

**TABLE RONDE**

# **RESTRUCTURATION**



## Restructuration : tout se joue en amiable



Bonne nouvelle pour l'économie française : les défaillances sont en baisse depuis le début de l'année. Mais si le nombre de procédures collectives tend à décroître, c'est aussi qu'une grande partie des restructurations se joue désormais en amont. Dans le cadre de pre-pack cessions ou de négociations amiables avec les investisseurs, plus que jamais friands de dettes *distressed*. Explications.

Photographie : Philippe Castano

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires :** Les statistiques montrent qu'il y a aujourd'hui moins de défaillances qu'il y a un an. Est-ce que sur le terrain vous le ressentez de la même façon, ou est-ce des chiffres en trompe-l'œil ? « Nadine, quelle est la situation des marchés de capitaux comparée à l'année 2016 ? »

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** L'an passé à la même période nous étions au plus mauvais moment dû au Brexit. D'ailleurs, nous avons quatre opérations que l'on n'a pas pu lancer pendant le mois de juin et il aura fallu attendre 4 semaines pour les lancer. Finalement on doit constater que le

Brexit est un non-événement sur les marchés. Du moins, pour l'instant. Certes on a encore eu un peu chaud au début du mois de mai pour les élections françaises, quand il y avait le duel potentiel Mélenchon - Le Pen. Là ça aurait eu un impact fort sur les marchés.

**Patrick Teboul :** Je pense qu'on ne serait pas là. Il n'y aurait sans doute personne autour de cette table !

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Toujours est-il que maintenant tous les indices sont verts. On a un CAC40 qui a fait +8%, l'indice mid et small cap a fait 18,5% depuis le début de l'année,

ce qui est assez impressionnant. On a des volumes sur le CAC qui sont excellents puisqu'on est pratiquement à 3,5 milliards. Les indices de volatilité qui indiquent la fébrilité du marché, sont très intéressants. On est sur un premier indice le V2X à 13,7, l'année dernière on était à 31. Et le V9 est à 10,6 au lieu de 21. Là où c'est intéressant notamment pour les entreprises dans les situations difficiles, c'est que plus vous avez de liquidités sur les marchés, plus les entreprises arrivent à se refinancer, ou faire des augmentations de capital. On évite ainsi certaines défaillances qui sont dues au manque de liquidité. Quand on voit ce qu'il se passe sur Track,

l'indice obligataire phare, on est à 190 de points de base, contre 346 l'année dernière. Ça fait 150 points de base de moins ! Donc depuis le début de l'année, tous les indices au vert, avec une liquidité bancaire abondante de surcroît par exemple les prêts bancaires, sont à 365 Md€ cette année, comparés à 237 Md€ au premier semestre de l'année dernière. Donc on est sur une activité du marché qui est extrêmement liquide, à des conditions défiant toutes concurrences, et qui est intéressante aussi bien en equity qu'en dette.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** A l'échelle d'Oddo, on a une dizaine d'opérations dans le pipe, des opérations plus ou moins grandes. Ce qu'on fait énormément en ce moment, ce sont les augmentations de capital, parce que les marchés d'equity sont juste phénoménaux. Notamment, on a fait beaucoup d'opérations de capital sur le biotech et effectivement les marchés les absorbent très bien. Donc tous les clients qui peuvent émettre, qui se disent : « je veux renforcer ma liquidité », le font tous.

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires :** Mais cela est surtout favorable aux grandes restructurations ?

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** La liquidité est il est vrai plus grande sur les grands deals que sur les petits. On revient à une problématique très connue, aujourd'hui, il vaut mieux avoir un endettement supérieur à 100 M€ pour se restructurer qu'être une belle PME/ETI avec un endettement de 40/50M€, 80 M€. Pourquoi ? Parce que sur les gros tickets, on a des classes d'investisseurs spécialisés qui sont hyper actifs, qui continuent d'investir en France et qui sont vraiment fortement présents. Il n'y en a pas qu'un, il y a une bonne dizaine, voire une vingtaine d'investisseurs qui

peuvent faire ça alors que sur les PME, ETI qui ont 80 M€ d'endettement, ça devient beaucoup plus compliqué et il y a très peu d'intervenants.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Vous le constatez tous sur vos différents segments ? C'est facile de trouver des capitaux aujourd'hui ?

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Sur le marché du financement de l'affacturage, on vit la même chose. En premier lieu, le marché a connu en 2016 une croissance de près de 10% et le 1er trimestre 2017 poursuit cette tendance. Par contre, l'année dernière a été en demi-teinte, avec un 1er semestre très fort et un ralentissement au 2nd semestre. Les factors ont vu ainsi leur activité freiner en fin d'année. En matière de prix, il y a une forte tendance à la baisse. Plusieurs effets se conjuguent. La concurrence s'intensifie avec notamment le rapprochement entre FactoFrance et CM-CIC Factor et l'arrivée d'un nouvel acteur, La Banque Postale. Et l'excès de liquidités pousse les factors à proposer des prix attractifs quelle que soit la taille du dossier. De plus, les factors anticipent certainement un ralentissement au 2ème semestre. Ils se positionnent ainsi sur tous les dossiers et acceptent de prendre des risques plus importants que par le passé.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Il y a combien d'acteurs majeurs du factoring ?

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Il y a une dizaine de factors en France. Mais le marché est très concentré autour de 5 acteurs qui représentent plus de 80% des volumes. La compétition est frontale. C'est très différent dans les autres pays européens, notamment au Royaume-Uni, en Allemagne et en Italie. Il y a beaucoup plus d'acteurs.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Comment expliquez-vous que le marché soit si concentré ?

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** L'histoire du marché français de l'affacturage a suivi celle du marché bancaire avec de nombreux rapprochements. Par exemple, lorsque le Crédit Agricole a racheté le LCL, les filiales d'affacturage (Eurofactor et Transfact) ont fusionné.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Les banques ont trouvé une technique qui consiste à se désengager à court terme en transférant les risques à leur filiale d'affacturage. Cela leur permet de continuer à travailler avec des sociétés aux trésoreries plus tendues tout en se désengageant de leurs lignes court-termes. Le système est assez efficace. Mais en restructuring, cela pose un problème car il est difficile d'avoir un factor indépendant pour mettre de l'argent de côté ; lorsque nous travaillons sur un dossier où le factor est une filiale de la banque, nous avons un levier en moins. Le seul indépendant connu était GE qui vient de perdre cette qualité-là en fusionnant avec CM-CIC.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Effectivement c'est un vrai sujet. Mais FactoFrance a toujours la possibilité d'intervenir auprès des PME et des ETI sans que son nouvel actionnaire bancaire n'interfère. Par contre, si le dossier est très important, il y aura un comité de crédit au niveau de la banque. Dans ce cas, ce comité peut avoir un point de vue différent.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Et ça va très vite, parce que le plafond n'est pas très élevé je crois.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Non, c'est plus important. Mais effectivement si vous avez un besoin de financement de 100 millions

d'euros, ça se décidera au niveau du comité banque.

