

Table Ronde Restructuration

Fabrice Patrizio
Archers

Baréma Bocoum
KPMG

Stéphane Cohen
Wingate

Christophe Thevenot
TPMAJ

Antony Martinez
Mc Dermott Will & Emery

Stéphane Gorrias
BTSG

Alexandra Bigot
Willkie Farr & Gallagher

Mercredi 2 juillet 2014. Dans les locaux du cabinet Mc Dermott Will & Emery, le Magazine des Affaires a donné rendez-vous à sept acteurs de la restructuration pour faire un point sur le marché français.

Entreprises en difficulté : un contexte plus favorable aux reprises



L'afflux actuel de liquidités bénéficie-t-il aux cessions de sociétés en difficulté ? L'ordonnance du 12 mars 2014 va-t-elle permettre aux créanciers d'être réellement associés aux plans de reprise ? Quel bilan tirer du dossier Cœur Défense ? Autant de questions auxquelles les experts réunis par le Magazine des Affaires ont tenté de répondre lors d'une table ronde organisée dans les locaux parisiens de McDermott Will & Emery. Compte-rendu de 120 minutes d'un débat passionnant.

Photographie : Fabrice de Silans

Olivier Bénureau : Le marché du M&A repart fort mais on voit poindre dans le même temps beaucoup de gros dossiers de restructuring. Comment expliquez-vous ce phénomène ?

Fabrice Patrizio : L'économie française est par nature ambivalente, elle rentre tard dans la crise et elle en sort tardivement. A su sein de cette économie, un certain nombre de forces tectoniques sont à l'œuvre : certains

secteurs - trop peu - sont dynamiques, d'autres encore en récession. Avec des cycles de moins en moins longs, cela donne cette impression diaphane.

Stéphane Cohen : Oui, moi, je partage ton avis, mais j'ai un avis un peu différent, dans la mesure où effectivement, les deals M&A qu'on a vus en 2013 et en 2014, ce sont surtout des deals « large caps ». Deuxième point, ce sont des deals TMT. Pour moi, en fait, ce qu'on voit

dans les grosses restructurations, c'est le signe d'une économie française qui n'a pas su prendre le virage numérique et notamment de la transition numérique. Donc des deals dans le domaine du numérique, des entreprises industrielles qui souffrent. Et je pense qu'en fait, en France, le principal problème, c'est qu'on se concentre sur la ré-industrialisation, alors que cette industrie française est peu compétitive quand on la compare à celle des pays tels que la Chine. Mais le problème,

c'est qu'on n'a pas su investir sur une économie numérique, et notamment sur nos cerveaux français, qui ne cessent de fuir, à l'image, d'Éric Setton, qui est allé outre Atlantique pour lever 250 M\$ pour sa start-up Tango. On voit bien que la France, ce n'est pas le pays de l'industrie numérique, j'espère que ça le deviendra, mais on passe notre temps à essayer de restructurer l'industrie lourde, alors qu'on a par notre pression économique un taux de charges sociales qui est beaucoup trop élevé, un coût du travail qui est beaucoup trop élevé pour être

“ L'un des points à retenir de la réforme de 2014 est la possibilité donnée aux créanciers de soumettre un plan alors que la sauvegarde a été ouverte ”

compétitifs. Donc pour moi, c'est un problème de modèle économique globale de la France.

Fabrice Patrizio

- Fabrice Patrizio est avocat, associé, responsable du département Contentieux et Entreprises en difficulté du cabinet Archers, Association d'Avocats.
- Avant de rejoindre ce cabinet en avril 2011 pour y créer ce département, Fabrice Patrizio était associé au sein du cabinet Rambaud Martel d'abord, puis Orrick Rambaud Martel, après avoir exercé pendant deux ans aux Etats-Unis.
- Exclusivement conseil de débiteurs ou d'investisseurs, Fabrice Patrizio est récemment intervenu sur les dossiers Ascométal, Groupe Hersant Média, BPI, Monceau Fleurs (pour la partie internationale) ou Cœur Défense

Olivier Bénureau : Les derniers chiffres de l'ARE montrent que les deux secteurs les plus touchés sont l'industrie et les services. **Stéphane Gorrias,** vous traitez plus de 1200 dossiers par an au sein de l'étude, c'est aussi ce que vous constatez ?

Stéphane Gorrias : En effet. La difficulté est désormais que des groupes de société qui n'étaient pas sujets à la défaillance sont touchés.

Ainsi c'est l'exemple de la défaillance du groupe Altia (4000 salariés), qui travaille beaucoup pour l'industrie automobile et qui est tombé de façon extrêmement rapide en redressement judiciaire. Ce type de défaillance touchant des sociétés importantes est assez nouveau. Surtout qu'après restructuration, le groupe s'était aussi construit sur des acquisitions en procédure collective. Il était facile d'imaginer qu'il y avait eu un effet opportuniste de la part des acquéreurs pour restructurer l'entreprise à la hauteur de ce qu'elle pouvait dégager. Je n'ai pas de vision nationale de la défaillance.

Alexandra Bigot : Oui, je suis d'accord avec Stéphane, on observe de plus en plus de dossiers très importants tels que Fly, Arc, Vivarte, Ascometal, Virgin...

Stéphane Gorrias : Et avec la médiatisation, aussi, parce qu'une ampleur est donnée avec une intervention, des pouvoirs publics et du politique qui souhaite accompagner en termes de communication ces restructurations. Cela donne une image forte à tous ces dossiers.

Antony Martinez : Certes mais parfois cette médiatisation peut aller à l'encontre même d'un processus de prévention des difficultés normalement entouré par la confidentialité. Il y a une certaine dérive et l'on voit de plus en plus de dossiers dont le traitement et le sort peuvent être influencés par les pressions exercées à travers la presse. Peut-être y reviendrons nous toute à l'heure mais il est indéniable que la confidentialité entourant les échanges entre les différents acteurs du dossier Cœur Défense a été déterminante puisqu'elle a permis une reprise sans pression et « en douceur ».

Alexandra Bigot : Inversement, certains acteurs jouent aussi avec

l'absence de confidentialité comme cela a été le cas dans le dossier Saur. Chacun a joué avec la presse pour essayer de faire pression et faire valoir sa position de négociation.

Xavier Leloup : Il y a des conseils en stratégie de communication sur les dossiers ? Parce que sur la Saur, justement, les banques avaient leur propre conseil...

Alexandra Bigot : Oui, tout à fait.

“ Dans la réforme, il y a plusieurs armes aujourd'hui mises à la disposition des créanciers pour neutraliser le débiteur récalcitrant ”

Pour la communication de crise. Sur Vivarte, par exemple, l'entreprise a pris une agence pour la conseiller. Sachant que les négociations vont se retrouver dans la presse, elle préfère préempter l'information afin d'orienter ce qui sera retenu.

Xavier Leloup : Vous pensez qu'il y a une instrumentalisation ?

Alexandra Bigot : Non, ils essayent de prévenir l'impact sur la société, parce qu'il est vrai que les fuites des créanciers dans la presse peuvent avoir un effet catastrophique sur la trésorerie des entreprises, via l'impact sur le crédit fournisseur.

Olivier Bénureau : C'est une nouveauté, par rapport à ce qu'on

voyait il y a un an ou deux ?

Christophe Thevenot : Ce qui est nouveau c'est que c'est l'entreprise qui choisit de communiquer dans sa négociation. Je suis de votre avis, la confidentialité devrait être respectée de façon extrêmement formelle. Or, elle a été dépénalisée, malheureusement, ça n'est plus qu'une obligation dont le non respect se traduirait par des dom-mages et intérêts. Et à ce jour, je n'ai pas connaissance d'actions, en dommages et intérêts, pour réparer un préju-dice du à une rupture de confidentialité.

Baréma Bocoum : J'ignore si elle sert toujours car j'ai été aux cotés d'un certain nombre de groupes cotés, français ou étrangers, qui restructuraient leur filiale en France et les problématiques de communication financière de ces sociétés, la transparence et les « dead lines » sur les communications avaient une importance quasi-équivalente au rationnel économique. In fine, la société en bénéficiait parfois mais pouvait aussi subir cette décision.

Il pou-vait arriver qu'une décision soit prise plus rapidement que prévu en raison d'une communication financière à laquelle il fallait se tenir en termes de délais. Le risque était alors de communiquer sur certaines actions sans, par exemple, avoir averti les délégués du personnel. Finalement, cela augmente la complexité des dossiers avec un niveau de vigilance accru sur les problématiques du groupe au niveau de la communication financière.

Alexandra Bigot : C'est tout le problème des sociétés cotées pour lesquelles il y a une contrainte entre la confi-dentialité d'un côté et les impératifs de communication financière de l'autre et où on se retrouve dans des situations parfois complètement ubuesques où on est

Antony Martinez



➤ Antony Martinez est associé au sein du cabinet McDermott Will & Emery, dont il dirige les activités contentieuses et entreprises en difficultés.

➤ Avocat aux barreaux de Paris et New York, il intervient régulièrement aux côtés d'investisseurs étrangers, notamment anglo-saxons, dans le cadre de reprise d'entreprises en difficulté dans un cadre amiable ou judiciaire ou de procédures judiciaires liées aux opérations de restructuring.

➤ Il s'est récemment illustré aux côtés du fonds d'investissement Lone Star qu'il a conseillé dans le cadre de sa reprise de l'ensemble immobilier Cœur Défense (sous sauvegarde depuis 2008).

➤ Avec plus de 1200 avocats, McDermott Will & Emery est l'un des plus importants cabinets d'avocats dans le monde. Le bureau de Paris de McDermott se concentre sur les transactions transfrontalières, en offrant aux clients des conseils en fusions & acquisitions, fiscalité, droit de la concurrence, énergie, droit public, droit social, contentieux et l'arbitrage international.

obligé de communiquer alors que l'on préférerait ne pas le faire. Cela peut aussi commander le calendrier : dans un dossier récent, concernant une société cotée, c'est la date du conseil d'administration arrêtant la communication financière fixée de longue date qui a constitué le deadline, et qui a précipité la conclusion des négociations.

