est un groupe évoluant dans un environnement très réglementé qui a été affecté par une diminution structurelle du marché de la presse et de la distribution depuis des années et n'a pas été en mesure de se restructurer suffisamment. Les besoins de trésorerie ont été largement sous-estimés et ont nécessité des efforts considérables des éditeurs et de l'Etat pour parvenir à une solution amiable et éviter une défaillance qui aurait eu des répercussions dramatiques sur l'ensemble de la filière.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** On parle de risques systémiques pour un secteur qui ne se porte déjà pas très bien, ce qui n'est pas une nouveauté, mais là c'est une restructuration qui n'a pas été faite et qui demande une refonte du modèle ? La loi Bichet de 1947, c'est une loi obsolète ?

**Laurent Jourdan, Racine :** On savait que c'était un sujet à traiter. On pensait que cela avait été fait en 2012, mais en réalité cela n'a pas été suffisant et donc nous savions qu'il était dans les tuyaux. D'autant plus que tout le monde connaît la situation de la presse et que cela ne va pas en s'améliorant. Après c'est vrai qu'il s'agit d'un dossier atypique. En principe la prévention est efficace, essentiellement du fait

## Franck Michel

- Associé fondateur d'AJAssociés. Franck Michel est responsable de la gestion et du développement du cabinet tout en étant présent sur des missions significatives. Ce cabinet a développé une approche d'audit lui permettant de constituer des équipes avec plusieurs associés et collaborateurs salariés.
- AJAssociés est présente sur tout le territoire de métropole et Dom Tom et compte 10 associés et 90 collaborateurs. De fait, elle est la plus importante en France mais aussi la plus active depuis quatre ans (elle a été primée quatre années de suite pour avoir été l'étude la plus active du marché français).
- AJAssociés compte aujourd'hui 21 bureaux et est désignée sur plus de 1000 missions par an. En 2018, plusieurs associés interviennent actuellement sur les 127 procédures collectives qui concernent le groupe Hotelier Maranatha.



de la confidentialité qui est attachée à la procédure. Une des difficultés du dossier a été l'absence de confidentialité compte tenu du sujet, l'affaire était partout dans la presse. Cette situation a rendu la mission du conciliateur plus complexe. Point intéressant, ce dernier a réussi à obtenir un soutien de l'Etat et des efforts des éditeurs, ce qui était loin d'aller de soi...

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Surtout que l'Etat avait déjà injecté plusieurs dizaines de millions d'euros en 2012.

**Laurent Jourdan, Racine :** Oui, ce n'était pas évident de convaincre l'Etat de continuer. Dans de nombreux secteurs l'intervention de l'Etat est indispensable. On l'a vu avec William Saurin l'année dernière : heureusement que l'Etat est intervenu en catastrophe pour mobiliser les banques et assurer la poursuite de l'exploitation de

William Saurin le temps de trouver une solution plus pérenne. Pour Presstalis, c'est pareil, l'Etat ne peut pas ne pas intervenir. L'intervention de l'Etat ne peut cependant s'effectuer que dans le cadre de la réglementation communautaire des aides d'Etat. Ce point est essentiel, on l'a vu avec la liquidation de la SNCM : celle-ci a été causée par le fait que des aides octroyées par l'Etat français ont été remises en cause par la Commission Européenne et qu'il a fallu les rembourser. Donc aujourd'hui quand l'Etat intervient, il est sous la pression de cette question des aides d'Etat. Si l'on prend l'exemple de la Sernam : la Commission avait dans un premier temps validé les aides, mais on est tout de même revenu dessus. Donc la sécurité juridique liée à l'intervention n'est pas évidente...

**Maurice Lantourne, Lantourne :** La sécurité juridique, c'est d'essayer d'avoir un modèle rentable sans intervention.

On peut par ailleurs baisser les impôts et éviter les charges.

**Laurent Jourdan, Racine :** On est d'accord. Pour éviter d'être ensuite sous la coupe "d'aide d'Etat illicites", l'Etat doit se comporter comme un investisseur avisé. Cela veut clairement dire qu'il ne peut pas intervenir seul.

**Sophie Susterac, FactoFrance :** Et les créances de Presstalis, de par leur nature, n'étaient pas simples à factoriser.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** C'est clair.

**Laurent Jourdan, Racine :** Dans un dossier comme Presstalis, les facteurs et les éditeurs sont intervenus. Là, l'Etat apporte son soutien, mais il a également un rôle de pivot dans la négociation sur l'équilibre financier à trouver *in fine*. C'est ce qui a permis, avec les





efforts du conciliateur, d'amener les éditeurs à abonder très fortement au plan de retournement. Il y a un autre intervenant qui nous a beaucoup aidé sur le dossier, c'est le président du tribunal. Il ne faut pas oublier qu'en matière de prévention, il a un rôle essentiel notamment en convoquant à plusieurs reprises les parties pour faire avancer le dossier en cas de besoin.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Mais encore faut-il que la solution soit pérenne. Parce que faire payer les éditeurs... Est-ce qu'ils sont assez solides pour ça ?

**Laurent Jourdan, Racine :** Ils ont fait l'effort. Le travail qui reste à faire est du côté du législateur. La Loi Bichet doit être modifiée.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** C'est vrai qu'il y a des secteurs aujourd'hui, comme la presse ou le retail, on se demande ce que l'on peut faire. La mutation du modèle est en cours depuis des années... Que peut-on faire dans ces secteurs-là ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** S'adapter. Il n'y a que les espèces qui ne s'adaptent pas qui meurent. Ça fait longtemps que ça dure.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** C'est darwiniste.



**Olivier Marion, PwC :** Ce qui est bluffant c'est qu'il y a également, et heureusement, des espèces qui s'adaptent très bien !

**“L'affacturage est un excellent moyen pour trouver une source de financement déplafonnée parfaitement adaptée aux entreprises en procédure”**

**Sophie Susterac**

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Exactement. Aujourd'hui on a internet, on fait nos courses en ligne... Ça ne sert à rien de regretter les anciens modèles. Avec les nouvelles générations, les gens vont de plus en plus acheter et consommer autrement. Aujourd'hui, on constate qu'il existe des modèles de retail qui marchent extrêmement bien en étant uniquement sur internet, des sociétés qui se montent en ayant absolument aucune présence physique. C'est un bon sujet de réflexion.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Et pour ceux qui ont loupé le coche ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Il n'est jamais trop tard pour s'adapter, mais il faut prendre le temps de se réinventer, ce qui est difficile si on manque de financement.