**Fabrice Patrizio, Archers** : Pour illustrer ce propos, nous avons travaillé l'année dernière sur le refinancement d'un club de football juste avant sa cession. Nous avons eu 60 M€ à peu près de papier à mobiliser. J'avais appelé quelques facteurs à ce moment-là pour leur présenter le dossier et ils étaient très allants les uns et les autres. Mais quand nous expliquions qu'il s'agissait d'un club de football, on nous répondait « finalement cela va être plus compliqué, je ne suis pas sûr que l'on puisse arriver à faire quelque chose pour toi, etc. ». Finalement, nous sommes allés nous refinancer à Londres.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires** : Est-ce qu'on peut le qualifier de conflit d'intérêts ?

**Cédric Colaert, Eight Advisory** : Non, c'est une prestation.

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires** : Pour revenir sur l'activité en 2017, Cédric Colaert, quel est votre sentiment ?

**Cédric Colaert, Eight Advisory** : Nous traitons entre 150 et 180 dossiers en moyenne chaque année. Je partage l'analyse de Nadine sur la segmentation du marché. Il y a deux mondes : celui des gros dossiers, plus gros que les ETI (au-dessus de 1000 personnes) qui sont traités avec plus de facilité et les dossiers hexagonaux à moins de 1000 personnes où l'on retrouve exactement ce que Nadine a décrit. Les méthodes diffèrent également, sachant que lorsque nous intervenons en tant qu'auditeur indépendant, nous sommes là pour défendre l'intérêt des personnes morales et non celui des actionnaires même si notre but n'est pas non plus que ces derniers perdent leurs participations. Tout dépend donc du côté de la barrière où l'on se place. Quand nous sommes nommés par une

**“Dans l'univers du coté, la problématique de la publicité de l'accès à l'information, à mon avis, sera très importante dans les restructurations à venir”**

**Nadine Veldung**

personne morale avec l'assentiment des actionnaires, des avocats et de l'ensemble de l'équipe qui sont là pour mener à bien un dossier, ce n'est pas pour que les actionnaires se fassent sanctionner. Toutefois s'il y a une consolidation ou un apport de financements complémentaires sur des dossiers importants à dimension internationale, les intervenants comme les Anglo-saxons viennent tout de suite prendre le contrôle de la société. Et de temps en temps, l'intérêt de la personne morale, c'est un sujet... D'ailleurs la notion de personne morale est très franco-française, je pense qu'il y a des avocats ici pour nous dire que la personne morale n'existe pas dans le monde anglo-saxon.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : Si, si.

**Cédric Colaert, Eight Advisory** : Si ? Ça existe ? Mais c'est-à-dire qu'il y a la personne morale, les actifs, les actifs qu'on peut liquéfier et le cash qu'on peut remonter. Dans le restructuring tel que nous le pratiquons, nous essayons d'anticiper et de voir comment il est possible de rendre la société pérenne tout en essayant de lui laisser le maximum de périmètre. Le but n'est certes pas de découper des actifs ou démanteler des groupes mais si pour sauver un groupe il faut le découper, c'est un autre sujet. Ce sont deux mondes différents. Enfin, pour

revenir sur l'analyse de marché telle que la faisait Nadine, il est vrai que l'économie va mieux. Il y a beaucoup moins de gros dossiers et on observe par rapport à l'année dernière que la taille moyenne de nos dossiers a considérablement baissé. Cela veut dire qu'un certain nombre de dossiers ont été traités mais aussi que l'économie va mieux.

**Fabrice Patrizio, Archers** : Une statistique intéressante d'Altarès : 3,9 % de défaillances en moins au premier trimestre 2017, et une diminution, un signe qui ne trompe pas, de la cotisation AGS de manière assez significative aussi bien en 2016 qu'au début 2017.

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires** : Il y a des secteurs qui sont encore touchés ?

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : Une évolution intéressante peut être notée sur le marché de la dette distressed, que j'ai constaté sur deux dossiers de restructuration. Il s'agit de l'apparition d'unitrancheurs. Après avoir conquis une part importante du marché du private equity, il était assez logique que les unitrancheurs cherchent à investir ce marché du distressed et proposent des solutions relativement créatives en répondant aux besoins spécifiques du financement au distressed. Il s'agit notamment de fonds anglo-saxons qui ont eu une approche consistant à appréhender une partie de l'éventuelle plus-value à la sortie en réduisant au maximum le service de la dette pour permettre à la société de respirer et, surtout, d'utiliser sa trésorerie pour financer son BFR, voire de nouveaux plans d'investissement. La logique est donc de lui faire payer très peu d'intérêts tout en augmentant le coût de la dette en fonction de la taille de la plus-value, cette part pouvant atteindre 25%. Il s'agit de nouvelles solutions qui me semblent particulièrement adaptées à certaines situations de restructuration.



**Nadine Veldung**

- Nadine a rejoint Oddo Seydler Corporate Finance 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.
- Nadine a débuté sa carrière chez Dresdner Bank, avant de rejoindre West LB France où elle a travaillé 16 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 compte aujourd'hui une soixantaine de professionnels

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF** : Sur des dossiers d'une certaine taille, à savoir quand même. En dessous de 15 millions d'EBITDA, cela n'intéresse très peu d'investisseurs. Donc il faut une bonne taille. C'est vrai qu'on voit des unitrancheurs apparaître et aussi des structures très agressives financièrement qui permettent d'éviter la défaillance. Je vais éviter d'en citer, mais on a eu récemment le cas où effectivement on l'a vu, dans un marché moins liquide, la restructuration ne se serait pas aussi bien passée.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : Donc c'est une nouvelle source de financement qu'on voit apparaître, même en immobilier d'ailleurs.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit** : Nous constatons également

l'émergence de nouvelles offres de financement non bancaires, adossées sur des actifs de type immobilier et mobilier (sales and lease back). Ces offres sont proposées par des fonds de dette. Ce type de financement n'a pas vocation à intervenir au moment de la restructuration. Par contre, il intervient souvent juste après pour compléter le financement du retournement de l'entreprise.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires** : Donc ils sont intéressés en fin de course parce qu'ils croient au business plan et à peu de frais.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : Au moins 7 % d'intérêts avec un yield d'1,5 fois environ. En contrepartie de ces coûts relativement élevés par rapport à la dette classique, ils

proposent toutefois de nouveaux produits créatifs et souples capables de s'adapter aux différentes situations. Cette adaptabilité a évidemment un prix.