Stéphane Cohen : Et puis maintenant, il y a l'agence de presse des créanciers, de l'entreprise. Il y a l'agence de presse des salariés, qui n'hésitent plus à prendre des agences de communication de crise, également, pour faire pression. On l'a vu dans la presse locale, notamment, où ils vont dévoiler des informations qui leur ont

été divulguées, confidentielles, pour faire pression. Ça, on l'a vu dans des dossiers.

Antony Martinez : je relisais hier un article sur Ascometal publié dans les Echos dans lequel on peut trouver le double écueil de l'intervention des pouvoirs publics et de la médiatisation. Cet article reprend sur plusieurs lignes les souhaits de l'ex Premier ministre Fillon qui vient clairement demander aux pouvoirs publics d'intervenir pour faire en sorte qu'Ascometal ne parte pas entre les mains du candidat repreneur Brésilien...!

On a vraiment, là, je trouve, une bonne illustration de ce que la presse joue dorénavant un rôle dans les dossiers de restructuration d'ampleur, en tout

cas, et de voir comment les pouvoirs publics aussi se servent de ce relais pour essayer de faire passer des messages, voire d'exercer une certaine pression sur les organes de la procédure et sur le Tribunal, le tout légitimé par un élan de patriotisme. Ce qui est certain c'est que le rôle joué par la presse doit dorénavant être pris en considération, voire utilisé.

Stéphane Cohen : Oui, complètement, avec la pression, encore une fois, des salariés, qui sont très lourds, très pesants, notamment dans le cadre des plans de cession. J'en ai fait l'expérience dans le dossier Sipa Press, les salariés étaient à la porte de l'audience, qui venaient en masse avec leurs banderoles pour défendre l'un

des candidats qui était pourtant pour le coup bien mieux-disant. Et qui a gagné, d'ailleurs.

Stéphane Gorrias : Oui, mais à l'inverse, il peut exister aussi parfois des salariés qui sont aussi dans une logique indépendante et pas nécessairement patriotique. Au même moment que le dossier Ascometal, il y avait une cession liquidative dans un dossier Lfoundry, dans le secteur des semi-conducteurs, pour lequel il y avait une concurrence entre un Français et un Brésilien. Nous étions dans deux procédures judiciaires différentes : un, était un plan de cession, l'autre, une cession en liquidation judiciaire. Or, la pression du politique et la pression des salariés n'étaient pas la même, pour favoriser tel ou tel candidat, même s'il y avait un fort accompagnement du candidat national. C'était assez intéressant de voir qu'il y a un positionnement qui n'est pas simple à lire de la part des salariés mais également de la part du pouvoir politique. Et puis ensuite les juridictions réagissent aussi et elles tranchent de façon indépendante.

Christophe Thévenot : Oui, c'est la preuve que tous les dossiers n'ont pas le même impact médiatique ni les mêmes caisses de résonance.

Antony Martinez : Cela rend d'autant moins aisé le travail des administrateurs et des mandataires qui doivent maintenir une certaine objectivité, gérer la pression dans un environnement parfois complexe si ce n'est hostile.

Christophe Thevenot : Sauf cas exceptionnel, il ne faut pas participer au débat médiatique, parce que si on rentre dedans, on devient partisan. Et puis pour les pratiquer à longueur d'année, les magistrats et les professionnels sont assez insensibles au tapage médiatique, aux déclarations des uns, des autres, même si elles

émanent de politiques, parce qu'il y a une réalité économique, il y a des fondamentaux, il y a des chiffres et il y a des salariés, voilà, on ne va pas raconter des histoires.

Alexandra Bigot : Dans Ascometal cependant, les deux organes de la procédure étaient favorables au plan de cession en faveur du candidat brésilien et la pression politique et médiatique ne me semble pas avoir été sans conséquence sur le jugement rendu.

“ L'impression est qu'actuellement il y a une concentration sur le social sans prendre en compte d'autres aspects de relance à moyen terme ”

Baréma Bocoum : Je voudrais rebondir sur ce que l'on disait tout à l'heure sur le marché du M&A qui repart et le nombre de restructurations qui augmente. Selon moi, ce n'est pas contradictoire, parce qu'en réalité, sur le marché du M&A, ce sont plutôt des M&A de consolidation. Stéphane Cohen, vous parliez du numérique, c'est intéressant, parce qu'en regardant le marché américain, nous comptons 300 millions de personnes et 4 ou 5 opérateurs, pour le marché asiatique 1,5 milliard de personnes et 4 ou 5 opérateurs et en Europe, pour 350 millions de personnes, il y a 200 opérateurs nationaux ! Nous observons donc une consolidation naturelle. Au moment où 270 milliards d'investissements doivent être réalisés sur les infrastructures, les réseaux et la fibre optique, nous constatons

qu'en Europe les opérateurs sont affaiblis car le marché est différent. Les seules solutions sont des solutions de consolidation.

Stéphane Cohen : C'est pour ça qu'effectivement les deals M&A sont surtout des deals de consolidation notamment dans les télécoms, qui ont représenté 38 milliards d'euros en 2013 en France, je parle. Mais l'économie n'est pas propice.

Alexandra Bigot : Ou alors, il y a des deals dans l'industrie, mais concernant des sociétés qui sont fragilisées telles qu'Alstom, Lafarge, Peugeot...

Fabrice Patrizio : C'est pour cela que le politique, en réalité, au-delà des déclarations et des prises de position des uns et des autres, est absolument incontournable dans la phase de prévention. Sur Ascometal, la prévention a duré plus de dix mois. Le CIRI a fait un travail remarquable pour essayer de trouver un accord. Ascometal a bénéficié de toutes les attentions politiques, de façon, je trouve légitime : il s'agit de notre industrie, d'une très belle entreprise fabriquant des aciers spéciaux, le précédent Florange était dans les esprits et plus de 2000 salariés étaient concernés. Il y avait tout un contexte favorisant ou nécessitant, selon les différents points de vue, l'intervention du politique.

Olivier Bénureau : Il a été dit récemment que ce dossier n'aurait jamais dû basculer en redressement judiciaire.

Fabrice Patrizio : Parce que c'est un dossier où Marc Sénéchal qui était mandataire ad hoc a fait un travail absolument extraordinaire et que nous avons tous l'espoir de trouver un accord; la confrontation s'est jouée entre l'equity détenue par Apollo, fonds américain, et de l'autre côté, deux des plus grandes banques du

Stéphane Gorrias



➤ Stéphane Gorrias est associé de la plus importante étude de mandataire judiciaires en France (B.T.S.G), qui s'est illustrée sur 1281 dossiers en 2013.

➤ BTSG est notamment intervenue sur des procédures collectives emblématiques comme Poulets Doux, Monceau Fleurs, les librairies Chapitre, Huis Clos, Jacques Verges, SLS, DG construction, Team Partners et 1885.com ainsi que sur les deux premières procédures de sauvegarde financière accélérée ouvertes en France, Hejemion et Albarelle.

➤ Créée en 2001, l'étude B.T.S.G est composée de 5 mandataires : Véronique Bécheret, Clément Thierry, Marc Sénéchal, Stéphane Gorrias et depuis peu, Denis Gasnier.

monde. Cela a été un choc des Titans, à propos d'une société française. Et malgré une utilisation de tous les ressorts de la prévention française, la mobilisation particulièrement forte du Tribunal de commerce de Nanterre et du Ciri, cet accord n'a pu déboucher.

Xavier Leloup : Et l'actionnaire était prêt à remettre la main à la poche...

Fabrice Patrizio : Absolument.

Baréma Bocoum : C'est aussi grâce à l'intervention de l'Etat, parce qu'en réalité nous sommes face à une vraie désindustrialisation. J'ai notamment accompagné un grand groupe étranger côté lors de la cession de l'une de ses activités. Les échanges avec les pouvoirs publics étaient nombreux, mais il y

avait un actionnaire qui était vraiment responsable et qui avait vraiment envie de les accompagner car il avait conscience du caractère inévitable de cette cession. Les pouvoirs publics sont là pour s'assurer que l'impact social est minoré et que des problématiques de filière sont prises en compte.

Olivier Bénureau : Comme sur Kem One, c'est quand même 10 000 personnes, si on considère la filière dans son ensemble...

Stéphane Gorrias : La question est : sur quoi porte le focus ? Parce que l'enjeu peut être une simple logique de cessions d'actif ou de maintien d'un patrimoine immobilier. L'impression est qu'actuellement, il y a une concentration sur le social, sans prendre en

compte d'autres aspects de relance à moyen terme.

Alexandra Bigot : Cela peut être un problème de pression politique, qui pousse souvent à privilégier le court terme par rapport à la pérennité à long terme.

Stéphane Cohen : Exactement, parce que pour moi, à long terme, c'est un combat perdu d'avance.

Alexandra Bigot : Et c'est dommage, parce que très souvent, on a des plans de cession qui partent en étant mieux-disant à court terme, mais qui n'assureront pas la pérennité derrière.

Xavier Leloup : Et sur le fond, j'ai une question pour Christophe

Thevenot, est-ce qu'on n'est pas finalement condamnés à toujours privilégier de manière systématique et robotique l'offre la mieux-disante socialement ?

Stéphane Cohen : C'est marketing.

Xavier Leloup : 9 fois sur 10, c'est l'impression que cela donne...

Antony Martinez : Dans le prolongement de votre question Xavier, je me demande dans quelle mesure il est possible de déconnecter les deux, c'est-à-dire assurer la pérennité de l'emploi quand on n'est pas capable de financer ladite pérennité de l'emploi. Cela me semble être une vue assez court-termiste inquiétante pour le salarié lorsqu'il regarde différents repreneurs, de savoir qui, parmi ces repreneurs, va être capable de financer son maintien dans l'emploi ou, s'il en fait partie, le PSE mis en place. C'est bien, dans un premier temps, de mettre en place un PSE, mais c'est encore mieux de s'assurer que ce PSE va être financé jusqu'au bout.