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Ça dépend également de la force de la marque. Si ce sont des grandes marques elles peuvent rebondir, mais pour des entreprises qui n'ont pas de marque et un modèle physique qui décline...

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Pour revenir sur le rôle de l'Etat, est-ce que parfois il n'y a pas un acharnement thérapeutique sur certains dossiers ?

**Maurice Lantourne, Lantourne :** On ne va pas dire ça, on est demandeurs.

**Laurent Jourdan, Racine :** En revanche sur l'intervention de l'Etat, il y a un point qui est intéressant et qui est aussi une source d'insécurité juridique, c'est le contrôle des concentrations. On le vit d'ailleurs avec William Saurin, où il y avait deux offres. Le CIRI et les banques ont choisi une offre plutôt qu'une autre mais celle qui a été retenue posait des problèmes en terme de droit de la concurrence. Nous le savions tous. Le repreneur a obtenu la dérogation pour faire l'opération, ce qui en général préfigure un contrôle allégé sur le fond par la suite par l'autorité de la concurrence. Cette fois-ci cependant, compte tenu des problèmes posés, ce contrôle a été approfondi. L'autorité de la concurrence, à l'issue du contrôle, a demandé au repreneur de se séparer d'une de ses marques phares et d'un site de production pour valider l'opération post entrée en jouissance et post jugement de reprise, l'économie de la reprise en est nécessairement bouleversée. Chose qui n'est jamais arrivée depuis que la loi

## Sophie Susterac

➤ **Position :** Directrice Commerciale Ile De France FactoFrance

➤ **Expérience :** Sophie a démarré sa carrière en 1991 à la Compagnie Bancaire (UCB – crédit immobilier aux entreprises) puis a développé une expérience commerciale en PME dans des domaines variés (BTP, parapharmacie).

- En 1995, elle intègre le groupe FactoFrance, n° 1 de l'affacturage en France où elle occupe des fonctions d'ingénieur commercial puis de manager.

- De 2009 à 2014, Sophie est Directrice Commerciale de Cofacredit, société d'affacturage dédiée aux exportateurs français.

- En 2015, promue Directrice Commerciale en Ile de France de FactoFrance, elle participe notamment au développement de l'offre affacturage Restructuring, pour les entreprises en retournement.

➤ **Qualification :** Diplômée de l'Ecole Supérieure de Commerce de Montpellier



existe, le ministre a évoqué le dossier pour remettre en cause la décision de l'autorité de la concurrence, et on attend désormais sa décision le 19 juillet. Le sujet de l'emploi mis à part, dans les deux cas il y a une insécurité juridique totale puisque les conditions dans lesquelles l'acquéreur reprend William Saurin risquent d'être complètement modifiées.

**Sophie Susterac, FactoFrance :** Pour l'anecdote, concernant William Saurin, pendant des années nous leur avons proposé nos services d'affacturage et nous ne comprenions pas pourquoi sa dirigeante refusait systématiquement nos services...

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Patrick Teboul, parlez nous de vos dossiers.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Le problème des dossiers de restructuration c'est qu'on ne peut pas tellement en parler.

**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** Vous intervenez sur des dossiers de restructuration à la fois d'immobilier, de LBO et bien d'autres. Du coup vous pourriez peut-être faire un point sur les différences.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** On constate beaucoup moins de pudeur en immobilier qu'en matière de LBO par exemple, où on utilise essentiellement les procédures amiables et où le recours à la sauvegarde ne s'envisage qu'avec hésitation. En immobilier c'est tout l'inverse. Le sponsor n'hésite absolument pas à utiliser la sauvegarde

pour temporiser la cession de son actif. On peut même parler dans certains cas d'un détournement de la procédure de sauvegarde pour protéger sa plus-value...

**Maurice Lantourne, Lantourne :** On se demande pourquoi elle a été instituée si ce n'est pour l'utiliser contre les créanciers. J'ai vu un jour un parquet dans une audience soutenir qu'en réalité, la sauvegarde conduisait à transformer des crédits court terme en dettes de moyen et long terme. Cela m'a surpris parce que ce n'est pas anormal : la sauvegarde est faite pour ça !

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Enfin en principe, la règle du jeu devrait être que si le créancier n'est pas payé et l'equity vaut zéro, il prend les clés.





**Maurice Lantourne, Lantourne :** Ça c'est aux Etats-Unis.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Oui, mais c'est une réalité économique.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Moi j'aime bien quand le droit reflète les réalités économiques, surtout lorsqu'elle est simple comme en matière immobilière. On peut facilement connaître la valeur de l'actif, et en déduire celle de l'equity. Or, si l'equity vaut zéro, la procédure de sauvegarde, qui permettra d'imposer un rééchelonnement de la dette sur une dizaine d'années, permettra au sponsor de garder le contrôle sur un actif en ayant perdu toute perspective de plus-value à court-terme. Il y a un autre phénomène qui est intéressant en matière de restructuration immobilière, c'est la présence de plus en plus importante de fonds de dette qui vont proposer de refinancer la dette via des instruments hybrides généralement à court terme (deux ans en moyenne) comportant un taux d'intérêt relativement élevés (autour de 15 %). Ces nouveaux instruments permettent de trouver une solution différente de celle proposée par la sauvegarde. On voit beaucoup moins ces fonds de dette en LBO même si récemment certains ont essayé d'intervenir sur certains dossiers. Ils se sont toutefois assez vite rétractés.



**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Vous parlez de LBO en difficulté ?

**“L'intervention de l'Etat est indispensable dans de nombreux secteurs : il a un rôle de pivot dans la négociation mais celle-ci doit s'effectuer dans le cadre de la réglementation communautaire des aides d'Etat pour assurer une sécurité juridique”**

*Laurent Jourdan*

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Oui.

**Sylvain Hustaix, FHB :** Parce qu'il n'y a pas d'actifs ?

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Parce que l'actif est plus compliqué et beaucoup moins lisible qu'un actif immobilier.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Et puis il y a des personnes, des salariés.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Oui, le risque social.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Oui. Et c'est vrai que le droit français n'est pas très clair sur ce qu'il cherche à protéger. Parfois on peut parler d'acharnement pour maintenir des emplois en essayant de conserver une activité qui n'est plus pérenne. Nous avons tous eu à gérer des dossiers compliqués avec une intervention très forte de Bercy pour maintenir un nombre d'emplois assez limité.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Vous me dites que les fonds de dette ne s'intéressent pas tellement aux entreprises...