**Nadine Veldung, Oddo CF** : Mais c'est en ligne avec le risque.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires** : Voilà, c'est en ligne avec le risque.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin** : S'il n'y a pas de souci majeur, les entreprises ont évidemment recours aux financements classiques.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : Ils essaient aussi d'aller dessus, justement on parlait de financer le BFR, ils essaient de trouver des solutions, ce qui

est beaucoup plus difficile pour eux évidemment parce qu'en général ils ne sont pas agréés pour faire du crédit en France, etc., donc il faut trouver des solutions toujours via des obligations, ce qui est assez lourd, mais très grosse créativité en tout cas de ces fonds, donc nouvelles sources de financement.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit:** Ces fonds de dette sont innovants. Ils ont commencé par proposer des financements adossés sur des actifs mobiliers (ex : sales and lease back d'outils de production). Ils vont maintenant plus loin et proposent des financements adossés sur les créances clients et les stocks. Ces nouveaux acteurs ne sont pas nombreux mais ils sont en train de lever de nouveaux fonds. En matière de prix, ces offres sont plus chères qu'un crédit bancaire classique mais restent très attractives notamment pour des sociétés en retournement ou dans des contextes de LBO.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Il faut qu'ils rémunèrent leurs investisseurs ! Il sera aussi intéressant de voir si la réforme des fonds communs de titrisation, qui leur permet maintenant de consentir des crédits plutôt que de simplement acheter des créances, va avoir un véritable impact et si des FCT vont par exemple proposer des lignes de crédit, type RCF, dédiées au financement du BFR.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit:** Ils sont dans cet état d'esprit. Les investisseurs ont beaucoup de liquidités. Les sociétés de gestion sont donc très créatives afin d'être force de proposition. Pour le moment, ces nouvelles offres ne représentent pas des montants très importants mais cela va prendre de l'ampleur.

**Fabrice Patrizio, Archers :** Et les rémunérations sans doute encore trop élevées.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun**

**“On se retrouve aujourd’hui avec des procédures collectives très courtes parce que les recherches de solutions ont lieu de plus en plus en amont”**

**Franck Michel**

**Crédit:** Les premiers fonds exigeaient des rendements plus élevés. Les investisseurs découvraient ces nouvelles offres de financement.

**Thierry Grimaux, Valtus :** Pour revenir sur la question initiale de la réduction du nombre de défaillances d'entreprise, ça fait deux ans que le phénomène est amorcé, deux ans qu'on le voit tous. Pour revenir sur ce que disait Cédric, l'économie va mieux, il y a plus d'embauches de cadres, il y a plus d'embauches tout court. On a vécu sur un phénomène de stocks et de flux. Il y a un flux annuel de sociétés qui tombent. Et nous avons également un effet de stock traité sur les dernières années qui, à force d'être traité, a fini par disparaître souvent parce que la situation a fini par être résolue, donc c'est très bien. Et on voit le nombre de défaillances diminuer. Très bien également. Par contre, chez celles qui défontent, il y a une particularité : elles sont juste un tout petit peu plus malades qu'avant. Et pour moi, c'est à relier avec ce que j'appelle l'effet doctissimo.com. Ce marché qui a été assez explosif sur les dernières années a généré une certaine créativité, dont on parlait chez les grandes institutions, chez les financiers et chez tous les gens qui y ont vu une opportunité de business, une opportunité d'y rentrer. Aujourd'hui, vous tapez « sociétés en

crise » sur Google et vous avez des dizaines de solutions, de propositions, de suggestions qui vous sont faites. Et tout le monde a sa petite solution. Par conséquent la société qui va avoir recours à plusieurs de ces expédients parfois, à plusieurs automédications, va repousser à chaque fois l'échéance. Par contre, une fois que le dossier arrive en défaillance, il n'y a plus grand-chose à y faire, parce que beaucoup a déjà été fait, parfois bien, parfois pas bien, et si elle arrive en défaillance, c'est souvent parce que ça n'a pas été suffisamment bien fait. Et de fait il y a un effet qualitatif excessivement difficile à gérer. Je trouve que les dossiers sont plus difficiles à sortir aujourd'hui, une fois qu'ils sont connus. Il y a souvent longtemps qu'ils sont en cessation de paiement, petits ou gros d'ailleurs, et l'automédication trouve là ses limites.

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Même les gros ?**

**Thierry Grimaux, Valtus :** Même les gros. Les gros vont être sauvés parce que les bonnes fées vont se mettre dessus, parce qu'il y a un enjeu d'emplois, parce qu'il y a un enjeu électoral, parce qu'il y a toujours une élection qui passe par là.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Il y a un intérêt aussi.

**Thierry Grimaux, Valtus :** Il y a un impératif de faire quelque chose. De toute façon, ça va être médiatisé. Mais sur les petits qui passent au-dessous du radar, elles continuent à tomber. Pour moi, le sujet n'est pas résolu. Il y a moins de sujets, mais ils sont plus compliqués et plus difficiles à sortir.

**Franck Michel, AJAssociés :** Je suis tout à fait d'accord. D'abord, sur le volume, le niveau de défaillances en France reste élevé. C'est-à-dire que même si l'on assiste à une baisse du nombre de défaillances après plusieurs années de hausse continue, ce n'est que très récemment que les chiffres de



**Franck Michel**

- Associé fondateur d'AJAssociés. Franck Michel est responsable des bureaux de Blois, Créteil, Le Mans, Marseille, Orléans, Paris Flandrin, Tours et Versailles.
- AJAssociés est présente sur tout le territoire de métropole et Dom Tom et compte 9 associés et 85 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 18 bureaux et a été désignée en 2016 dans 872 nouvelles missions dont 190 missions de prévention et 486 procédures collectives.

l'observatoire de la Banque de France sont passés sous la barre symbolique des 60 000 défaillances d'entreprises sur 12 mois glissants, ce qui reste élevé par rapport aux niveaux d'avant-crise de 2008 plutôt aux alentours de 47 000 défaillances par an. À partir de là, je partage tout à fait les appréciations formulées sur la typologie ; c'est-à-dire que si en effet le nombre de défaillances commence à baisser, on constate en revanche que le traitement des difficultés en amont de la défaillance dure beaucoup plus longtemps qu'avant. Il y a donc eu beaucoup de protocoles ou de moratoires « d'attente », il y a eu beaucoup de dossiers qui ont été maintenus depuis la crise de 2008, mais aujourd'hui ce stock diminue. On constate aussi que

l'effet épouvantail de l'état de cessation des paiements n'existe plus, c'est-à-dire qu'il y a encore quelques années on avait des dirigeants traumatisés par l'idée des responsabilités qui pouvaient survenir s'ils ne se plaçaient pas en procédure collective, aujourd'hui c'est un épiphénomène.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Culturellement, ça a changé ?**