Christophe Thevenot : Il ne faut pas oublier à la fois les critères de la loi et surtout, leur application. Les critères, c'est d'abord le plan le plus sérieux. Ensuite, c'est le maintien de l'emploi et ensuite, c'est le paiement du passif. Mon expérience, c'est que les magistrats choisissent les plans les plus sérieux, parfois au détriment de l'emploi et le chantage à l'emploi ne fonctionne pas depuis 15 ou 20 ans et l'offre démagogique ne passe pas. Quand il y a une offre avec un écart de salariés de x %, même qu'il soit du simple au double ou de 10 %, le premier critère, ça va être la pérennité. Est-ce que le repreneur est sérieux ? Est-ce que son business plan est cohérent ? Est-ce qu'on a des chances raisonnables de penser que dans trois ans, il sera toujours là ?

Alexandra Bigot : Et sur Ascometal ?

Stéphane Gorrias : Effectivement, les juges font leur choix non pas en fonction des discours politiques, mais en fonction des critères de la loi. Et effectivement, l'offre à un euro qui reprendrait la totalité des salariés ne passe pas. C'est une réalité. Je voudrais juste revenir sur la notion de posture défensive, en tout cas par rapport aux politiques. Je ne crois pas que nous devions nous concentrer sur la notion de rigidité du droit du travail qui em-

“ **Les créanciers qui arrivent à présenter un plan sont les créanciers bancaires** ”

pêcherait telle ou telle opération. Je crois actuellement qu'il y a une absence de posture qui est assez étonnante ou à géométrie variable. Je le vis dans le dossier SeaFrance. Actuellement, c'est par exemple l'Autorité de la Concurrence française qui déclare qu'« il n'y a aucune difficulté pour exercer l'activité trans-Manche », c'est la position donc de l'Etat français. Et puis en face de ça, on a une compétition commission en Angleterre, qui dit « s'il y a une difficulté qui peut bloquer l'exploitation des bateaux » et pour laquelle là, pour le coup, il n'y a aucune prise de position politique ou défensive.

Christophe Thevenot : Pardon, mais pour rebondir sur le dossier SeaFrance et ce que nous disions à l'instant, le comité d'entreprise a refusé une offre qui maintenait la moitié des emplois, en préférant la liquidation.

Xavier Leloup : Oui, on préfère l'indemnité au maintien d'emploi ?

Christophe Thevenot : Oui, tout à fait ; et c'est regrettable.

Dans le dossier SeaFrance, les représentants CFDT préféreraient autre chose.

Fabrice Patrizio : Je crois que fondamentalement, il y a les deux extrêmes.

Dans certaines situations, on va préférer la liquidation judiciaire, quand le repreneur, par exemple, propose de reprendre 200 ou 300 personnes sur 400, pourquoi ? Parce que de l'article 40 a été généré pendant la période d'observation et que l'administrateur judiciaire n'est pas complètement confortable à soutenir effectivement la reprise. Inversement, on revient sur Ascometal, ce n'est pas l'offre la mieux-disante au plan financier, notamment du point de vue des organes de la procédure, qui a été choisie. Je crois qu'il faut faire confiance aux magistrats, quelque part, parce qu'ils sont très pragmatiques ; je les côtoie

aussi bien au contentieux sur ces sujets-là qu'en procédure collective ; je peux vous dire qu'ils sont lucides. Ils voient très bien que l'information, comme disait Christophe, remonte. Ils voient tous les efforts qui peuvent être faits. Sur le dossier Ascometal, le tribunal nous a permis de déposer (alors qu'Appollo était actionnaire à 100%) une offre de reprise avec l'aide précieuse de nos confrères de Darrois et de Clifford Chance. Ça aussi, c'est quelque chose de très pragmatique et d'assez nouveau.

Stéphane Gorrias : Ça arrive de plus en plus. C'était la même chose sur Kem One.

Xavier Leloup : C'est-à-dire ? Qu'est-ce qui est incongru dans ce dossier ?

Alexandra Bigot : Et Mory.

Fabrice Patrizio : La différence entre Mory et Ascometal, c'est que dans

Baréma Bocoum



- Baréma Bocoum est Associé au sein du Département Restructuring de KPMG France
- Il dispose de 15 années d'expériences au sein de KPMG, dont 5 années passées à Londres sur de grandes restructurations financières et opérationnelles internationales.
- Avec Pascal Bonnet, Associé KPMG, en charge de l'activité Restructuring France, ils disposent d'une équipe de 30 personnes à Paris, et des relais régionaux au travers des 238 bureaux en provinces afin d'être au plus près des réalités économiques des clients.
- L'équipe intervient à toutes les étapes, depuis le diagnostic d'alerte jusqu'à la reprise à la barre, en passant par les procédures amiables et collectives. Elle est également précurseur en matière de « back-up plan » et intervient souvent dans les dossiers de grande envergure pour les repreneurs.

Mory, il n'y avait qu'une seule offre de reprise qui était celle d'Arcole, et dans Ascometal, il y en a eu plusieurs.

Alexandra Bigot : Il y a eu Doux, aussi.

Fabrice Patrizio : Et Doux, absolument. Mais la réforme de 2014 va en fait clairement aussi dans ce sens-là, parce que le tribunal peut désormais déroger à proprement parler au principe visé à l'article 642-3 selon lequel les dirigeants de droit ou de fait n'ont pas la possibilité de déposer une offre de reprise. Aujourd'hui, on peut être autorisés à le faire. Les situations de ces entreprises en redressement judiciaire sont aujourd'hui tellement affectées que même le législateur a pris conscience du fait qu'il fallait

continuer à faire du sur-mesure. C'était absolument incontournable. Pour le dossier Ascometal, nous avons fait du sur-mesure, les organes de la procédure comme le Parquet, nous ayant laissé effectivement déposer notre offre de reprise. Cela a créé une forte émulation entre les repreneurs, pour essayer qu'il y ait le plus grand nombre de salariés repris, et dans des conditions financières qui soient acceptables.

Christophe Thevenot : J'ai deux questions sur ces deux dossiers que je ne connais pas, Ascometal et Mory. L'actionnaire qui a proposé un plan de cession était-il dirigeant ou pas du tout ?

Fabrice Patrizio : Non, du tout.

Christophe Thevenot : Donc le droit est on ne peut plus respecté.

Fabrice Patrizio : Il y a néanmoins cette dimension morale, qu'il y a derrière la réglementation qui veut que l'actionnaire majoritaire n'est jamais le mieux positionné pour faire une offre de reprise en plan de cession.

Stéphane Cohen : Il n'était pas dirigeant de droit, mais dans les faits, il était actionnaire, donc on peut quand même s'interroger...

Alexandra Bigot : Il y a eu des décisions avec des dirigeants de droit aussi, à Paris. Et dans le cas de Doux, encore pire, le repreneur était lui-même en redressement judiciaire, il a repris une partie de l'activité d'une de

ses filiales en plan de cession.

Stéphane Gorrias : Oui, le groupe avait besoin de restructurer ses sites. Dans le cas d'une cession partielle, en tout cas, au sein de la branche frais, il n'y avait pas de repreneur sur un site, et c'est le groupe en redressement judiciaire qui s'est porté acquéreur du site. Ce site ne trouvait pas de repreneur. Mais cela a été fait à la requête du Parquet car les conditions légales le requièrent.

Christophe Thevenot : En réalité, ce n'est pas choquant, dès lors que l'actionnaire est dans son rôle d'actionnaire et qu'il n'est pas dirigeant. Il sponsorise une reprise avec ou sans LBO, le dirigeant n'y arrive pas, et on est en procédure collective. Sous cette réserve de direction de fait formelle qui nécessiterait l'accord du Parquet, je ne trouve pas choquant que l'actionnaire, surtout s'il est seul, soit celui qui offre une deuxième chance. Il faut s'assurer qu'il a pris sa perte, dans la première opération. Après, qu'il reprenne des risques sur la même cible, je ne trouve pas cela choquant, surtout si c'est un maintien d'activité économique.

Antony Martinez : Je partage pleinement le point de vue de Christophe. Ici l'actionnaire joue pleinement le rôle que lui attribue la loi, celui d'un investisseur dont l'objectif est de réaliser un gain même si dans l'intervalle il accuse des pertes. Je ne vois pas pourquoi cet actionnaire en place, s'il présente des solutions exemptes des défauts qui ont pu conduire aux difficultés, ne pourrait pas être compté parmi les candidats repreneurs.

Baréma Bocoum : Aujourd'hui il faut de toute façon être ouvert à toutes ces solutions sur-mesure. La qualité des dossiers s'est tellement détériorée, et en fait, on peut avoir de la new money, il y en a pas mal qui circule, on peut avoir des solutions juridiques intelligentes.

Au niveau de l'opérationnel, il y a des marchés qui ne fonctionnent pas, tout comme certaines opérations peuvent échouer ou certains actifs se casser. Face à cela, l'argent ne suffit pas, il faut des solutions concrètes et des gens qui mettent les mains dans le cambouis, qui ont une histoire et une vision : je pense que c'est précisément ce qu'il nous manque. Certains dossiers nous reviennent sans que nous ayons une vision et l'actif est toujours cassé,

“ **Mon expérience, c'est que les magistrats choisissent les plans les plus sérieux, parfois au détriment de l'emploi** ”

s'améliorant parfois légèrement, pour ensuite rechuter la plupart du temps.

Olivier Bénureau : N'est-ce pas aussi votre rôle d'apporter un éclairage sur les aspects financiers mais aussi opérationnels d'un dossier ?

Stéphane Cohen : Je suis d'accord.

Alexandra Bigot : Il faut des dirigeants, aussi, il faut des patrons.