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Non, ils s'y intéressent. Mais c'est vrai qu'il y a moins de fonds de dette qui interviennent dans ce domaine que de fonds de dette immobilier en restructuration, tout simplement parce que c'est un marché un peu à part. Il y a certains acteurs anglo-saxons qui essaient d'y entrer néanmoins. Mais je ne les ai jamais vus aller jusqu'au bout.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** On a vu ces dernières années une série de lender-leds, avec des fonds comme Apollo ou Oaktree qui avaient racheté de la dette décotée. Ce cycle est aujourd'hui terminé. Pour faire un peu de prospective sur les prochaines années, quels sont les enjeux pour la gouvernance de ces entreprises ? Va-t-on voir les mêmes schémas revenir ? Quel bilan peut-on tirer du mode d'action de ces fonds ?

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Il y a une différence qui est que les

## Laurent Jourdan

➤ Laurent Jourdan est l'un des associés responsables du pôle Restructuring chez Racine. Il enseigne à Sciences Po Paris.

➤ Il intervient depuis une vingtaine d'années à tous les stades des difficultés des entreprises : prévention des difficultés, mandats, conciliation, restructuration de dette, plans, reprise etc.

➤ L'équipe Restructuring de Racine est une des plus importantes sur le marché français avec 5 associés pour 10 collaborateurs.

➤ Pour mémoire, Laurent Jourdan et ses équipes sont intervenus sur une centaine de dossiers depuis quatre ans parmi les plus importants de la place dont Fram, Fagor Brandt, Cauval (Dunlopillo-Treca), Gad, Clestra, Guy Degrenne, Ascometal, LFoundry, Gascogne, Tilly Sabco, Presstalis...



nouveaux security package qui ont été introduits suite à l'arrêt Coeur Défense (double LuxCo, Golden Share, etc) ont beaucoup été critiqués. Mais en réalité cela marche très bien, donc on est dans un rapport de force qui est différent de celui qui existait avant l'apparition de ces nouveaux systèmes où, finalement, le créancier dispose d'un vrai moyen de pression et à la capacité de prendre les clés. Ce qui est intéressant c'est que ces dernières années, les financements LBO qu'on a vus sur le marché n'utilisent pas ces systèmes de protection. Ils ont disparu pour je ne sais quelle raison.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** La raison est assez simple : il y a plus de liquidités et de concurrence, donc tout le monde lâche sur les structures. On le voit sur les *covenants high-*

*yield*. D'ailleurs là aussi ce qui est intéressant, et je reviens sur mon point initial, c'est qu'en high-yield les documentations se durcissent et un certain nombre d'émetteurs a dû revoir la documentation de manière plus sérieuse. Donc je pense que la tendance est en train de s'inverser en obligataire, ce qui peut laisser penser qu'elle s'inversera aussi en bancaire.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** D'accord. Donc la mode des dettes cov-lite est en train de passer ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Elle n'est pas encore passée, c'est vraiment une question d'offre et de demande. Mais on peut s'attendre à déjà voir des durcissements.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Disons que la documentation obligataire est beaucoup plus libérale que la documentation bancaire, et la première est en train de s'infuser dans cette dernière. On remarque au contraire une tendance de libéralisation des clauses en matière bancaire. Je ne sais pas si vous l'avez constaté, mais on commence à voir des tensions sur le marché de la syndication.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Comme sur l'obligataire.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** On peut présager certains problèmes de liquidités.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** C'est sympa pour les prochains mois.





**Olivier Marion, PwC :** Ce n'est pas une bonne nouvelle parce que quand les entreprises et les groupes qui vont plutôt bien ont du mal à trouver des liquidités, les entreprises qui en ont plus besoin, elles, n'y arriveront plus du tout. Maurice évoquait tout à l'heure les contraintes du monde bancaire pour financer les entreprises en difficulté. Ce n'est pas un sujet nouveau, mais il se durcit chaque année. On a d'abord eu les contraintes Bâle I, Bâle II et Bâle III. Cette année c'est la nouvelle norme comptable IFRS 9, qui impose aux banques d'avoir des liquidités dans leur bilan quand elles prêtent de l'argent, d'autant plus fortes que le débiteur est en mauvaise santé, à un point qui peut ne plus faire sens économiquement, qui fait qu'elles n'ont plus d'intérêt à prêter. Je discutais récemment avec un investisseur qui avait repris une entreprise en difficulté et qui me disait qu'il avait voulu mettre en place une caution garantie par un cash collatéral de 100%, mais il n'a trouvé aucune banque parce que cela leur coûtait plus cher en fonds propres que l'opération elle-même.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Et que le cash collatéral lui coûte de l'argent.

**Olivier Marion, PwC :** Là c'est un vrai sujet de financement des entreprises durant leur phase de redressement.



**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Ce qu'il ne faut pas oublier sur IFRS 9, c'est qu'il faut activement provisionner des créances si le rating de l'entreprise faiblit. Nous, on a fait le compte et on s'est aperçu que si on est sur des classes de rating qu'on suit habituellement, à

**“En matière de LBO, on utilise essentiellement les procédures amiables, et le recours à la sauvegarde ne s'envisage qu'avec hésitation. C'est tout l'inverse en immobilier, où le sponsor n'hésite pas à utiliser la sauvegarde pour temporiser la cession de son actif”**

**Patrick Teboul**

savoir du BB et du B, dès lors que la situation financière de l'entreprise se dégrade en cours de prêt, les provisions

qui en résultent sont relativement conséquentes. On peut s'imaginer que les conséquences seront assez dures tout particulièrement concernant des prêts qu'on ne peut pas céder parce qu'il y a un manque de liquidités dans des entreprises qui nous intéressent.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Justement, est-ce que les banques cèdent leurs “non-performing loans” ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Mais à qui ? Parce que c'est ça le problème. Quand je vais avoir de la liquidité sur des dossiers de 50, 100 millions d'euros, je peux céder parce que je vais avoir des fonds qui vont être intéressés. Mais sur des dossiers franco-français à 40 millions d'euros, il n'y a pas beaucoup d'intervenants de la place qui visent ce niveau. Parce que c'est exactement le même boulot d'analyser un portefeuille de 50 millions que de 150 millions. Simplement la rentabilité va être nettement plus élevée sur le portefeuille le plus important et donc je vais mieux amortir ma recherche et ma *due diligence*. Donc les petits dossiers continuent à rester très compliqués.

**Sophie Susterac, FactoFrance :** C'est certainement la raison pour laquelle nous sommes très présents, en matière de restructuring sur des dossiers de 1,5 à 400 millions d'euros de chiffre d'affaires avec un cœur de cible entre 20 et 100 millions d'euros. Concernant les secteurs d'activité, depuis le début de l'année, nous avons quelques dossiers dans les secteurs de l'imprimerie, le bois, le matériel agricole notamment.