**Franck Michel, AJAssociés :** Complètement. À la fois par l'appréciation des tribunaux, du ministère public, et effectivement toutes les mesures de prévention qui existent. D'ailleurs, à ce titre, il n'est pas rare de constater qu'on peut cumuler des

missions de prévention qui durent 24 mois ou 30 mois sur certaines sociétés, ce qui est à mon avis un dévoiement de ce type de procédure, et il n'est pas rare en tout cas de voir deux, trois conciliations de suite alternées d'une période incompressible de trois mois de Mandat ad hoc entre les procédures de Conciliation. Tout ceci maintient bien évidemment artificiellement une situation qui est obérée. À partir de là, on se retrouve avec des procédures collectives qui sont inéluctables quand on a à traiter effectivement des sociétés qui ont un EBITDA insuffisant voire négatif, qui doivent financer une restructuration, et qui arrivent dans des situations beaucoup plus obérées que si les difficultés avaient été traitées bien en amont, de sorte que la procédure

collective devient de moins en moins une solution. En effet, la logique du traitement des difficultés le plus en amont possible voudrait que la procédure collective ne soit mise en œuvre soit (i) sur une optique où les négociations amiables et confidentielles en procédure de prévention (Mandat ad hoc ou Conciliation) n'ont pu aboutir favorablement, et il n'y a plus d'autre solution que la procédure collective, soit (ii) éventuellement sur la mise en œuvre d'un prepack-cession, qui ont vocation à raccourcir la durée de la procédure collective si l'objectif est de mettre en place un plan de cession. Face à ce changement dans les pratiques préventives qui sont allongées, on constate que les procédures collectives aboutissent de moins en moins à des plans d'apurement, malgré la possibilité de mettre en place des comités de créanciers qui est en fait une solution par laquelle il est possible d'obtenir des plans d'apurement dans des conditions extrêmement intéressantes pour les entreprises. En fait, on se retrouve avec des procédures collectives très courtes parce que les recherches de solutions ont lieu de plus en plus en amont.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Comité de créanciers, ce sont donc des regroupements de créanciers, c'est ça ? Par classes ?**

**Franck Michel, AJAssociés :** Oui. C'est la règle du consensualisme qu'on applique aux procédures collectives, il était temps, c'est-à-dire qu'on part du principe que les créanciers ont le droit de choisir leurs propositions, ont le droit en tout cas d'être à la table des négociations pour qu'on puisse évoquer avec eux des propositions d'apurement plutôt que de leur en imposer.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Même si à la fin on leur impose quand même.

**Franck Michel, AJAssociés :** Il y a

**“La confidentialité du mandat ad hoc peut être un gros problème, notamment pour des sociétés de titrisation cotées et soumises aux règles FCA qui obligent de communiquer ce genre d'événements sous peine de sanctions pénales”**

**Patrick Teboul**

quand même une règle de majorité des 2/3 du montant des créances, qui fait que c'est la majorité des créanciers du comité qui adopte la proposition. Tout ceci fait que l'on trouve que les procédures collectives quelque part sont de moins en moins intéressantes, mais en fait on les rend de moins en moins intéressantes par tout ce qu'il se passe en amont. À l'inverse, pour des sociétés de taille inférieure, il y a très souvent un vrai enjeu de restructuration opérationnelle et force est de reconnaître que ces sociétés qui ont eu un peu moins recours à la prévention, et sur des structures où il y avait effectivement une restructuration à financer et un EBITDA à restaurer, obtiennent au niveau des procédures collectives des résultats beaucoup plus positifs. Le risque à mon avis pour l'avenir, c'est que la prévention va augmenter de plus en plus sur tous les types de dossiers, y compris sur les dossiers de petite taille, et on va rendre la procédure collective de plus en plus liquidative.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** J'ai exactement la même

vision que vous. Nous avons moins de nouveaux dossiers mais beaucoup d'anciens dossiers qui « repartent », des anciens dossiers de restructuration qui arrivent à maturité de deux, trois ans et dans lesquels les entreprises restructurées rencontrent à nouveau des difficultés parce que le marché n'a pas suffisamment démarré par rapport au business plan qui avait été envisagé. Nous avons ainsi vu beaucoup d'anciens dossiers donnant lieu à des négociations d'avenants successifs au protocole de conciliation initialement conclu. Certains dossiers basculent en procédure collective. Vous parliez des secteurs d'activité qui sont touchés, nous en voyons beaucoup dans le secteur du marché de détail de l'habillement qui souffre énormément en ce moment, ce n'est pas une surprise.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** L'évolution du taux de change EUR/USD a certainement pénalisé les distributeurs.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Et le coût de la main d'œuvre dans le monde entier qui commence à augmenter ; délocaliser devient moins intéressant dans certains pays et donc les Français sont rattrapés avec des marges moins intéressantes, etc...

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Il y a moins d'intérêts à délocaliser, c'est ça ?**

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Voilà. On délocalise ailleurs, mais on s'aperçoit que dans certains pays, cela commence à devenir moins intéressant financièrement

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : ...Parce que tout le monde s'enrichit, et tant mieux**

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Oui le niveau de vie dans ces pays-là augmente, les gens commencent à avoir des prétentions salariales. Ils



**Patrick Teboul**

➤ Patrick Teboul est Associé dans les départements Banking & Finance et Real Estate du bureau parisien de Mayer Brown. Il intervient dans le cadre de la mise en place de financement structuré principalement pour les fonds ou société emprunteuses à l'occasion de la mise en place de dettes dans le cadre de financement à effet de levier ou corporate (unitranche, all senior, senior/mezzanine et super-senior RCF dans le cadre d'émission d'obligation High Yield). Patrick intervient également dans le cadre de la mise en place de financement distressed ainsi que sur des opérations 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 de nombreux special servicer (tels que Capitaet Mount Street), fonds de dette (tels Colony Capital et Tyndaris) et fonds d'investissement (notamment Eurazeo, Bridgepoint, LBO France, Activa Capital et Alpha Private Equity). Il est intervenu récemment dans le cadre de restructuration de dettes et de mise en place de financements alternatifs pour le compte de fonds de dette de l'investisseurs privés.

veulent plus de protection.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : On finira en Antarctique, peut-être.**

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Allez savoir ! Mais c'est un secteur qui a beaucoup souffert.

**Nadine Veldung, Oddo CF :** Mais est-ce que ce n'est pas surtout aussi le chiffre d'affaires qui diminue parce qu'il y a une baisse de la consommation ? Les consommateurs ont définitivement changé leur manière de consommer.

**Marie-Christine Fournier, Kramer**

**Levin :** C'est l'intervention des deux, bien évidemment. Avec la crise, les Français ont arrêté de consommer. Ils achètent plus sur Internet et les boutiques, les franchises souffrent énormément. C'est un enchaînement.

**Franck Michel, AJ Associés :** Les gens s'habillent de moins en moins de toute façon.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** C'est vrai qu'il fait de plus en plus chaud !

**Franck Michel, AJ Associés :** Je précise mes propos : c'est-à-dire dans les entreprises, le port du costume

cravate n'est plus de mise.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** S'agissant de la typologie des dossiers, on voit beaucoup de prépacks, c'est clair. D'une manière générale, nous constatons de manière assez symptomatique que lorsque les entreprises basculent en procédure collective, soit il s'agit d'une nécessité pour un pré-pack, soit il s'agit d'une liquidation judiciaire. Il n'y a plus vraiment le milieu.