Stéphane Cohen : Le problème, c'est que personne ne dit la vérité, ça fait des années qu'on a repoussé les problèmes car personne n'a voulu vraiment voir le problème en face. A un moment donné, il faut traiter le problème une bonne fois pour toutes, dire des vérités qui fâchent aux créanciers, aux salariés et même aux dirigeants d'ailleurs. On a tous fait du consensuel entre 2008 et 2011 via des mandats ad hoc/

conciliation, qui permettraient grosso modo de retrouver un deal équilibré entre les parties mais on n'avait pas réglé le problème économique fondamental de l'entreprise.

Olivier Bénureau : Vous avez raison, mais cela prend du temps de faire une restructuration opérationnelle...

Alexandra Bigot : Oui mais aujourd'hui on le fait. Rappelons qu'en 2008-2009, on pensait que la crise n'allait pas durer aussi longtemps, et personne ne voulait cristalliser ses pertes à ce moment-là, tous espéraient que dans 2-3 ans, la situation allait s'améliorer. On a ainsi tous mis des rustines un peu partout. Je pense que maintenant, les restructurations sont plus fondamentales, en tout cas sur l'aspect financier. Par contre, comme il y a « trop » de new money disponible, les créanciers sont prêts à mettre beaucoup d'argent dans l'entreprise et ne regardent plus les problèmes opérationnels de manière suffisamment rigoureuse.

Stéphane Cohen : Je suis d'accord.

Alexandra Bigot : Et je pense qu'aujourd'hui, on a de vraies restructurations financières, on nettoie des centaines de millions, voir plus de dettes au bilan, mais par contre, derrière, comme les gens sont prêts à mettre de l'argent et le mettent, je ne sais pas si pour autant les sociétés s'en sortiraient, parce que il n'y a pas de vraie vision opérationnelle.

Olivier Bénureau : Ça prend du temps, de changer un business model d'une entreprise.

Stéphane Cohen : Oui, mais à condition de le dire, de prendre un point de départ, de dire « on change de modèle économique et on prend la new money pour financer ce renversement de modèle économique ». Or, ce n'est pas ce qu'il se passe.

Christophe Thevenot



- Administrateur judiciaire depuis 1997, Christophe Thevenot s'est spécialisé dans la prévention des difficultés : mandats ad hoc et conciliations.
- Après une expérience professionnelle dans l'aéronautique au Canada puis dans un cabinet d'avocats spécialistes du droit de l'insolvabilité il a installé son cabinet d'administrateur judiciaire, qui comprend également Aurelia Perdereau, Bertrand Manière (Nantes) et Jonathan El Baze.
- Président d'honneur de l'ASPAJ, Association syndicale professionnelle des Administrateurs judiciaires et ancien membre du Conseil National des Administrateurs et Mandataires Judiciaires. Il est également membre du Conseil d'Orientation et Maître de Conférences à HEC Entrepreneurs.
- Dossiers récemment traités : Groupe Monceau Fleurs, Abbatoirs GAD, Cœur Défense, Continental Property Investments, Libération, Dalkia

Christophe Thevenot : Il y a une différence culturelle de fond, qu'on ne changera pas, on peut le regretter ou en prendre acte. Le modèle que tu évoques, c'est le modèle plutôt anglo-saxon, où il y a des cycles plus courts, où on décide de prendre sa perte, parce qu'on sait que derrière, cela repartira. Des cycles plus courts sur l'embauche, le licenciement, qui est quand même une donnée très importante, alors qu'en Europe, en général, plutôt en France mais pas qu'en France, on est sur des cycles beaucoup plus longs d'embauche, de licenciement, et du coup, on a fait ce qu'Alexandra évoquait, à partir de 2008, on a repoussé le tas de sable devant nous, en disant « on verra bien, on prendra notre perte plus tard ». Et maintenant, les dossiers que l'on voit, je trouve, sont effectivement des dossiers dont les

difficultés datent de 2007-2008 et qui ont patienté peu ou prou...

Stéphane Cohen : ... et ont connu 2-3 conciliations.

Olivier Bénureau : Est-ce qu'il faut vraiment regretter qu'il y ait trop de new money ? Il n'y a pas si longtemps, on se plaignait surtout qu'il n'y en avait pas assez.

Alexandra Bigot : Non, bien sûr que non. Ce que je veux dire, c'est que du coup, quelque part, on évite de se poser les vraies questions et se couper un bras quand il faut se couper un bras juste parce qu'il y a un afflux de capitaux qui a besoin de s'investir quelque part. Et qui, en plus, avec des investisseurs souvent anglo-saxons, ne comprennent pas nécessairement le contexte culturel

français et qui ne se rendent compte qu'après qu'ils ne peuvent pas faire ce qu'ils souhaitaient faire.

Olivier Bénureau : Y-a-t-il des fonds des pays anglo-saxons qui viennent aujourd'hui ? On en a vu beaucoup...

Alexandra Bigot : Il y en a plein. Par exemple, prenez Frans Bonhomme, qui a été racheté par des hedge funds qui ont monté une opération de Debt to equity swap. Vivarte, cela va être la même chose, avec 2 milliards d'abandon de dette. Terreal...

Stéphane Cohen : Et les banques aujourd'hui n'hésitent plus à sortir de leur investissement.

Baréma Bocoum : En fait, il y a ce gros mouvement de fin de cycle de

restructurations aux US, ce qui induit une volonté de placer cet argent. De l'autre côté, il y a Bâle III qui contraint les banques, donc on voit un financement de plus en plus désintermédié et du coup, on a moins de garde-fous je trouve dans les dossiers. Finalement, les banques ont quand même plus de contraintes réglementaires, donc lorsqu'elles analysent un dossier, elles sont plus regardantes. Ces hedge funds, ils ont des besoins de TRI beaucoup plus importants. L'avenir nous dira s'ils font des investissements intelligents. Mais ce que je trouve important de noter, c'est que ces fonds ont énormément d'argent, et au niveau de cet argent, il y a une contrainte qui est intéressante, c'est qu'ils doivent le déployer rapidement. Maintenant, ils essayent de le déployer au mieux sur leurs actifs, mais ils sont vraiment en chasse d'actifs. Et il ne faut pas tout amalgamer, parce qu'il y en a qui sont très opérationnels, mais il y en a beaucoup qui sont dans l'allocation d'actifs. Mais ce ne sont pas les mêmes populations. Donc ils montent les prix.

Alexandra Bigot : Sauf que la plupart des fonds, sur Vivarte, ont acheté bien avant et pas du tout à ce tarif-là. L'accélération récente concernait surtout des petits montants.

Antony Martinez : On constate aussi que les banques hésitent moins à prêter surtout celles anglo-saxonnes qui ne sont pas soumises aux mêmes contraintes, notamment parce qu'elles ont une interprétation plus souple de Bale III, que les banques françaises.

Alexandra Bigot : Mais les banques françaises, sur Vivarte, elles sont toutes sorties les premières, bien avant les banques anglo-saxonnes.

Stéphane Cohen : Ça pose des problèmes sur un dossier, on a sorti toutes les ventes systémiques. Donc elles sortent. Mais maintenant, l'entreprise n'a plus une banque française. Donc maintenant, on est obligé de ramener

des banques exotiques, la Bank of China, l'ICBC, pour prendre le relais. Donc ça pose un problème qui est le problème du modèle économique des banques françaises, comment elles vont refaire demain du PNB ? C'est compliqué pour elle.

Christophe Thevenot : Moi, je crois que ce déplacement de sources de financements massif qui est en train de se faire des banques traditionnelles vers des obligations, l'equity, les fonds qui ont effectivement des dizaines et des centaines de milliards à investir, va

“ Par rapport à il y a deux, trois ans, les solutions de M&A font beaucoup plus partie du restructuring, en tout cas en prévention ”

entraîner dans trois ans, dans cinq ans, dans sept ans, un paysage de restructuration totalement différent de ce que nous avons eu ces dix dernières années. Ma prédiction, c'est que ce sera plus pragmatique, plus rapide.

Fabrice Patrizio : Et la réforme, va dans ce sens-là. Il y a un marché de la dette. Le point à retenir, de mon point de vue, est d'avoir la possibilité, aujourd'hui, pour des créanciers, clairement, de soumettre un plan. Et ça, c'est une modification absolument majeure, parce qu'en réalité, il y a beaucoup de restructurations aujourd'hui pour lesquelles le mandataire ad hoc ou le conciliateur va refuser une ouverture de sauvegarde, considérant à juste titre qu'il s'agit juste de « term-outter » les créanciers, que ce dispositif est

verrouillé au profit du débiteur, qu'il n'y a pas de possibilité d'alternative, etc... Aujourd'hui, les créanciers ont l'alternative de par la loi. Ils ont la possibilité de proposer un plan, à partir du moment où il y a effectivement des comités des créanciers, donc il faut des dossiers de taille relativement importante, mais ils ont la possibilité de proposer un tel plan. Pour nous, conseil des débiteurs et des investisseurs, cela modifie radicalement la donne. Complètement.

Christophe Thevenot : C'est essentiel, ce que tu dis. Il y a deux éléments dans la réforme qui vont totalement modifier le paysage des conciliations, c'est la faculté, pour les créanciers de présenter un plan et donc le sachant, les conciliations vont aboutir, parce que le rapport de force est différent. Et la deuxième chose, c'est le privilège de new money qui devient d'une efficacité réelle, j'allais dire, ou quasi réelle, alors qu'auparavant, c'était un privilège qui n'offrait aucune garantie.

Xavier Leloup : Vous pouvez détailler cet aspect ?

Christophe Thevenot : Cela veut dire qu'à la fois, on a un rapport de force modifié entre créanciers et débiteurs, sur une solution qu'il vaut mieux être consensuelle que judiciaire. Et deuxièmement, on a une faculté de l'équivalent du DIP financing (Debtor in Possession dans le Chapter 11 US), mais en conciliation, dans lequel on va avoir un marché de la dette nouvelle, en new money, parce que derrière, il y a une vraie garantie. L'étape suivante, si ça va mal, c'est que cette new money prendra le contrôle et fera la restructuration.