**Franck Michel, AJAssociés :** Je voulais rebondir sur ce que disait Olivier. Effectivement, les normes qui forcent les banques à provisionner ont eu pour incidence de pousser au trading de la dette. Quand vous avez des ETI qui ont des créances bancaires qui deviennent ensuite des créances propriété de fonds, ce n'est pas pareil.

## Patrick Teboul

➤ Patrick Teboul est Associé dans les départements Banking & Finance et Real Estate du bureau parisien de Mayer Brown. Il intervient principalement dans la mise en place et la gestion de financement structuré, financement à effet de levier (unitranche, all senior, senior/mezzanine et super-senior RCF dans le cadre d'émission d'obligation High Yield) ou financement corporate. Patrick a également développé des solutions de financement hybride et distressed ainsi dans le cadre son activité de restructuration financière.

➤ Mayer Brown représente des entreprises et des groupes internationaux, des sociétés cotées figurant dans les principaux indices boursiers (Fortune 100, FTSE 100, CAC 40, Dow Jones ou Hang Seng) et plus de la moitié des grandes institutions financières dans le monde.

➤ Patrick Teboul représente régulièrement des fonds d'investissement (Eurazeo, Bridgepoint, LBO France, Chequers, Activa Capital, Alpha Private Equity...), des fonds de dettes immobiliers (Colony Capital, Tyndaris, Oaktree...) , ainsi que de nombreux special service (Link, Situs...).



**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Et sans qu'elles le sachent...

**Franck Michel, AJAssociés :** Ce n'est pas du tout la même gestion. Ce qui m'inquiète également, c'est qu'on se retrouve depuis plusieurs années sur une documentation qui est de plus en plus lourde en terme de créance bancaire. Quelque part, cela veut dire que ces fonds deviennent eux-mêmes titulaires de ces documentations et on se retrouve dans un mouvement, à mon avis inéluctable, où les créanciers seront les grands gagnants des futures procédures, qu'elles soient amiables ou collectives, alors qu'il y a vingt ans on était sur un droit des procédures qui était à priori plutôt en faveur de l'emploi et des entreprises.

**Laurent Jourdan, Racine :** Pour le coup, il y a un vrai enjeu derrière tout cela : la réglementation européenne. Le lobby français a été très mauvais sur ce sujet et effectivement le risque c'est qu'on aille vers un droit où ce sont les créanciers qui prennent la main. Tout l'intérêt de nos procédures à nous, c'était de sauvegarder les intérêts des entreprises. Là-dessus il y a un vrai enjeu politique et j'ai peur que nous ayons déjà perdu la bataille au niveau européen.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Si je peux me faire un peu l'avocat du diable, les créanciers ne vont pas forcément travailler contre l'intérêt de l'entreprise.

**Laurent Jourdan, Racine :** Mais à chaque fois qu'on a vu des créanciers prendre les clés de l'entreprise, c'est une tannée pour la gouvernance parce qu'ils sont trois ou quatre à vouloir diriger, le management ne sait plus à quel saint se vouer et on voit ce que ça donne ensuite.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Un créancier aura le même intérêt que l'actionnaire à pérenniser son actif.

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Il y a la théorie et la pratique. Évidemment en théorie, le créancier d'une entreprise a intérêt à ce qu'elle se développe et qu'il y ait une valorisation puisque c'est là-dessus qu'il fera une plus-value s'il a pris les titres. Après on parle peut-être de culture : est-ce que c'est vraiment



le même métier ? Un créancier peut devenir un bon actionnaire, mais force est de constater dans les nombreux exemples qu'on a pu voir, ils n'ont pas la fibre de l'entreprise. L'entrepreneur c'est quelqu'un d'important et de rare. S'ils venaient exposer leur dossier ici ou au CIRI au moment où ils ont créé l'entreprise, les trois quarts des intervenants diraient "ça ne fonctionnera pas". Ce sont pourtant des gens qui ont pris des risques à un instant, souvent en connaissance de cause. La connaissance du métier est parfois niée dans ces fonds, et du coup on propulse parfois des gens qui ne connaissent rien au métier, ce qui cause des catastrophes.

Mais ce mouvement est inéluctable pour deux raisons. Premièrement, le financement. Le lobbying bancaire a fonctionné au cours de ces dernières années par la suppression d'un certain nombre de textes qui pouvaient être hostiles aux banques et par un virage vers le monde anglo-saxon parce que le financement est international et qu'il faut s'adapter aux codes anglo-saxons pour aller chercher des fonds à l'étranger. Le fait est que quand des acteurs internationaux sont confrontés à des problèmes de procédure collective française, ils voudraient les transformer pour qu'elles rentrent dans ce schéma anglo-saxon. A la limite, pourquoi pas mettre en place un système américain ? Le problème, c'est qu'on ne va pas au bout. Aller au bout ça veut dire que si le chef d'entreprise n'est pas capable de présenter un plan qui séduit ses créanciers et qui les convainc, il donne les clés à partir du moment où la créance est supérieure à la valeur de son entreprise. Mais rien ne l'empêche demain de remonter une entreprise, il n'est pas marqué au fer rouge pour vingt ans.

**Laurent Jourdan, Racine :** Il y a un bon exemple aujourd'hui, dont on ne peut malheureusement pas donner le nom, où c'est la procédure américaine qui décide du sort des actifs en France. Tout ce qui est reprise de l'activité, ça

n'intéresse pas les Américains. Tout ce qu'ils veulent c'est la vente des actifs immobiliers parce que là ça rapporte beaucoup plus d'argent. Donc l'intérêt social vu par le prisme des créanciers....

**Maurice Lantourne, Lantourne :** On revient au film *Larry le liquidateur* avec Danny DeVito.

**Laurent Jourdan, Racine :** C'est exactement ça.

**“L'économie va globalement mieux, mais il s'agit d'une croissance fragile qui ne profite pas à tous les secteurs. Plus le temps avance, plus les entreprises que nous accompagnons sont exsangues et les solutions limitées, souvent faute d'avoir trop attendu”**

**Olivier Marion**

**Sylvain Hustaix, FHB :** Le cas CGG conduit toutefois à nuancer cette vision. Dans CGG, la restructuration opérationnelle avait déjà été effectuée mais la baisse du marché rendait insoutenable une dette de plus de 2,5 milliards. L'un des enjeux de la restructuration financière engagée dans le cadre d'un mandat ad hoc et mise en œuvre dans le cadre d'une procédure de sauvegarde en France et de *chapter 11* et *chapter 15* aux Etats Unis était de maintenir une cohésion du groupe, alors même que certains créanciers disposaient de garanties dont l'exercice aurait pu conduire à son éclatement. Au final, la restructuration a abouti à une prise de contrôle des créanciers à

l'occasion d'une conversion en capital de près de 2 milliards de dollars mais le groupe a pu maintenir son unité tout en disposant d'une structure financière assainie.