**Franck Michel, AJAssociés :** Le prepack est un vrai sujet parce qu'aujourd'hui il n'est pas suffisamment sécurisé. Il y a des déviances. Le prepack doit

prendre ses lettres de noblesse et on doit beaucoup plus organiser de transparence et de contradictoires dans le cadre du prepack. Souvent, c'est un candidat qui s'est manifesté pour une reprise de titres qui, observateur assez habile, modifie son offre pour la présenter en reprise d'actifs et met une pression incroyable sur le conciliateur et les autres intervenants en disant qu'il n'a qu'un délai très court pour maintenir sa proposition, de sorte qu'on est de plus en plus dans des situations où d'autres proposants n'ont matériellement pas le temps d'accéder à la data-room et d'instruire des offres.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Donc c'est dévoyé, le pré-pack qui se présentait comme un progrès ?**

**Franck Michel, AJAssociés :** Je ne vais pas dire que c'est dévoyé ; c'est une procédure qui est récente dans les textes en ce qu'elle n'a été entérinée par le législateur français qu'en 2014. Il y a des axes d'amélioration de cette procédure et j'espère qu'il va y avoir des décisions de jurisprudence qui vont peut-être renforcer cet objectif de prepack qui était un objectif de mettre en concurrence plusieurs sociétés en amont d'une procédure collective et ce, de manière confidentielle. Je pense qu'à l'avenir on va avoir de plus en plus de candidats évincés qui vont contester les conditions du prepack.

**Fabrice Patrizio, Archers :** Je ne partage pas complètement la vision de Franck sur le sujet. Les pré-packs, sur une taille d'entreprise conséquente, aujourd'hui sont en pratique extrêmement normés, contrairement à ce qu'on peut imaginer. Les juridictions comme les administrateurs judiciaires sont très sensibles justement à ne pas être accusés à un moment donné de favoritisme au profit de tel ou tel candidat. Cela nous impose de passer par du conseil financier, du conseil chiffre, dans des proportions qui peuvent être conséquentes. Les due-diligences sont

**“L'intérêt du pré-pack, c'est de faire beaucoup de travail dans un temps record pour préserver l'entreprise. C'est ce qui n'est pas facile”**

**Cédric Colaert**

très souvent réalisées très en amont de l'ouverture de la procédure collective pré-packée. A noter que, plus l'effectif salarié concerné par le pré-pack est important, plus les précautions prises doivent l'être également. A partir du moment où ces meilleures pratiques sont respectées (s'être assuré, par exemple, d'avoir très correctement interrogé le marché sur les candidats potentiels, avoir constaté qu'il n'y avait pas de solution in bonis, avoir préparé très proprement l'atterrissage post pré-pack en redressement judiciaire, en liquidation judiciaire ou en sauvegarde, etc.), il convient, à mon sens, de laisser à ces procédures la plus grande flexibilité, ceci en particulier pour permettre une très grande rapidité d'exécution de la procédure collective. Je suis convaincu que la responsabilité de nos juridictions et mandataires de justice en sortira grandie.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** On a fait plusieurs pré-packs et le premier en France était NextiraOne. C'est un dossier que j'avais commencé à traiter chez EY en 2007 – 2008 avec quatre mandats ad hoc conciliations. Après avoir fait ce pré-pack, nous avons dû prouver, que la solution in bonis ne marchait pas et nous avons du avec un intermédiaire banquier d'affaires faire le tour de tout le marché. Nous avons bien évidemment toutes les pièces en retour documentées, présence du

tribunal, juges, commissaires, parquet qui lors des audiences ont tout fouillé. Et dans le délai de dix jours d'appels, il y a un soi-disant repreneur qui a contesté, qui a fait appel. Manque de chance, nous avions les écrits et ses réponses disant qu'il n'était pas intéressé.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : C'est qu'il avait déjà participé au processus avant ?**

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Pourquoi ? Parce que comme vous l'avez dit tous les deux et comme Franck l'a dit, il faut que la procédure soit menée au cordeau et de manière indiscutable. Mais à partir du moment où le tribunal et le parquet ont fait le travail, la meilleure chose à faire est de se préparer à avoir un appel de l'un des repreneurs qui a été évincé ou qui n'aurait pas été contacté.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Donc l'intérêt du pré-pack, c'est de faire une recherche tranquillement avec une certaine forme de confidentialité.**

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** L'intérêt du pré-pack, c'est de faire beaucoup de travail dans un temps record pour préserver l'entreprise. C'est ce qui n'est pas facile.

**Franck Michel, AJ Associés :** L'intérêt du pré-pack, c'est une procédure de préparation en amont du dépôt de bilan et de la reprise de l'entreprise de sorte que la procédure collective soit la plus courte possible.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Donc on gagne sur la procédure collective.**

**Franck Michel, AJAssociés :** L'intérêt du prepack, c'est une procédure de préparation en amont du dépôt de bilan et de la reprise de l'entreprise de sorte que la procédure collective soit la plus courte possible.



**Cédric Colaert**

- Associé fondateur d'Eight Advisory
- Cédric Colaert est responsable du Département Restructuring et sous-performance.
- Il est également Membre Fondateur de l'ARE (Association pour le Retournement des Entreprises) et Président de la Commission «Capital Retournement» de l'AFIC. Sa maîtrise des négociations bancaires, fiscales, sociales et avec les partenaires sociaux ajoutée à une connaissance pointue des domaines de l'industrie, la distribution, le transport, l'aérien, la santé, les biens de consommation font de Cédric un expert incontournable du métier du Restructuring.
- Pour mémoire, l'équipe intervient sur 150 dossiers en moyenne chaque année.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Donc on gagne sur la procédure collective.**

**Franck Michel, AJAssociés :** En fait, je crois qu'on est tous les trois d'accord dans l'approche du prepack. Je dis simplement qu'il y a effectivement comme toujours les entreprises d'une certaine taille qui ont les moyens de leurs ambitions avec des conseils et des intervenants de qualité, et j'allais dire une gestion de la trésorerie qui fait qu'on a une grande visibilité. Malheureusement les seuils descendent, car on applique ce type de procédure à des sociétés qui sont en état de cessation de paiement avancé, sans forcément avoir une visibilité suffisante sur la trésorerie. Et à mon avis, c'est ce qui va poser des problèmes.

**Thierry Grimaux, Valtus :** Il y a deux mesures en parallèle. Le pré-pack,

c'est plus de rapidité, même si c'est effectivement concentré, c'est plus de rapidité et donc plus d'efficacité pour le faire. Il y a également la mesure de spécialisation, on ne va pas dire professionnalisation, mais spécialisation, c'est plus politiquement correct, des tribunaux qui va permettre de concentrer la pratique et d'éviter une diffusion trop grande qui pourrait amener à des phénomènes auxquels tu fais allusion.

**Franck Michel, AJAssociés :** Je ne suis pas certain que la spécialisation des tribunaux ait un effet particulier... Vous êtes administrateur, vous présentez un dossier en procédure collective qui a été vu en prepack, vous n'avez pas de trésorerie pour faire les salaires à la fin du mois, il n'y a qu'une seule offre, je ne vois pas en quoi le fait que ce soit un tribunal spécialisé ou non spécialisé va faire la différence.