Alexandra Bigot : Je ne suis pas tout à fait d'accord sur le fait que le privilège devient d'une efficacité réelle, car quand on explique justement à des fonds anglo-saxons le privilège de new

money, y compris dans la nouvelle loi, cela ne marche que si ultérieurement un plan de continuation peut être adopté, mais s'il n'y a pas de plan de continuation, ce n'est pas une vraie garantie. Contrairement au DIP financing, qui bénéficient eux de vraies garanties. Le privilège de new money n'est pas encore une garantie réelle, même si cela va dans le bon sens car l'entreprise est bénéficiaire de cet argent.

Stéphane Gorrias : Pour compléter ce qui a été dit par Christophe Thevenot, je crois qu'il y a un véritable changement d'état d'esprit. Et en fait, ce n'est pas que cela profite aux créanciers mais c'est que cela rééquilibre les forces en présence. Et donc cela permettra de

changer véritablement l'état d'esprit et la façon certes limitée parce que restreint aux comités, etc... donc à un certain type de dossiers, mais cela va quand même changer l'approche et la façon dont le débiteur rentrera en procédure collective. Et il y a un troisième aspect, avec ma casquette de mandataire judiciaire, mais qui peut changer des choses : la liquidation judiciaire ne met plus fin à la société. Ce n'est plus la dissolution automatique par le fait de liquidation judiciaire. Et cela peut induire qu'il va exister des opportunités un peu différentes dans le cas des procédures de liquidation judiciaire, parce que la restructuration va commencer au mandat ad hoc, se poursuivre en conciliation, mais il y aura éventuellement encore

Alexandra Bigot



➤ Associée du département Restructuring de Willkie Farr & Gallagher LLP depuis 2003, elle était précédemment Directeur de Participations chez Fonds Partenaires Gestion

➤ Alexandra Bigot intervient principalement dans les dossiers de restructuration et de sauvegarde d'entreprises, pour le compte de débiteurs, d'actionnaires ou d'investisseurs dans le cadre de LBO en difficulté ou de cession de branches d'activité sous-performantes de grands groupes et sur des restructurations complexes faisant intervenir plusieurs juridictions, en prévention comme en procédures collectives.

➤ Dossiers traités en 2013 et 2014 : Transdev/SNCM, Vivarte, Impala/CPI, Ateliers Meriguet/EDM projets, Fransbonhomme, Arcapita/CEPL, Consolis, Groupe Loret, Mediannuaire, CMA CGM.

une circulation possible de la dette postérieurement à la liquidation judiciaire, parce que la société pourra encore vivre. Et ça, c'est une véritable modification de mentalité. La liquidation judiciaire, c'était la mort de la personnalité morale. Ce n'est plus le cas. Donc il y a un marché nouveau, à mon avis, qui s'ouvre.

Antony Martinez : On assiste peut être à un déplacement d'un droit des procédures collectives, qu'on appelait avant « debtor friendly », vers un droit des procédures collectives à l'américaine, prétendument « creditor friendly ». On le voit bien dans la réforme, il y a plusieurs armes aujourd'hui mises à la disposition des créanciers pour neutraliser le

débiteur récalcitrant devant l'idée de proposer un plan crédible ou celui séduit par l'idée de proposer un plan décennal, destructeur pour bien des créanciers. Il y en a au moins deux. Il y a effectivement, Fabrice, la possibilité pour le créancier de proposer un plan, mais j'ajouterais tout de même un bémol à cette avancée car si la proposition du créancier comprend une modification du capital social, on doit respecter le droit des sociétés qui lui n'a pas été modifié. Or la modification du capital social doit se faire en assemblée générale ce qui de nouveau ouvre la voie de la paralysie par l'actionnaire. Certes, il y a toujours la possibilité d'obtenir la nomination d'un mandataire ad hoc avec pour mission de voter en lieu et place de cet actionnaire mais alors se pose la question des recours... Je crois davantage dans la seconde arme cette fois-ci à la main de l'administrateur et/ou du mandataire judiciaire et du ministère public. Ainsi lorsqu'il n'y a pas de proposition de plan crédible par le débiteur, il s'expose purement et simplement à la conversion en redressement s'il était en sauvegarde et, plus grave, à la liquidation s'il était en redressement. Cette mesure est une vraie avancée car elle incite à la recherche d'un plan consensuel. Pour Christophe et Stéphane, respectivement administrateur et mandataire judiciaire dans la sauvegarde Cœur Défense, cela laisse songeur... pour moi, la réforme vient apporter de sérieuses solutions aux difficultés rencontrées dans ce dossier.

Olivier Bénureau : Justement, je peux juste rappeler un peu les faits de Cœur Défense.

Antony Martinez : C'est l'une des conséquences la plus retentissante, en tous cas la plus visible, en France de la faillite de Lehman Brothers fin 2008. Cet actif immobilier, 180 000 m² de bureaux au cœur du quartier d'affaires de la Défense, était détenu par une société française, Heart of

La Défense, elle-même détenue par un SPV de droit luxembourgeois, Dame Luxembourg, sous le contrôle notamment de Lehman Brothers, dont la banque avait par ailleurs assuré le financement pour un 1,650 millions d'euros avant de céder sa créance à un fonds de titrisation, Windermere XII. Face à un risque de défaut, lié à l'incapacité pour l'emprunteur de remplacer le Swap d'intérêt consenti par la banque Lehman, les deux sociétés Heart et Dame ont sollicité, avec succès, leur mise sous sauvegarde

“ La position de l'AMF est en train de changer sur les opérations de Debt Equity Swap afin de prendre en considération la crise ”

par le Tribunal de commerce de Paris. S'en sont suivies de nombreuses procédures judiciaires portant tant sur la validité de l'ouverture de la sauvegarde au bénéfice d'un SPV luxembourgeois pour des difficultés rencontrées par sa filiale françaises sur le fondement du COMI que sur le plan de sauvegarde adopté dans le cadre de ces sauvegardes, que sur les conditions de l'exercice par le créancier prêteur des cessions Dailly ; ces procédures ayant donné lieu à des arrêts, notamment de la cour de cassation, largement commentés par nos auteurs et confrères. Cette affaire présentait en outre une difficulté majeure liée aux règles de gouvernance en vigueur au sein du fonds commun de titrisation, le créancier, qui présentait pas moins de douze classes d'obligataires avec en leur sein entre deux et une douzaine

de porteurs d'obligations, dont la nature, caisse de prévoyance ou hedge fund, et les objectifs étaient très hétérogènes... Dans ce cadre-là, le créancier s'est retrouvé démuné car dans l'impossibilité de présenter une alternative recueillant l'accord de l'ensemble des obligataires, l'exercice de ses sûretés constituant un frein à l'exploitation normal de l'immeuble, pendant toute la durée de ce qui a été la sauvegarde, il me semble, la plus longue, après l'épopée du mime Marceau.

Stéphane Gorrias : Oui, c'est vrai et anecdotique : le procureur s'était opposé à la liquidation d'un mythe qu'était le mime Marceau, et donc la procédure de redressement n'a été jamais été clôturée avant le décès de l'intéressé. Il me semble qu'il y avait deux choses : d'une part le COMI et d'autre part la notion d'entreprise. Cela m'a marqué culturellement. Pour information et selon moi la réforme issue l'ordonnance de 2008 est à mon avis la réforme venue répondre expressément également au problème posé par Cœur Défense, plus que l'ordonnance du 12 mars 2014, même si elle-même répond à certaines interrogations. Il y avait donc le COMI et puis il y a la notion, qui était importante, d'entreprise, la notion d'activité financière par rapport à la notion d'activité économique. Le problème qui a été posé, c'est « messieurs, vous êtes confrontés à une activité financière, est-ce que l'activité financière, en droit, est une activité économique ? ». C'est aussi ce qui est important, parce que cela a pu permettre de délimiter tout le cadre de la restructuration post Cœur Défense. Pas uniquement sur ce dossier, mais « est-ce que le fait de détenir des actifs est une activité économique ? ». Une décision a été rendue et qui nous dit « oui ». Cette prise de position a permis également d'ouvrir ou du moins de confirmer la porte des activités financières à la restructuration, en tout cas, aux procédures françaises.



Stéphane Cohen

- Stéphane Cohen est associé fondateur de Wingate et Président du Centre d'Information sur la Prévention des entreprises en difficultés (CIP).
- Il a développé au cours de ses 15 dernières années une véritable expertise dans le domaine du conseil aux dirigeants d'entreprise, notamment dans le restructuring.
- Wingate s'est considérablement renforcé depuis presque 3 ans pour atteindre une vingtaine de professionnels avec une croissance annuelle de 80 % de son activité.
- L'originalité de Wingate tient au fait que le conseil financier intervient de manière très opérationnelle auprès des dirigeants d'entreprise avec un positionnement institutionnel.
- Exemples de dossiers traités en 2013 et 2014 : Assofac, Cortix, Cybergun, Monceau Fleurs, Marceau Foncier Investissement et Noga Voyages.

Christophe Thevenot : Et pardon, mais la décision de la Cour de Cassation va plus loin, parce que son critère n'est pas de dire que c'est une activité économique éligible, c'est de dire que c'est une personne morale. Puisque ce n'est que ce que dit la loi. Donc le débat portant sur la SPV, non éligible, car pas une entreprise a été totalement balayé, car la loi dit « toute personne morale de droit privé est éligible à une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire ». Donc le débat est clos sur ce point.

Antony Martinez : Si on se concentre sur la sortie de la sauvegarde, certains ont posé la question de savoir comment un fonds d'investissements américain a pu regarder sereinement ce dossier, qui défrayait la chronique judiciaire depuis 2008. On a déjà évoqué

l'importance de la confidentialité qui a entouré les discussions entre les protagonistes et ce, même lorsque l'equity a changé de mains puisque le niveau de présence de Lone Star en France ne rendait pas obligatoire de notification concentration. Il y a aussi, et je pense que c'est le plus important, la neutralité du repreneur dont l'analyse et le travail très en amont ont été peu perturbés par un contexte complexe lié notamment aux batailles judiciaires conduites en France depuis l'ouverture de la sauvegarde. L'éloignement géographique aussi... et la patience !