**Olivier Marion, PwC :** Prise de contrôle des créanciers obligataires "high yield".

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Mais cela dépend aussi de la légitimité financière, il faut savoir si on a besoin de *new money* ou pas. Quand on a besoin de *new money* normalement elle est un peu reine.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Qui l'apporte, c'est ça ?

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Que celui qui l'apporte dans des propensions quelquefois importantes puisse avoir son mot à dire sur le cadre juridique présent et futur, ça se conçoit. Le traitement de la *old money* est aujourd'hui entre deux systèmes. Il y a des failles dans le système anglo-saxon adaptées à la française, mais on est entre deux systèmes.

**Sylvain Hustaix, FHB :** Il faut dire qu'il n'y a pas la même concurrence sur les marchés. La place française n'est pas perçue comme étant extrêmement mûre sur les problématiques de liquidité de la dette, ou d'opérations de distress equity. Les investissements dans des entreprises en difficulté restent très marginaux, notamment lorsqu'il s'agit de se positionner en tant que repreneur externe dans le cadre d'un plan de redressement, alors même qu'une telle solution peut permettre de bénéficier d'un levier fiscal et d'une meilleure continuité de l'activité.

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Oui, c'est l'économie qui prime le droit. La place française n'est pas très attractive aujourd'hui parce que vous n'avez pas beaucoup de dossiers au-dessus d'un certain niveau. Il y a des fonds et des investisseurs qui

## Olivier Marion

➤ Olivier Marion est responsable du pôle d'activité Transactions de PwC, un groupe de 35 associés et 300 professionnels dédiés à l'accompagnement des clients sur leurs projets d'acquisitions, cessions, partenariats et restructurations. PwC Transactions associe les expertises sectorielles et métiers (corporate finance, stratégie, transaction services, évaluations, préparation et intégration opérationnelle, accompagnement juridique, fiscal et environnemental) pour aider ses clients, qu'ils soient groupes Corporate ou fonds d'investissements, à concrétiser leur transactions et à en maximiser la valeur.

➤ L'équipe dédiée aux activités de restructuration d'entreprises, un groupe de 5 associés et 45 collaborateurs. Elle est à ce titre intervenue récemment sur des dossiers marquants tels que la reprise d'Ascometal par le groupe sidérurgique européen Schmolz & Bichenback, la cession de Jardiland à Invivo ou encore la restructuration financière du groupe CGG. Olivier est par ailleurs président de l'Association pour le Retournement des Entreprises (ARE), réunis autour de la promotion de la prévention des difficultés.

➤ L'équipe PwC Business Recovery Services est intervenue sur une centaine de dossiers sur les 12 derniers mois, dans les secteurs des services pétroliers, des aciers spéciaux et de la distribution & du textile, dans des contextes de prévention ou de procédures collectives.



n'interviennent pas à moins de 100 millions par exemple. Or des dossiers de retournement qui nécessitent 100 millions d'investissement, il n'y en a pas tant que ça en France. Deuxièmement, il y a des domaines dans lesquels il y a des croissances possibles, mais sur l'industrie la France a complètement décroché, ce qui fait qu'il n'y a pas beaucoup de dossiers industriels. On a beaucoup perdu d'expertise et d'attractivité sur tout ce qui est industriel pur par rapport à l'Allemagne et l'Italie si l'on ne regarde que l'Europe.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** On parle toujours du manque de fonds de retournement

franco-français, c'est une réalité ? Vous ressentez un vrai déséquilibre entre le besoin des entreprises et le nombre d'acteurs du marché ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** C'est plutôt l'inverse. Je pense qu'il n'y a pas assez de dossiers pour le nombre de fonds. De bons dossiers surtout. Il y a beaucoup de dossiers mais un fonds de retournement ne va investir que s'il voit un avenir et un potentiel de redéveloppement. Mais sur certains secteurs ou dossiers, il faut vraiment comprendre que c'est simplement trop tard.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Exactement, il faut fermer boutique au

lieu de s'acharner.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Oui, ça ne sert à rien de refaire un tour. Je pense qu'au contraire il vaut mieux se concentrer sur des dossiers où il y a un vrai potentiel. Après la difficulté c'est de pouvoir dire s'il y a un potentiel ou pas, parce que là chacun peut voir les choses différemment.

**Maurice Lantourne, Lantourne :** C'est peut-être le fait qu'on ait des dossiers de taille moyenne qui n'attire pas les grands fonds. On se plaint de l'absence de fonds parce que ce sont des fonds qui ne sont pas adaptés à nos besoins de PME. Mais pourquoi ne sont-ils pas adaptés ? Parce que les



coûts d'approche sont sensiblement les mêmes pour un petit dossier que pour un dossier moyen, et même parfois plus complexes car il n'y a pas les services au sein de l'entreprise pour fournir les éléments sécurisés. Ce sont aussi des tickets bas, avec peu de fonds propres, ce qui apporte la peur d'être dilué chez les actionnaires.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Ce qu'on voit énormément sur les tickets les plus bas, ce sont des entrepreneurs qui ont fait fortune et vendu leur entreprise. Eux disent : "voilà, je suis à l'aise, sur des situations un peu difficiles, j'aime bien mettre la main à la patte". Sur des dossiers à 10-15 millions, des entrepreneurs comme ça on en trouve. Mais là encore, j'ai l'impression que ce sont les opportunités qui manquent plus que les investisseurs. Une fois qu'on va dans le dur et qu'on demande les dossiers, le retour le plus fréquent est "non je n'y crois pas". Et là la dernière solution, c'est un adossement industriel.

**Olivier Marion, PwC :** C'est vrai que ce schéma est plus simple et peut être mieux adapté à ces situations parce que le fonds d'investissement, lui, a différentes contraintes intrinsèques : un mandat d'investissement, des comptes à rendre à ses financeurs, un horizon de temps d'investissement qui est assez normé et tout cela est parfois opposé à des situations de restructuration. Donc l'investisseur, la holding ou le *family office* qui investit et qui en plus a un sens industriel est intuitivement mieux adapté.