Toujours est-il que le tribunal peut se retrouver pieds et mains liés par rapport à la proposition qui sera présentée. Il y aura beau avoir un nouveau candidat qui dira qu'il n'a pas eu accès au dossier, qu'il aurait pu être intéressé ; mais si matériellement ce nouveau candidat n'a pas le temps de faire une offre concurrente, le tribunal sera pris en otage par le professionnel et par son unique proposition. Je trouve que le terme prepack pourrait s'appliquer aussi à des plans d'apurement. Je pense que de toute façon, on est sur une logique où les procédures collectives vont être les plus courtes possible parce que soit (i) les entreprises n'ont pas suffisamment anticipé et arrivent en procédure collective déjà exsangues, auquel cas la procédure est purement liquidative, soit (ii) la prévention a permis de mettre en œuvre un prepack, donc la phase de procédure collective pour mettre en œuvre le plan de cession

est réduite à minima, soit (iii) des négociations amiables interviennent en amont sous l'égide d'un conciliateur ou d'un mandataire ad hoc qui vont faire que des accords seront obtenus beaucoup plus tôt, et qui permettent aux dirigeants de mettre en œuvre des restructurations opérationnelles qui servent de fondement au business plan présenté aux créanciers. Dans ces trois cas, on va avoir des périodes d'observations qui vont être de plus en plus courtes.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Il est vrai que pour sauvegarder des entreprises qui sont en difficultés et qui souhaitent aller en pré-pack parce qu'il n'y a pas de solutions de redressement en tant que telles, il faut aller vite parce que l'information circule, les fournisseurs sont redoutables. Ils prennent en otage les entreprises en difficulté. Nous l'avons vu dans un dossier qui est sorti dans la presse, l'affaire William Saurin.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** C'est ça, alors que dans un pré-pack, j'y reviens, est-ce qu'il n'y a pas une forme de confidentialité par rapport à une procédure collective ?

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** On est soumis à la confidentialité. Cela étant, dans de trop nombreuses affaires, comme pour le dossier dont on parle, William Saurin, cela s'avère compliqué car il y a énormément d'intervenants autour de la table.

**Franck Michel, AJ Associés :** D'un côté, il faut qu'il y ait des informations parce que si vous voulez faire un bon pré-pack, il faut que tous les acteurs soient informés. Et c'est très dur, même si on fait appel à un cabinet dit spécialisé, d'avoir l'exhaustivité des acteurs susceptibles d'être intéressés par un dossier. On parle des concurrents, mais il n'y a pas de concurrents qui peuvent être intéressés. Il peut y avoir des gens qui font des investissements

**“Nous constatons de manière assez symptomatique que lorsque les entreprises basculent en procédure collective, soit il s'agit d'une nécessité pour un pré-pack, soit il s'agit d'une liquidation judiciaire. Il n'y a plus vraiment de milieu”**

**Marie Christine Fournier-Gille**

en amont, en aval. Et avec les fonds d'investissement, maintenant tout est possible.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Sur les dossiers d'une certaine taille on se dit : « on contacte les concurrents », on contacte relativement large. On contacte les fonds d'investissement, la vision qu'on peut en avoir ressort assez rapidement. Si sur un dossier il y a dix fonds d'investissement qui disent non, je pense que c'est un peu illusoire d'essayer de vouloir trouver le onzième ou le douzième. Donc il faut aussi noter à un certain moment que le travail est fait. Si on a contacté un nombre suffisamment important et que tous disent « non » pour les mêmes raisons, c'est peut-être un peu illusoire de rêver d'en trouver un qui dira oui.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Et même avant dix... parce que des fonds de retournement il n'y en a pas dix en France.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Après viennent ceux de l'étranger, il y en a une bonne dizaine.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Donc pour résumer, le tribunal du commerce, une fois qu'on lui a présenté le pré-pack, il a juste à avaliser ?

**Franck Michel, AJ Associés :** Je dis simplement : c'est une procédure extraordinaire qui va se développer de plus en plus, mais il faut qu'il y ait quelques décisions de jurisprudence qui la sécurisent et qui lui donnent ses lettres de noblesse.

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires :** On a plusieurs sociétés d'un même secteur qui sont touchées et on se demandait si au cours des dernières années on pouvait dégager des scénarios types par secteur, notamment avec le déclin des réseaux de distribution physique dans le retail. On se demandait s'il y avait des choses qui se formalisaient.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Surtout qu'il y a beaucoup d'entreprises qui sont sans doute confrontées à des difficultés identiques.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** La pertinence, c'est effectivement de bien connaître le secteur. Par exemple, si un client vient nous voir pour un dossier dans le domaine de la banque-assurance, nous lui ré-pondons que nous n'avons pas de spécialistes assez qualifiés. Dans le domaine du retail et du textile en revanche, nous avons entre 250 et 300 références. Les intervenants sérieux connaissent les secteurs dans lesquels ils sont pertinents et ceux dans lesquels ils ne le sont pas. Il est nécessaire de se concentrer sur sa partie et d'aller s'adosser à d'autres cabinets pour le reste. Dans le cas de Ludendo par exemple : nous sommes allés chercher Eric de Bettignies chez Advency et cela nous a permis de mener à bien le retournement. Nous sommes passés de 450 magasins en propre et 80 en franchisés à environ 50 en propre et 400 en franchisés. Les conseils doivent



**Marie Christine Fournier-Gille**

- Associée depuis juin 2014, Marie-Christine Fournier-Gille exerce son activité au sein du département contentieux du cabinet de Paris depuis 1994.
- Elle est spécialisée en droit des affaires et intervient aussi bien dans des litiges commerciaux que dans des restructurations d'entreprises en difficulté.
- Elle a une grande expérience du contentieux et intervient régulièrement pour les établissements bancaires français et étrangers, mais également pour des sociétés d'affacturage.
- Elle a également une bonne maîtrise du droit des procédures collectives et est amenée à assister ses clients créanciers à tous les stades de ces procédures (négociation d'accords et rédaction de la documentation juridique y afférente, interventions contentieuses ...).

parfois savoir s'effacer et faire un deal avec des gens compétents.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Sur la distribution, on en est vraiment à une réduction ?

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Sur le retail textile, il y a deux choses. D'abord, il y a beaucoup trop d'offres et ensuite il n'y a pas assez d'offres différenciées. Regardez les enseignes qui se destinent aux femmes entre 35-55 ans, regardez le nombre d'enseignes qui sont similaires avec des réseaux similaires et qui ne se différencient pas. Pire, beaucoup d'entre elles, notamment européennes ou françaises, font du picking en Asie ce qui veut dire qu'ils font du picking sur quasiment les mêmes produits.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Le picking en Asie, c'est-à-

dire ?

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Ce n'est pas la société qui fait la mode. Ce sont les Chinois qui proposent des collections pour le monde entier.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Il y a trois conjonctions : le secteur qui bouge beaucoup, des enseignes qui ne se différencient pas assez et un mode de consommation qui change. À un moment donné, c'est l'industrie qui souffre énormément parce qu'elle n'est pas totalement restructurée. En plus, comme c'est une industrie où il est facile de monter une enseigne lorsqu'on a une bonne idée et un bon réseau, il y a beaucoup de créations. C'est aussi pour ça qu'il y a aussi beaucoup d'accidents : l'effet mode est très important. Les enseignes qui résistent sont celles qui créent leurs propres collections et qui les renouvellent

beaucoup comme Zara ou Desigual.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Ça va à une vitesse incroyable.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Incroyable. Par notre métier, nous avons observé beaucoup d'enseignes créées. Au bout de quatre ou cinq ans quand ça marche, ils ont commencé à avoir un certain réseau, ils vendent bien leur BP, l'investisseur rentre, sauf qu'il ne faut pas oublier qu'une enseigne n'est pas la même chose qu'une marque. Une marque, ça met des années à être construit et une fois l'effet mode passé, c'est très dur de trouver le deuxième ou troisième souffle.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Parce que Sandro Maje qui n'est pas en difficulté, du moins à ma connaissance, qui au contraire est une superbe histoire de croissance

et de private equity, les Chinois ont racheté, mais le succès de cette marque s'est fait en quelques années seulement.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : Il y a effectivement de très belles histoires. Par exemple Ba&sh...