Xavier Leloup : Avec des bons conseils...

Antony Martinez : Avec certainement des bons conseils ! Le processus

de décision a été long parce que le dossier était doublement compliqué. Premièrement, acquérir l'equity à Lehman Brothers, société demeurant partiellement encore sous administration judiciaire présentait un sacré challenge Deuxièmement, reprendre la dette, juridiquement entre les mains d'un seul créancier, le FCT, alors qu'en pratique elle était sous le contrôle d'obligataires dont certains avaient beau jeu de se prétendre "contrôlant" en se livrant à une interprétation personnelle de la documentation de titrisation... un autre défi ! D'autant plus difficile à relever dans un contexte aussi hostile. Il faut rappeler que l'immeuble était pratiquement grevé d'un conflit où les positions du débiteur et du créancier principal, on en a longuement parlé avec Christophe et Stéphane, co-

commissaires à l'exécution des plans de sauvegarde, étaient simplement cristallisées. Quand l'equity a changé de mains, et la dette sous contrôle du repreneur, il a fallu expliquer aux grands protagonistes de ce dossier que les choses allaient changer et que le conflit passé avait pris fin ce qui leur a permis, avec l'aide des co-commissaires à l'exécution, de regarder ce dossier sous un angle nouveau, celui de la sortie du conflit.

Stéphane Gorrias : C'est une belle illustration, mais c'est vrai dans d'autres dossiers. L'aspect judiciaire n'empêche pas d'investir et en tout cas, n'empêche pas l'approche, quel que soit l'acteur qui porte cette approche. Et pour le côté franco-français, alors là, c'est vrai pour Cœur Défense, mais c'est vrai pour d'autres entreprises, cela n'empêche pas non plus l'approche internationale et une ouverture forte. C'est une belle illustration, en tout cas, de ces deux aspects.

Antony Martinez : C'est également une belle illustration d'une coopération assez exceptionnelle entre tous ces protagonistes, à la fois l'investisseur, mais également le débiteur, les commissaires à l'exécution que vous étiez. Je relisais le jugement constatant l'exécution des plans de sauvegarde de HoLD et Dame, et l'éloge de Madame le Procureur qui salue la coopération que ce dossier a fait surgir, le travail des commissaires à l'exécution du plan sous le contrôle du juge commissaire. C'est aussi une bonne illustration de ce que la double LuxCo trouve encore son plein intérêt, comme j'ai pu le lire récemment dans les colonnes de votre magazine, au moins dans le cadre de la mise en place de financements significatifs comme celui consenti par BAML dans le dossier Cœur Défense. Cela dit, on ne doit pas s'en étonner car la double LuxCo, permettant au prêteur d'échapper aux conséquences d'une sauvegarde de l'emprunteur en France, a précisément été créé pour éviter un scénario « Cœur Défense ».

Enfin, on en arrive à un point qui m'a interpellé en reprenant le texte de la réforme. Pour respecter les exigences de l'article 6 de la CEDH, le juge commissaire ne sera plus présent ni dans la formation de jugement ni lors du délibéré. C'est vrai que lorsque l'on constate l'immense travail réalisé par le juge commissaire Klotz à chaque grande étape de la sauvegarde Cœur Défense, même s'il ne participait pas aux délibérés, on peut s'interroger sur l'opportunité d'interdire à ce personnage central de la procédure, d'intervenir à des moments cruciaux

“ La liquidation judiciaire ne met plus fin à la société. Et ça, c'est une véritable modification de mentalité ”

Stéphane Gorrias

des procédures collectives.

Stéphane Gorrias : Je suis d'accord. Oui, mais la Chambre de Sauvegarde, au Tribunal de Commerce de Paris, a toujours eu cette approche de ne pas permettre au juge commissaire de participer au délibéré, et c'était le cas dans le dossier Cœur Défense. Le juge commissaire a fait un rapport, il ne participait pas à la commission de délibéré, au contraire. D'autres pratiques ailleurs ont déjà entériné cet exercice. Et c'est le cas de la Chambre de Sauvegarde au tribunal de Commerce de Paris, où le juge commissaire ne participe pas à la formation de délibéré. Et je trouve que c'est une très bonne chose pour les acteurs, notamment dans le dossier Cœur Défense. Cela

lui permet de faire au juge de faire un rapport et d'être objectif dans son approche, de donner un avis. C'est un organe de la procédure comme le sont les commissaires d'exécution du plan dans ce dossier ou le ministère public. Donc c'est un avis supplémentaire

Stéphane Cohen : Pour en revenir à la position du débiteur, aujourd'hui, c'est vrai que le débiteur, après toutes ces restructurations, justement, il a quasiment plus cours, en fait, on ne l'entend plus, finalement, et sa voix n'est quasiment plus prépondérante dans les solutions de restructuration envisagées. On l'a vu notamment dans le dossier Monceau Fleurs où le tribunal va même jusqu'à dire : « quelle est la position du débiteur, quel est le management package du débiteur ? Est-ce que le manager va rester ? ». Et là, je suis sur un dossier où les banques sortent, demandent la tête du manager, elles en font carrément une condition. C'est-à-dire qu'elles disent en fait « nous, on est « rincé », donc on veut que lui soit « rincé », et qu'il vende ses actions et qu'il nous redonne 80 % de la vente de ses actions. Et deuxièmement, on impose qu'il ne soit plus président de la société ». Donc en fait, le débiteur, aujourd'hui, ce n'est plus malheureusement celui avec lequel on discute. Est-ce que c'est à déplorer ? Moi, je pense que c'est quand même malgré tout à déplorer, parce qu'un manager qui a été bon dans le passé, il a peut-être fait des erreurs, mais il peut redevenir bon.

Baréma Bocoum : Est-ce que le débiteur avait autant son mot à dire avant ? Parce que le débiteur, finalement, c'était l'actionnaire, en réalité le débiteur tenait le micro. Là, la réforme du 12 mars 2014 cherche à rééquilibrer un peu, mais on ne va pas jusqu'au bout. Finalement, les créanciers qui arrivent à présenter un plan sont les créanciers bancaires. Tous les obligataires en Grande-Bretagne,

“ La confidentialité entourant les échanges entre les différents acteurs du dossier Cœur Défense a été déterminante puisqu'elle a permis une reprise sans pression et « en douceur » ”

Antony Martinez

par exemple, ou aux US, disent « cette loi, en fait, nous, ça nous laisse sur notre faim, aujourd'hui. S'il y a des dossiers en France, on aimerait bien voir comment cela va évoluer dans la pratique, mais pour l'instant, on ne se sent pas armés pour avoir un vrai dispositif nous permettant d'aller jusqu'au bout de l'exercice ». Et donc il y a différentes stratégies qui se mettent en place. Est-ce qu'il ne faut pas acheter de la dette bancaire pour être considéré comme tel et pouvoir vraiment être efficace et proposer un plan ? Mais élaborer une stratégie intelligente, aujourd'hui, pour un obligataire, ce n'est pas si évident.

Alexandra Bigot : D'autant qu'eux, en plus, pour faire de la new money, sont obligés de la faire en obligations à



cause du monopole bancaire.

Stéphane Gorrias : Je voudrais juste rebondir sur les propos qu'a tenu Stéphane par rapport à la notion de débiteur. Je crois qu'il y a une notion qui doit changer, non pas forcément le qualificatif de débiteurs par rapport à la procédure collective, mais l'approche de ce débiteur.

Il y a dans les procédures de restructuration une distinction désormais de plus en plus forte et de plus en plus marquée entre la personne morale, objet de la procédure collective, le patrimoine, sujet de la procédure et le management. En fait petit à petit il existe une séparation, notamment parce que cela dépend du type de dossier – un management qui n'est pas forcément impliqué dans

l'equity. Une distinction est faite. Donc il y a deux sorts différents, qui est le sort d'un côté de l'entreprise soumise à la restructuration, et le sort du management, les deux pouvant être liés ou non. Mais désormais, il y a bien une approche qui peut être différenciée.

Alexandra Bigot : Je suis tout à fait d'accord, sauf en prévention car on se retrouve nécessairement à un moment donné, avec des problèmes de management package où là, les discussions deviennent un peu différentes.

Stéphane Cohen : C'est vrai. Mais la position de l'AMF aussi est en train de changer sur les opérations de Debt Equity Swap parce qu'ils prennent de



plus en plus en considération, malgré tout, la crise. On l'a vu notamment dans Monceau Fleurs où même s'ils n'ont pas dispensés de l'OPA, malgré tout ils ont autorisé la conversion en equity en imposant certainement une réduction de dette. Mais malgré tout aujourd'hui ils entendent effectivement cet aspect-là.

Je l'ai vu sur un autre dossier, la reprise de Geci Systèmes par Alten où effectivement l'AMF a autorisé une dispense d'OPR en prenant en considération la crise. L'AMF prend en considération le fait qu'il y a besoin de remonter les fonds propres de l'entreprise pour continuer à avancer. Donc c'est une nouvelle position aujourd'hui,

Olivier Bénureau : Y-a-t-il réellement beaucoup d'opérations de Debt to equity Swap ?

Alexandra Bigot : Le premier, c'était CPI, puis SGD et enfin Novasep : il y en a eu donc quand même un certain nombre avant cette année. Cela s'est accéléré juste parce que tous les fonds américains n'ont plus de restructuring

dans lesquels investir aux États-Unis actuellement, et du coup investissent énormément sur le continent et notamment en France.

Olivier Bénureau : Et ils le font toujours par la dette ?

Alexandra Bigot : Oui, parce que c'est leur mode de fonctionnement habituel, c'est de prendre de la dette mais cela étant, ce sont des fonds qui, derrière, pour la plupart, ont des vraies capacités d'investissement. C'est comme si c'était des fonds d'investissement. Derrière, ils gèrent réellement les sociétés. Ils ont quelquefois une partie des fonds investis dans le Private Equity. Ils ne font pas du trading de dette dans ce genre de situation, mais ont des vraies équipes derrière pour gérer l'actif.