**Sylvain Hustaix, FHB :** Mais pour la masse des dossiers de PME il est très difficile d'obtenir un financement d'urgence, à l'occasion ou post adoption d'un plan de redressement. Il en va de même pour une société qui fait l'acquisition d'actifs d'une autre société dans le cadre d'un plan de cession. Il faudrait mettre en place des dispositifs incitatifs pour favoriser la mise à disposition de financements dans

ce contexte parce qu'effectivement, ces PME passent aujourd'hui sous les radars des investisseurs et ont difficilement accès au financement bancaire.

**Franck Michel, AJAssociés :** Oui, elles ne sont pas financées par l'Etat.

**“Les critères de sélection des dossiers des fonds sont tels qu'ils n'interviennent finalement que sur des dossiers faciles à jouer. On manque de fonds d'investissements qui soient prêts à aller sur du distress dans de la PME”**

*Michel Maire*

**Sylvain Hustaix, FHB :** Ni par l'Etat ni par les banques dès lors qu'elles ne disposent pas d'actif à apporter en garantie, et que des leviers classiques de financement type affacturation, gage sur stocks, sale & lease back ont déjà été utilisés. Les systèmes de cotation interne des banques peuvent en outre avoir un effet pervers sur les entités liées dans les groupes de sociétés.

**Franck Michel, AJAssociés :** Il y a des financements adossés, mais les financements de fonds de roulement ou d'investissement, je ne sais pas qui le disait tout à l'heure, c'est compliqué et cela va le devenir de plus en plus : les taux sont faibles, les banquiers cherchent à éviter que les investissements soient à risque et on se

retrouve avec des dossiers.... En fait, je pense qu'une bonne chose serait une augmentation des taux, ce qui permettrait aux banquiers de prendre des risques en terme de rentabilité....

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Ce n'est pas tellement une augmentation des taux, c'est une augmentation des marges en fait. Le taux c'est neutre, c'est l'augmentation des marges qui influe.

**Sophie Susterac, FactoFrance :** Je suis d'accord avec vous pour une augmentation des taux et des marges. La diminution des commissions et taux de financement que l'on enregistre année après année dans l'affacturation ne pourra pas se poursuivre ainsi.

**Franck Michel, AJAssociés :** Non, mais il faudrait effectivement que l'on ait des financements sur lesquels les banques puissent émarger et intégrer leurs risques sur cette marge, c'est tout. Le problème aujourd'hui c'est que quand vous sollicitez un prêt, que ce soit en tant que particulier ou entreprise, ce sont quand même des taux qui sont très proches.

**Sylvain Hustaix, FHB :** Les difficultés d'obtention des financements bancaires court terme, peuvent sans doute aussi s'expliquer par la faiblesse des taux pratiqués par les établissements bancaires classiques.

**Franck Michel, AJAssociés :** Et en plus ils ne peuvent pas facturer l'ingénierie qui s'attache à des dossiers un peu complexes. Donc le problème est là : il faudrait permettre aux banquiers d'intégrer leurs risques dans leurs marges, ce qui permettrait à mon avis d'apporter plus de flux en direction des PMI/PME.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** A priori on ne s'oriente pas vers cela mais plutôt vers un financement désintermédié.

## Michel Maire

➤ Associé de Dirigeants & Investisseurs depuis plus de 15 ans, Michel Maire en est l'actuel président. Ce cabinet de conseils opérationnel intervient dans des dossiers d'amélioration de performance ou de restructuration à côté du président ou en lieu et place.

➤ Michel Maire justifie d'une longue expérience (25 ans) auprès de PME :

- Il a notamment conduit, comme Directeur Général, le redémarrage post RJ d'une entreprise de matériel agricole.
- Il a mené le redressement d'une société de production de consommables de bureaux ainsi que la rationalisation industrielle d'une société de matériel médical. Il a redonné de la valeur à un groupe industriel dans le secteur de la chaussure ainsi qu'à un groupe de sociétés de services.
- Il a aussi dirigé des LBO en sous performance dans les secteurs de l'instrumentation ou de l'ameublement.



**Sophie Susterac, FactoFrance :** J'entends que finalement on constate une diminution du nombre de défaillances, des tailles de dossiers qui sont plus faibles, et nous, certainement du fait de notre positionnement, nous observons une augmentation de plus de 20 % de nos financements sur ces entreprises en procédure.

**Maurice Lantourne, Lantourne :** Oui mais vous financez du compte client.

**Sophie Susterac, FactoFrance :** Oui c'est un type de concours, qui, lorsqu'il n'est pas plafonné, permet de financer partiellement ou globalement le BFR.

**Michel Maire, DI Groupe :** Je voudrais juste revenir sur la question de savoir s'il y a rareté des dossiers ou pénurie des fonds de retournement. Il y a un certain nombre de dossiers où on se dit vraiment qu'il devrait y avoir des repreneurs ou des fonds intéressés. Mais leurs critères de sélection des

dossiers sont tels que finalement ils n'interviennent in bonis que sur des dossiers faciles à jouer. Pour les dossiers plus tendus, ils savent très bien que ça va tomber dans des prepacks cessions où chacun va faire son marché sur les actifs à reprendre.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Donc il y a quand même un maillon de la chaîne qui manque.

**Michel Maire, DI Groupe :** On manque de fonds d'investissements qui soient prêts à aller sur du *distress* dans de la PME. Et c'est difficile parce qu'il faut non seulement des fonds mais aussi un manager. Il faut un pilote avec un vrai projet qui va conduire les troupes le temps du retournement et qui pourra passer à autre chose une fois que l'affaire est redressée.

**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** Il y a quand même l'exemple de Verdosso qui a repris

**La Pataterie, avec le soutien de Smartholding, un holding industriel pour pouvoir s'adjoindre j'imagine de compétences dans le secteur. Donc on a l'impression que pour répondre à ce besoin en manager, il faut s'adjoindre des compétences.**

**Laurent Jourdan, Racine :** A chaque fois qu'on fait une reprise pour un fonds, il faut évidemment qu'on ait des managers ou un adossement industriel.

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Oui, les managers sont clés, en particulier dans des situations difficiles.

**Olivier Marion, PwC :** C'est clair. C'est un point décisif.

**Laurent Jourdan, Racine :** Quand on a repris FRAM à LBO France, on s'est appuyé sur les équipes de Karavel. Dans la reprise de Cauval par Perceval, on s'est appuyé sur d'anciens dirigeants. Mais c'est logique. Quand





on est un fonds, on part de toute façon avec un handicap dans la compétition. On pense que i) vous n'êtes pas là pour longtemps et que ii) vous ne connaissez rien au métier. Contrairement à ce qu'on pense, dans ces hypothèses, les fonds d'investissements sont là pour rester.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Oui ils restent relativement longtemps. Emova (ex-Monceau Fleurs), par exemple, ça fait un moment qu'ils ont été repris par Perceva.