**Thierry Grimaux, Valtus** : Tu retombes sur la création. Sandro Maje, ce sont des gens qui ont su capter l'air du temps aussi bien en homme qu'en femme et qui ont proposé quelque chose dans des emplacements, c'est la règle n°1, de premier plan. Ils ont réussi à capter quelque chose et à le proposer. C'est parti en hauteur. Ça a rasé le marché. Après ça tient le temps que ça tient. En règle générale, ce qu'il se passe, le cycle auquel on a assisté sur les dix, quinze dernières années, c'est que l'idée géniale arrive parce que c'est un métier de créatifs, et on n'est pas à l'abri d'avoir une bonne idée, tout le monde peut avoir une bonne idée quand il est créatif. L'idée est lancée, cela peut faire un magnifique réseau. Et même parfois, il a été monté un réseau de bric et de broc et ça a marché quand même, puis le financier arrive et achète parce que le voisin a acheté, il a fait fortune, il se dit : « moi aussi je vais le faire ». Le financier a une particularité, c'est qu'il n'est pas hyper créatif sur le sujet mode ! Quand tu rentres dans un atelier du Sentier ou même dans le back-office de Christian Dior avant l'arrivée de monsieur Arnault, c'était un petit peu poète, pas très Excel, très poète. Et tout l'art du financier va être d'arriver à garder la créativité, et beaucoup n'ont pas eu cette main artistique. Au bout de quelques années, on s'est retrouvé avec tout un tas de chaînes dans lesquelles tu te dis : « mais comment on a pu acheter ça ? » Mais à la base il y avait quelqu'un de génial qui l'avait fait, c'est juste que ce côté génial a disparu par la suite, le génie a disparu. Parce que l'emplacement A est très important, l'emplacement A', lui, peut vendre s'il a un super produit. Mais dès que tu as

**“A partir du moment où les meilleurs pratiques sont respectées, il convient à mon sens de laisser aux procédures de pre-pack la plus grande flexibilité. Je suis convaincu que la responsabilité de nos juridictions et mandataires de justice en sortira grandie”**

**Fabrice Patrizio**

un produit moyen acheté en picking en Chine, à des créateurs chinois qui eux te le proposent à la chaîne, tu prends les mêmes produits que ton voisin en définitive, indifférenciés. Et à la fin, ça ne marche pas. Ce n'est pas que parce que le marché du vêtement régresse. Les consommateurs et consommatrices s'habillent quand même encore un peu !

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF** : On en parlera dans dix ans.

**Thierry Grimaux, Valtus** : Cerruti à Paris n'a pas résisté longtemps à l'arrivée des Chinois. Ce qui est certain c'est que depuis cinq-six ans, le restructuring a changé et se fait dorénavant par le métier. Ce ne sont plus les économies ou le cost-cutting qui comptent, c'est le métier. Le métier porte sur deux endroits. Soit il porte sur la ligne du haut : tu réinventes quelque chose et tu proposes quelque chose d'intelligent, ça peut être via le digital, ça peut être de la créativité produit,

etc...Tu réinventes la ligne du haut. Soit tu changes la façon de travailler. C'est-à-dire que tu vas réorganiser, c'est l'exemple de Ludendo-la Grande Récré dont parlait Cédric. Effectivement, nous avons changé l'endroit où se faisait la ligne du haut parce que le magasin à Bordeaux centre-ville, c'est intelligent, le grand magasin dans la zone commerciale de Mérignac ou de Pessac, c'est très intelligent, Libourne c'est déjà plus discutable, et le magasin en succursale à La Réole, ouvert à la demande des financiers, ce n'est juste pas viable. C'est juste cinq emplois qui creusent le déficit. Donc il faut travailler aussi à la réduction du nombre de ces magasins, dont certains vont être passés de succursales à franchise, et d'autre vont fermer. On travaille ainsi sur la ligne du haut, sur l'endroit où se fait la ligne du haut. Ensuite, tu fais évoluer l'offre. C'est un consultant métier qui va venir, ce n'est peut-être pas un consultant financier. Ensuite, ou plutôt en parallèle, tu vas travailler sur le deuxième axe : tu vas réorganiser le travail, tu vas notamment travailler sur la supply chain. Parce qu'on a fini par comprendre comment et pourquoi Zara et H&M avaient rasé le marché du retail textile. Ils ne font plus deux collections par an dix-huit mois à l'avance, ils se renouvellent tous les deux mois et ils bougent les produits. Ils ont créé l'effet pénurie alors que la mode, était un monde dans lequel on savait qu'on allait retrouver le modèle qui nous plaisait. L'effet pénurie fait que les gens achètent tout de suite. Ce sont des gens qui ont réinventé un marché, et ça se passe aussi en restructuring, quel que soit le secteur. La mode est un exemple parce qu'on le connaît tous, on le croise tous et on s'habille tous, donc on peut tous en parler. Mais le métier, la compréhension du métier est devenue un élément clé en restructuring aujourd'hui. Tu ne réussis pas le retournement d'une entreprise par les économies. Ça, c'était autrefois. Tu sors une boîte de l'ornière en la recentrant, ou en réinventant, son métier. D'ailleurs, les boîtes ne



**Fabrice Patrizio**

- Fabrice Patrizio est spécialisé en restructuration, restructuration financière et procédures collectives, tant sur les aspects conseil que contentieux.
- Il dispose également d'une solide expérience en matière de fusions & acquisitions, concernant des sociétés cotées et non cotées mais aussi des entreprises familiales, françaises ou internationales.
- Avant de rejoindre le cabinet Archers pour y créer le département Contentieux et Entreprises en Difficulté en avril 2011, 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.

sont pas si mal gérées, et c'est rarement pour cette raison qu'elles entrent en procédure.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin** : Effectivement, un gros travail a d'ores et déjà été fait par les entreprises, c'est bien le souci lorsqu'elles se heurtent à de nouvelles difficultés.

**Franck Michel, AJ Associés** : Je vois aussi un problème qui va se poser. C'est vrai ce que tu dis, aujourd'hui être au chevet d'une entreprise malade nécessite beaucoup plus d'intervenants qu'avant, c'est-à-dire que plus l'entreprise est grosse, plus on s'aperçoit qu'on se retrouve avec une multiplicité d'acteurs. Il y a quand même un problème qui va se poser, c'est le coût de la restructuration. Il y a un moment, il va y avoir un

vrai problème par rapport non pas aux restructurations qui réussissent parce que par nature quand ça réussit personne ne regarde combien ça coûte, mais par rapport aux restructurations qui échouent.