Antony Martinez : On en revient à la discussion que nous avons eue en début de table ronde. Est-ce à dire que le volet social n'est plus un problème pour les fonds d'investissement, notamment anglo-saxons ? Ce qui est certain est que pendant longtemps, et encore l'année dernière, on pouvait

lire ça et là que les fonds anglo-saxons ne venaient pas en France parce qu'il y a une « rigidité sociale », une vraie difficulté pour appréhender et gérer le problème de l'emploi. Aujourd'hui, on voit ces mêmes fonds se positionner sur des sociétés en difficulté présentant pourtant, Alexandra l'a rappelé, des problématiques sérieuses liées à l'emploi.

Stéphane Gorrias : Ils ont effectivement eu des mauvaises expériences et nous avons au moins une ou deux affaires, style Molex ou autre. Les décisions peuvent faire fuir les anglo-saxons. Mais en fait, ce n'est pas la rigidité du droit social la restructuration mais il y a une crispation sur la relation sociale qui peut effectivement faire peur.

Antony Martinez : Oui, comme le co-emploi dont les contours à peine définis par la cour de cassation ont conduit à en faire un spectre pour les investisseurs étrangers.

Alexandra Bigot : Je crois que ce qui leur fait vraiment peur, c'est peut-être

“ L'argent ne suffit pas, il faut des solutions concrètes et des gens qui mettent les mains dans le cambouis, qui ont une histoire et une vision ”

Baréma Bocoum



le manque de clarté et, nous en tant que conseils, on est souvent dans l'incapacité de leur dire que les règles sont figées.

Stéphane Gorrias : Oui, il n'y a pas de stabilité.

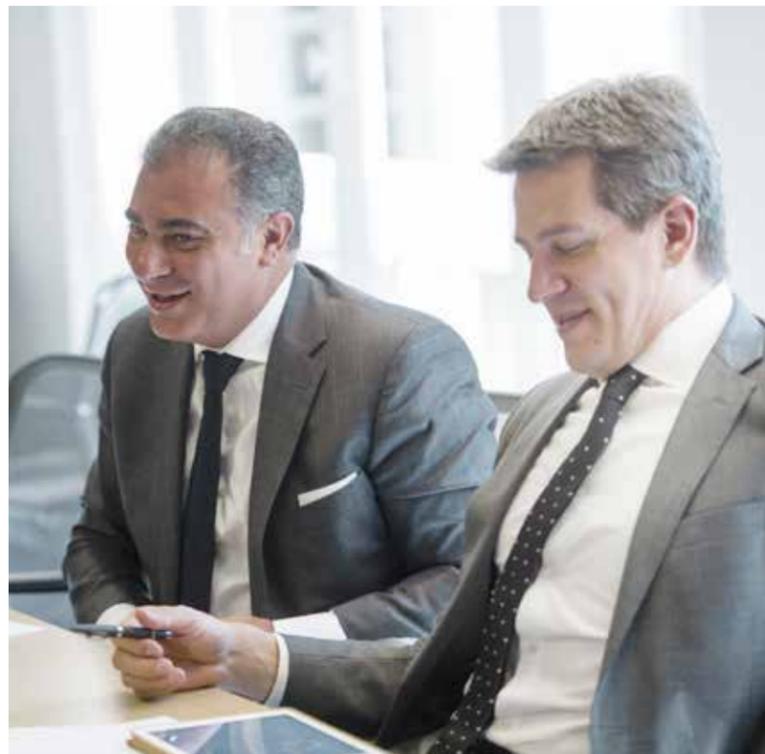
Alexandra Bigot : Il n'y a pas de stabilité, et en plus des règles similaires peuvent conduire à des résultats inverses. Quand vous voyez par exemple les critères du co-emploi, et les critères de la direction de fait, c'est quand même assez proche. Or, on n'a pas du tout la même analyse selon les chambres sociales et commerciales. Donc quand vous êtes conseil, essayer d'expliquer que des mêmes faits avec des règles similaires ne conduiront pas au même résultat, c'est un peu compliqué. Étonnamment les clients

aiment bien les choses un peu carrées !

Stéphane Gorrias : Et dans le prolongement, c'est l'arrêt Klarius qui passe de la notion de co-emploi, qui n'est pas reconnu, à la notion de responsabilité liée à la rupture du contrat...

Baréma Bocoum : Il y a deux semaines, j'ai rencontré le vice-président de l'un des plus gros hedge funds américain qui est basé à Londres. Il me dit : j'ai deux priorités, c'est l'Allemagne et la France et j'ai plusieurs milliards à déployer. J'aimerais trouver des actifs, dans le secteur automobile ». On pourrait penser qu'il va à l'inverse de tout le monde. Mais en fait, sa vision est intéressante, parce qu'il dit « en fait, aux US, compte tenu de l'exigence de TRI, on a du mal à

trouver des actifs aujourd'hui ». Eux ont la conviction profonde qu'au niveau macroéconomique, l'Europe est sous-évaluée à l'heure actuelle et qu'il y a beaucoup de gisements. Les Européens et notamment les Français sont très pessimistes. En arrivant dans des situations de restructuration, notamment lorsque il y a du judiciaire, ils se disent qu'il y a une opportunité d'arriver en tant que chevalier blanc, d'avoir un socle de business qui peut être pertinent, mais en faisant la restructuration sociale à l'entrée, et en ayant une dette décotée. Par rapport à tout cet argent qui se retrouve aujourd'hui sur le marché, il y a une question fondamentale qui se pose étant donné que la majeure partie de ces fonds n'est pas affectée à l'investissement : comment les sociétés récemment restructurées vont-elles



s'en sortir si la croissance n'est pas au rendez-vous ?

Olivier Bénureau : Quel est l'horizon de sortie de ces Hedge funds ?

Baréma Bocoum : Ils sont très flexibles. En fait, c'est exactement la question que je leur ai posée. Cela varie vraiment selon les acteurs.

Stéphane Cohen : Honnêtement, c'est de l'investissement financier, en fin de compte, ils rachètent de la dette, ils la rachètent pour un, ils la convertissent pour quatre, ils prennent le contrôle et donc il y a un TRI. Pour peu que la boîte soit cotée et qu'on remette un peu les fondamentaux de l'entreprise dans les rails, communique sur une belle opération, si le titre est liquide, très vite, ils récupèrent leur mise et après c'est très rapide.

Alexandra Bigot : Ça, c'est pour les sociétés cotées. Pour les sociétés non cotées, il n'y a pas de liquidités, donc là, pour le coup, ils ont la même logique que les fonds private equity.

Stéphane Cohen : Après, je ne suis pas sûr qu'ils ont envie de rester sept ans non plus.

Alexandra Bigot : Il y a des exemples comme Oaktree qui a racheté SGD en 2008, ils sont toujours au capital.

Stéphane Cohen : Mais les fonds anglo-saxons à qui j'ai parlé n'hésitent pas dire que leur horizon de sortie est de deux ans, le but étant de faire un super coup sur le rachat de la dette, puis de céder.

Alexandra Bigot : Je trouve que c'est un peu caricatural. Dès lors qu'ils investissent dans les sociétés non cotées, ils savent qu'ils peuvent rester un certain temps et un fonds de private equity, s'il a une belle opportunité de céder après deux ans, il la prendra. Cela n'empêche pas que l'horizon de sortie moyen est plus long.

Christophe Thevenot : Moi, l'impression que j'ai eu avec ces hedge funds, j'en ai rencontré plusieurs, effectivement, tant à Paris qu'à Londres,

c'est qu'ils veulent racheter de la dette, exactement le schéma que vous évoquez tous les deux. Le discours qu'ils m'ont tenu, c'est qu'ils sont assez prêts, parce qu'ils y sont obligés, à financer le BFR, pas forcément sous forme d'equity, mais sous forme de financements, d'obligations bien rémunérées, mais évidemment, ils ne vont pas tuer la boîte. Donc ils ne s'arrêtent pas qu'au rachat de dettes, ils financent quand même l'investissement, à minima le BFR et puis de l'investissement, parce qu'ils l'ont identifié ou le conseil leur a dit, en stratégie, il faut renouveler l'outil. Donc je constate que ce profil de hedge fund, de fonds qui cherchent à investir massivement les fonds qu'ils ont levés, surtout quand ils viennent nous voir, n'est pas que du trading de dettes. Cela va au-delà.

Baréma Bocoum : En fait, je pense qu'on fera la part des choses entre ces différents fonds. C'est très différent entre un Open Gate qui prend Kem One, Mutares qui prend Pixmania ou un Centerbridge par exemple ils ont des profils très différents. Et donc en

fonction des personnes, je prends par exemple Gauthier Reymondier, de Sankaty que je connais bien, c'est un opérationnel, il comprend vraiment, il va vraiment s'intéresser.

Il y en a d'autres qui sont des purs financiers, ils ont vraiment des stratégies différentes. Il y a des fonds que j'ai rencontrés qui étaient plus belliqueux, en disant « nous, on veut des situations, on veut avoir des litiges ». Et c'est comme cela que l'on arbitre. Donc il y a différents profils, mais ils ont tous un engouement pour investir dans les situations compliquées. L'avenir nous dira s'ils le font forcément ...

Stéphane Cohen : Mais très peu de fonds français, à part Perceva, qui ont montré ses dernières années leur capacité à délivrer. Beaucoup de fonds n'ont de retournement que le nom, et en fait il n'a pas du tout le mental du retournement. Quand on cherche le mouton à cinq pattes en voulant investir dans une entreprise où il n'y a pas de risques.

Alexandra Bigot : Il y a des exceptions, il y avait Caravelle et Butler.