**Laurent Jourdan, Racine :** Oui Perceva a une logique de long terme et sait qu'un retournement peut prendre du temps.

**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** Combien y a-t-il de holdings industriels et de fonds de retournement au sein de l'Association pour le retournement des entreprises (ARE) ? Juste pour avoir une idée.

**Olivier Marion, PwC :** Pour une association comme l'ARE, qui compte 240 membres, je pense qu'on doit avoir

entre 10 et 15 % de membres qui sont des investisseurs de différentes formes.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Ca fait une trentaine.

**“La place française n'est pas perçue comme mûre sur la liquidité de la dette et le distress equity. Les investissements dans des entreprises en difficulté restent très marginaux alors même qu'une telle solution peut permettre de bénéficier d'un levier fiscal et d'une meilleure continuité de l'activité”**

Sylvain Hustaix

**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** C'est pas mal.

**Olivier Marion, PwC :** D'ailleurs il y a l'AIR (Association des Investisseurs en Retournement), une association cousine qui s'est créée il y a quelques années et qui est dirigée par Nicolas de Germa d'Alandia Industries, et qui vise justement à regrouper les investisseurs en situation de sous-performance pour porter leurs messages, auprès des pouvoirs publics notamment.

**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** Ils ne sont pas encore très nombreux je crois.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Oui, pour un spin off de l'ARE. Ils ont 6/7 membres ?

**Olivier Marion, PwC :** Ce n'est pas un spin off de l'ARE, et les membres de l'AIR sont pour beaucoup également membres de l'ARE. Nous les accueillons d'ailleurs avec plaisir au sein de l'association ARE puisqu'on a besoin d'investisseurs qui viennent mettre de l'argent dans l'économie sur ces contextes de sous-performance, des situations qui ne sont pas les plus simples et qui ne sont pas exemptes de risque.

Mais c'est vrai que c'est intéressant. Nous avons aujourd'hui des acteurs français actifs voire très actifs sur le distressed, mais qui, comme le dit Nadine, regardent beaucoup de dossiers au cours de l'année pour en faire au final très peu car ils sont tous complexes ou trop dégradés. Et puis il y a des investisseurs étrangers qui sont intéressés par des situations qui peuvent se présenter sur le marché français mais qui généralement viennent pour mettre des plus gros tickets, avec des positionnements plus opportunistes oscillant entre la situation de difficulté et celle en bonne santé, donc ce n'est pas la même typologie d'investisseurs.

## Sylvain Hustaix

➤ Sylvain Hustaix est associé de FHB, responsable des bureaux du sud-ouest (Bayonne, Pau, Libourne, Bordeaux, Mont de Marsan).

➤ Il a rejoint FHB en 2013 après une expérience de près de 10 ans dans le conseil financier et notamment en restructuring.

➤ FHB compte 7 administrateurs judiciaires et réunit une cinquantaine de collaborateurs répartis sur 11 bureaux.

➤ FHB s'appuie sur une base d'expérience de plus de 5 000 dossiers traités, couvrant tous les secteurs d'activité, tant à Paris qu'en province, et allant des micro-entreprises aux groupes de dimension locale, nationale ou internationale. FHB est également reconnue en matière d'administration provisoire et liquidation amiable de sociétés, ainsi qu'en matière civile.

➤ FHB se distingue par une forte mutualisation et complémentarité des équipes et des expertises à travers notamment des pôles métiers social, civil, suivi des plans, et prévention.



**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** Il y a Bavaria en Allemagne ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Oui, il y a Bavaria, Aurelius, Mutares et d'autres... Même en fonds allemands, je peux en citer cinq à dix.

**Olivier Bénureau, Magazine des Affaires :** Et ils regardent le marché français ?

**Nadine Veldung, ODDO BHF :** Oui, ils sont très ouverts.

**Olivier Marion, PwC :** Bien sûr. Et puis il y a des acteurs qui ne sont pas totalement typés restructuring mais qui ont une approche plus vaste, et qui vont faire du *plain vanilla* comme des situations sous-performantes.

Par exemple nous avons travaillé de manière répétée ces quatre dernières années pour le compte d'un fonds qui s'appelle L-Gam. Eux ont investi dans Jardiland, qui était plutôt une situation *distress* à l'époque, et c'était leur premier deal. Depuis, ils ont également investi dans des entreprises en pleine forme.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Oui mais ils sont restés opportunistes, ils ont investi dans Cyber Group Studios.

**Olivier Marion, PwC :** Oui, et d'ailleurs on voit que pour des investisseurs, c'est une manière de se présenter sur le marché. On ne s'estampille pas restructuration parce que ça peut faire peur. On montre au contraire qu'on est un fonds "ouvert d'esprit", prêt à épauler une entreprise

selon ses besoins et sa situation si elle présente un potentiel.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Il faut aussi dire que le marché *distress* reste assez ouvert et permet d'accéder au marché.

**Houda El Boudrari, Magazine des Affaires :** Je pense qu'on va clore cette table ronde sur ces considérations. Merci à vous tous d'être venus. ■



## Restructuration : les clefs du retournement

Directeur Général depuis une dizaine d'années du holding d'investissement Verdoso fondé par Franck Ullmann, Vincent Fahmy revient sur les débats de notre table-ronde restructuration en apportant un éclairage sur les leviers de retournement d'entreprise en difficultés. Depuis 20 ans, Verdoso a réussi le redéploiement d'une vingtaine de PME/ETI, pour seulement quatre échecs et fait partie des investisseurs les plus performants dans ce métier.

**MdA : Olivier Bénureau : Le marché du retournement est porté par quelques Lbo en difficulté mais surtout par des filiales de grands groupes et quelques reprises à la barre. En quoi ces dossiers diffèrent d'un point de vue pratique ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** Il y a effectivement trois terrains de jeu différents mais toujours trois problématiques pour redresser une entreprise, à savoir :

- le Management
- le Bilan
- et exploitation

Chez Verdoso, la règle pour envisager la reprise d'une société, c'est que ces trois problèmes soient identifiés et que deux sur trois soient réglés pendant la négociation et le processus d'acquisition. De là découle notre sélectivité.