Stéphane Cohen : Oui, mais ce n'était pas pareil. Caravelle, c'est une histoire industrielle, ce n'est pas des purs financiers. Martel était un industriel avant tout, il aimait l'entreprise. Il est resté 10-15 ans, après malheureusement, son décès a un peu changé la donne. Moi, je le connaissais bien, Martel, j'ai vendu des opérations, mais il avait une autre culture de l'investissement retournement. C'était un industriel qui venait au secours de l'industrie. Mais c'était autre chose. Après, Butler oui aussi c'est pareil. D'ailleurs, on voit bien la culture Perceva, ce sont des anciens de Butler. C'est une culture quand même d'investissement industriel. Moi, je le vois dans Monceau Fleurs, ils sont très présents, ils mettent les mains dans le cambouis, sur un dossier ils mettent

deux ou trois collaborateurs en permanence. Donc c'est quand même vraiment un modèle économique très différent du private equity français classique.

Antony Martinez : De nouveau la typologie de l'équipe de management est importante. On l'a vu sur le dossier Cœur Défense, l'équipe d'investissements qui a regardé ce dossier était composée de trois français avec une forte culture de l'immobilier qui est vraiment dans leur ADN. Indépendamment de toutes les opérations qu'ils peuvent faire avec une approche beaucoup plus financière, ils ont su regarder le dossier Cœur Défense qui est un deal pur « real estate » avec une volonté ensuite de travailler l'actif et d'en assurer sa sortie qu'après une exploitation valorisante pour cet actif exceptionnel.

Stéphane Cohen : Et ce n'est que comme cela qu'un retournement peut marcher, parce que sinon on va se retrouver avec du « trade » sur de la dette, c'est de la finance trash qui finalement ne règle pas le problème fondamental des entreprises. On voit plus de « cash out » pour acheter de la dette que du « cash in » investi dans les entreprises. Et ça, c'est le vrai problème.

Alexandra Bigot : Je ne suis pas sûre, car je trouve justement que dans les derniers dossiers, non seulement les hedge funds ont racheté de la dette décotée, mais ils ont à chaque fois remis de l'argent dans les entreprises.

Stéphane Cohen : Nous, dans nos prévisions, on analyse le besoin financier de l'entreprise. Et d'ailleurs, souvent les mandataires ad hoc qui sont dans les dossiers imposent que vous rachetiez la dette, parfait, vous l'incorporez en equity, super, mais maintenant, la boîte a besoin d'argent aussi pour continuer. Au-delà du simple gel de la dette qu'elle devait rembourser, il y a un vrai sujet de

restructuration.

Christophe Thevenot : Et il y a à ce moment-là de la « new money »...

Stéphane Cohen : Exactement, oui.

Alexandra Bigot : Mais même sans le leur imposer. Franchement, la plupart des hedge funds souhaitent réinvestir de la new money, mettre leur argent au travail. Ils ne le font pas juste sous la pression. A vous entendre j'ai l'impression qu'on leur extorque. Non, s'ils s'intéressent vraiment à l'actif et qu'ils pensent qu'il y a besoin de new money et qu'il y a une rentabilité y associée, ils sont tout à fait prêts à le faire.

Stephane Gorrias : Ils vont d'autant plus le faire maintenant que le privilège de la new money a été élargi au-delà même de l'accord de conciliation. Le fait simplement de permettre tout apport pendant la période peut quand même modifier la mentalité.

Baréma Bocoum : Il reste quand même un problème fondamental de dévalorisation des actifs, parce qu'effectivement avec les private





equity il y a eu beaucoup d'investissements réalisés dans une économie florissante, après on va dire qu'on est un peu retombé sur terre. Mais pour autant, lorsqu'on regarde les acquisitions de dette, je ne parle pas de cas spécifiques où il s'agissait de situations qui se sont vraiment détériorées, où on a pu avoir des dettes bon marché. Mais de manière générale les banques ne s'en sont pas trop mal sorties dans les cessions de dettes. On a des « recovery » de banques qui sont bien meilleures que ce que l'on voit dans les autres pays européens.

Donc moi, ce que j'en retire, c'est que finalement, comme il y a beaucoup d'argent, il y a de hedge funds, ils poussent les prix à la hausse alors qu'ils devraient avoir un deleverage plus important. Ça, c'est un vrai problème. Au final, ils vont avoir des attentes en termes de recovery pour cet argent et dans l'avenir, je me pose des questions sur ce que cela va donner si ces sociétés ne repartent pas.

“ **Le déplacement de sources de financements qui est en train de se faire va entraîner un paysage de restructuration totalement différent de ce que nous avons eu ces dix dernières années** ”

Christophe Thevenot

Xavier Leloup : C'est parce qu'il y a trop de concurrence ? C'est deux extrêmes, pas assez de concurrence, trop de concurrence ?

Stéphane Cohen : Trop de liquidités sur le marché et pas de capital développement. Donc c'est ça, le vrai

de problème. Les fonds aujourd'hui ont du mal à faire du capital développement. Au départ, c'est quand même leur métier d'origine, notamment les fonds de private equity français, c'est quand même des fonds de capital développement. Alors ils ont fait du LBO parce qu'effectivement, c'était de l'ingénierie financière intéressante. Mais à la base leur métier c'est quand même de financer la croissance des entreprises. D'ailleurs même l'AFIC s'appelle désormais « investisseurs pour la croissance ».

A un moment donné, toute cette manne financière, il faut qu'elle finance aussi la restructuration, mais il faut qu'elle finance des entreprises qui sont en croissance. Et d'ailleurs, la restructuration de certaines passera par la croissance d'autres, et notamment la croissance externe, et notamment d'adossement industriel.

Je pense que les deals à venir sont des deals de corporate restructuring, où effectivement, au-delà du rachat de dettes, il y a un vrai sujet de consolidation sur les marchés, parce qu'effectivement, tu le disais, il y a trop d'opérateurs, le marché s'est réduit et

il donc faut à un moment donné de la consolidation. Et je pense que les fonds aujourd'hui cherchent à investir en capital développement, mais ils ont du mal parce qu'ils n'ont pas d'opérations. Et on a une moins bonne visibilité sur les hypothèses de croissance.

Baréma Bocoum : Par exemple, je reprends l'exemple du numérique, je pense que souvent, les solutions sont dans l'ingéniosité de la procédure que les avocats peuvent mettre en place. Donc la manière de racheter la dette et le restructuring qu'il peut y avoir d'un point de vue opérationnel. Dans le numérique, je trouve qu'il y a quelque chose d'intéressant qui se passe, c'est le concept de « coopétition ». Ce sont des concurrents qui par exemple peuvent être sur deux territoires géographiques différents et qui mettent en commun des plateformes, des alliances stratégiques qui leur permettent de réduire les coûts de façon très importante, sans pour autant aller sur le social. On l'a vu sur des plateformes d'achats mises en place, sur des partages de réseaux, mais on parle d'éléments très significatifs et qui n'existaient pas avant.

Stéphane Cohen : Elles le font parce qu'elles ont eu du mal à se faire financer. On est passé d'une époque 98 jusqu'au krach de la bulle technologique, et aujourd'hui j'ai des dossiers de start-up dont on s'occupe, je peux vous dire que c'est juste infernal pour lever le premier million d'euros, ou les deux,

trois millions d'euros du départ. J'ai une start-up dans le numérique, magnifique, qui, je suis sûr, va cartonner. Moi, j'ai conseillé au client de partir aux États-Unis, de relever des fonds aux États-Unis, parce que ça n'existe pas en Europe. On est en « early stage » et c'est très compliqué. Je pense que l'investissement doit aujourd'hui se focaliser sur le développement de cette industrie numérique qui pour moi est un vrai relais de croissance, parce qu'on voit bien aujourd'hui la difficulté que représente l'e-commerce par rapport au commerce traditionnel.

Alexandra Bigot : Pour revenir sur le restructuring, j'ai l'impression que par rapport à il y a deux, trois ans, les solutions de M&A font beaucoup plus partie du restructuring, en tout cas en prévention. Maintenant, on étudie beaucoup plus la possibilité de mettre en vente l'entreprise, de retrouver un repreneur pour l'entreprise, ce qui n'était pas du tout quelque chose de classique il y a deux, trois ans. Et ça, pour le coup, ça devrait justement per-mettre, à une toute petite échelle, de participer à la consolidation industrielle, parce que c'est souvent les industriels qu'on va chercher.

Christophe Thevenot : Oui, j'ai le cas aujourd'hui de deux sociétés. Tu as une holding qui détient les titres d'une cible.

Il y a un deal avec les banques Senior sur un étalement, sauf que c'est un nouvel acquéreur qui veut bien payer

les banques qui ont nantis les titres, mais il ne veut pas payer les obligataires et les actionnaires. Donc il va y avoir cession, RJ/cession « prepack » et par le jeu de l'article L.642-12, on va entériner le deal initial obtenu dans le « prepack ». La combinaison des deux va donner lieu à des schémas de ce type-là.

Olivier Bénureau : C'est plutôt une note positive, le fait qu'on se dirige vers des consolidations industrielles, parce qu'ils ont souvent plus de compétences pour intégrer des cibles.

Stéphane Gorrias : Je suis d'accord.

Baréma Bocoum : Disons qu'on a plus d'outils et la réforme va dans ce sens. Il y a plus d'outils pour résoudre les dossiers, mais heureusement, parce que les dossiers sont quand même plus compliqués, aussi.

Xavier Leloup : Un an après la conversion de dette de la Saur, qui était un grand dossier, est-ce que les banques réinvestissent ?

Alexandra Bigot : Il n'y a pas de new money prévu, sauf à l'époque, de mémoire il y avait juste une ligne de 100 millions, une sorte de RCF qui avait été mis en place, mais il n'y avait pas de réel investissement. ■

Ils ont dit :

➤ **Alexandra Bigot**
“ Très souvent on a des plans de cession qui partent en étant mieux-disant à court terme mais qui n'assureront pas la pérennité derrière ”

➤ **Stéphane Cohen**
“ Beaucoup de fonds n'ont de retournement que le nom ”

➤ **Baréma Bocoum**
“ Les pouvoirs publics sont là pour s'assurer que l'impact social est minoré et que des problématiques de filière sont prises en compte ”