**MdA : Olivier Bénureau : Vous avez l'habitude de dire que le principal levier pour retourner une entreprise est le plan d'action opérationnel. Pouvez-vous détailler à travers d'exemples de votre portefeuille ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** Dans le cadre de la reprise d'une filiale de grand groupe, il faut s'assurer en premier lieu d'avoir les moyens de pérenniser l'entreprise, de la redimensionner face à ses marchés. Le risque pris par le repreneur est plus un risque d'exécution qu'un risque financier. Il faut se concentrer sur les problèmes de gestion et le temps de réalisation des plans d'actions permettant le retour

à la rentabilité. Le plan doit être élaboré en amont sans précipitation, en concertation avec le management, le vendeur et ses conseils pour partager le diagnostic, les actions, et les projets d'investissements. C'est d'autant plus important qu'un plan mal ficelé peut engager le groupe cédant en cas de difficultés futures. Finalement le vendeur cède la mise en œuvre du retournement à une équipe qui aura un regard neuf, la motivation et une expérience. L'opération ne peut réussir que si l'ensemble des parties partagent le diagnostic. La société et sa pérennité doivent primer sur le prix. Le financement de l'opération doit couvrir les investissements de retard, les pertes intercalaires et le plan de restructuration.

**MdA : Olivier Bénureau : C'était le cas lors de la reprise de Kompass des mains de Natixis ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** Oui dans Kompass (bases de données), mais aussi Greystal (transformation d'aluminium pour le parautomobile), NUM (commandes numériques) ou encore Aptunion (ingrédients alimentaires), nous nous sommes concentrés sur les projets de transformation. Nous avons établi les plans d'actions et priorisé les projets pour permettre aux sociétés de concentrer leurs ressources sur les marchés rentables (restructurations d'activités non pérennes, suppression de clients), les investissements de productivité, et même l'acquisition de la restructuration des start-up dans le cas

de Kompass. La vitesse d'exécution des projets est la clef pour réussir le retournement.

**MdA : Olivier Bénureau : Dans ces cas précis, quelle place prend le management en place ? Est-il forcément avec vous après la reprise ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** Il est essentiel de pouvoir s'appuyer sur une équipe de management qui connaît bien l'entreprise, son métier et son marché. Ce n'est pas forcément le dirigeant en place, cela peut être le N-1 ou même un manager que nous connaissons bien et qui a une connaissance pointue du secteur. Dans tous les cas, le management doit être composé d'hommes de métier et d'hommes spécialisés dans la gestion du changement.

**MdA : Olivier Bénureau : Les priorités diffèrent-elles dans un LBO défaillant ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** La difficulté des LBO défaillants tient au bilan. Si le LBO défaillant cumule une exploitation déficitaire et un bilan déséquilibré, il vaut mieux reprendre l'entreprise en plan de cession comme nous l'avons fait avec Sarmates (mâtellerie et bardage du bâtiment). Dans les cas des reprises que nous avons pratiqués l'exploitation était positive, mais insuffisante pour rembourser les dettes initialement contractées. La négociation avant la reprise a permis d'aboutir à une remise en adéquation

### Vincent Fahmy

- Après une expérience chez Goldman Sachs, Vincent Fahmy a occupé des rôles de management opérationnel dans diverses sociétés, de la PME au groupe côté.
- Il a rejoint, en 2006, la société Verdoso créée et dirigée par Franck Ullmann, au moment de la reprise de Num à Schneider Electric. Verdoso est un holding d'investissement et non un fonds.
- Les professionnels de l'équipe ont notamment repris Retif, Sarmates, Eagle Moss, Kompass et tout récemment la Pataterie.
- L'équipe est une des plus performantes du marché français et même européen. Sa rigueur et sa connaissance des métiers lui permettent de réaliser en moyenne cinq fois leur mise sur un investissement



du passif avec l'exploitation courante de la société. Chez Eagle Moss (marketing direct de Collections) comme chez Retif (distribution de solutions pour les retailers), la suppression de la dette a permis à chacune des sociétés de réinvestir dans leurs métiers et de retrouver la croissance. L'ensemble des flux générés ont été réalloués dans des projets de développement. Chez Retif, où l'actionnaire historique avait confiance et est resté pour participer au redressement, l'entreprise a de nouveau connu une croissance durable. Cinq ans après les difficultés, elle a retrouvé le chiffre d'affaires d'avant crise. La méthode projets mise en œuvre par le management a ici aussi montré son efficacité. Après la cession des filiales étrangères non stratégiques, il a mis en place une offre tournée vers les métiers de bouche, il a créé une nouvelle division d'agencement, et l'entreprise a largement pris le virage du digital et de la transformation numérique. Les ventes sur internet sont passées de 2 à 12% du CA total. Chez Eagle Moss, le virage du digital a été pris également et des investissements importants ont été réalisés tant dans les hommes que dans

les systèmes. La croissance en 2017 a été de plus de 10%.

**MdA : Olivier Bénureau : Malgré les différents avantages, les plans de cession ne sont pas si fréquents. Quelles sont les conditions d'une reprise à la barre ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** En plan de cession, la contrainte que nous nous fixons est qu'au moment de la reprise, le périmètre de l'exploitation doit générer un résultat positif. La sélectivité des dossiers en découle naturellement. Nous n'investissons pas dans des plans où seule la croissance générera le profit. L'argent apporté doit donc financer le BFR et les investissements, ce qui est forcément conséquent, car en dehors du factor l'entreprise n'a pas ou peu accès au financement bancaire, et ce pendant au moins les 18 mois suivant la reprise. Dans ces dossiers, les plans d'actions sont concentrés sur le développement et les capex productifs, pas sur des projets de restructuration. Un plan de cession qui génère dans les 24 mois un plan de restructuration est la traduction d'un mauvais diagnostic

cela augmente nécessairement l'argent investi et obère le retour financier.

**MdA : Olivier Bénureau : Sur les 27 dossiers réalisés, vous avez cédé 13 sociétés, vous avez encore 10 participations, mais vous avez aussi connu 4 échecs, quelles leçons tirez-vous de ces derniers ?**

**Vincent Fahmy, Verdoso :** Premier enseignement : Même un excellent manager ne peut pas compenser un mauvais marché. Donc il faut bien étudier le marché sous-jacent de la cible. Deuxième enseignement : Bien vérifier les carnets de commande, ne pas forcément se fier un document produit par l'entreprise. Troisième enseignement : Ne pas investir dans une entreprise qui a perdu la confiance de ses clients. Nous ne faisons pas de miracles, et parier sur le développement a une espérance négative. Quatrième enseignement : Attention à un management trop optimiste. Vérifier la faisabilité d'un plan d'action. ■