**Cédric Colaert, Eight Advisory** : Il faut changer les docs bancaires.

**Franck Michel, AJ Associés** : Ce n'est pas une critique que je fais. Je dis simplement que ce sera à mon avis une question qui va se poser de plus en plus par rapport à des sociétés qui vont se retrouver effectivement sur le déclin, après avoir connu une restructuration qui aura généré des millions d'honoraires.

**Fabrice Patrizio, Archers** : L'arrêté du 25 juillet 2014 par exemple prévoit

que les honoraires notamment des intervenants conseils des banques sont pris en charge par la société dans la limite de trois quart des montants en question. Il y a peut-être une question à se poser : est-ce bien normal que les conseils des banques qui certes font un gros travail, de manière indiscutable, soient pris en charge par la société qui est en difficulté ? Je ne pense pas.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : C'est difficile pour les banques de les prendre en charge.

**Fabrice Patrizio, Archers** : Que chacun paie ses frais de conseils.

**Patrick Teboul, Mayer Brown** : La banque cherchera toujours à préserver le retour de son crédit. Si on lui demande de payer les honoraires de ses



conseils, cette rentabilité sera affectée.

**Fabrice Patrizio, Archers** : On parle beaucoup d'alignement des intérêts. Que l'alignement des intérêts entre un prescripteur et son mandataire, c'est-à-dire son conseil, soit total, s'impose. J'entends l'argument sur la rentabilité. On a dit aussi qu'il n'était pas illégitime compte tenu des implications pour la société de la restructuration de la dette en question que la société en prene en charge une partie, mais c'est, comme disait Franck, beaucoup de temps, beaucoup de travail pour tout le monde sur des dossiers qui peuvent être très exigeants en termes de temps passé. Avoir un client qui accepte de supporter la totalité des honoraires correspondants à la prestation qui lui est fournie, ce n'est pas forcément une mauvaise chose.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF** : C'est un vrai débat. Ce qu'il risque d'arriver, c'est que si les banques doivent payer les honoraires, qu'est-ce qu'elles vont faire ? Elles vont attendre de plus en plus pour nommer les conseils. Si elles nomment, elles risquent de le faire au rabais. Et finalement, qui risque de souffrir de l'absence de conseils qui met un peu de liant, qui fait le boulot ? C'est la société.

**Cédric Colaert, Eight Advisory** : Mais que chacun paie ses conseils ! Sinon la société se retrouve à payer pour tout le monde. C'est pour cela que l'on a créé Eight Advisory. Peut-on dire des Big 4 qu'ils sont indépendants lorsqu'ils sont conseils des banques, de la société et en même temps CAC des banques ? Notre approche est de dire aux banques : « c'est simple, on a un dossier, 400, 500 millions de chiffre d'affaires, vous avez 80 M€ de dettes, vous êtes dix banques autour de la table, la mission coûte 400 - 600 000 euros, vous êtes dix banques, qu'est-ce que ça vous coûte de mettre 40 ou 60 000 euros par banque pour avoir un diagnostic indépendant ? » Quand vous avez 80 millions à risque à 10, c'est rien. Sauf

**“Sur le marché du financement de l'affacturage, le marché a connu en 2016 une croissance de près de 10% et le 1er trimestre 2017 poursuit cette tendance. Par contre, l'année dernière a été en demi-teinte, avec un 1er semestre très fort et un ralentissement au 2nd semestre”**

**Gaëtan du Halgouët**

que si ça se passe comme ça aux Etats-Unis et en Angleterre, ça n'est pas encore la mentalité en France.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF** : En Europe, non. En Allemagne, en Italie, c'est exactement pareil. C'est typiquement européen, les banques n'ont pas historiquement dans la mentalité de payer les conseils. C'est compliqué pour les affaires spéciales d'autoriser des paiements, même relativement petits

**Thierry Grimaux, Valtus** : Sans vouloir trop élargir le débat, on serait tombé d'accord très rapidement pour considérer que les systèmes du tiers payant, ça ne marche pas. Et on en a une foutitude dont on a entendu parler pendant les dernières élections. Je pense que le tiers payant est malsain quelque part. À partir du moment où je vais au restaurant et que je sais que vous payez, rassurez-vous, c'est homard à tous les plats !

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF** : Non, ce n'est plus homard à

tous les plats parce que c'est très encadré actuellement. Je pense que les frais facturés sont maintenant bien surveillés. Mais vu la mentalité, effectivement, ça ferait beaucoup de sens de prendre un conseil, mais c'est peut-être encore difficile en réalité. Il faudrait réfléchir peut-être à des solutions d'assurance, où tu te dis : « il y a une espèce d'assurance qui couvre les frais d'une manière générale », ou alors tu travailles plus le changement de mentalité, mais ça fait depuis longtemps que c'est complètement différent des États-Unis et de l'Angleterre...

**Fabrice Patrizio, Archers** : L'assurance est une première piste. Tu couvres la RCMS, pourquoi ne pas couvrir la défaillance d'un débiteur vis-à-vis de son créancier ? Quel en serait cependant le coût ?

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF** : Exactement.

**Gaëtan du Halgouët, Chateaudin Crédit** : De notre côté, nous travaillons sur le modèle du courtage qui est très différent. Nous sommes le conseil de l'entreprise et nous sommes payés par le factor. Nous négocions ou renégocions le financement et notre rémunération est payée uniquement si l'opération aboutit. Au final, c'est bien l'entreprise qui assume ce coût car il est intégré au prix de son contrat d'affacturage. Mais, c'est bien le factor qui la paye et la porte ainsi dans son compte d'exploitation.

**Franck Michel, AJAssociés** : Ce que je voulais dire tout à l'heure : le problème des honoraires en soi, c'est la séquence de deux systèmes. Vous avez la séquence de l'amiable où effectivement les honoraires sont libres et le choix des intervenants est libre, et vous avez ensuite une séquence judiciaire qui fait qu'on est avec des honoraires réglementés : le choix des interlocuteurs est réglementé, les honoraires sont réglementés, et



**Gaëtan du Halgouët**

- Associé – Responsable du département « Entreprises en Difficultés »
- Fort de son expérience cumulée de 15 ans dans le financement de l'entreprise, Gaëtan a co-fondé Chateaudun Crédit, le leader français du conseil en affacturage, disposant d'une équipe de 18 personnes et d'un réseau de plus de 50 sociétés d'affacturage et d'assurance-crédit partenaires en Europe (600 contrats négociés en 11 ans, soit plus de 3 Milliards d'euros de financement).
- Il est également le co-fondateur de Haro, société spécialisée dans le gage sur stocks. Il a développé une offre innovante et plus sécurisante pour les Banques avec un audit qualitatif du stock et un outil de surveillance (plateforme web collaborative).
- Il est membre de l'ARE (Association pour le Retournement des Entreprises) et de Prévention et Retournement à Lyon
- Qualification : Institut Supérieur de Gestion

même ceux qui sont choisis par les intervenants comme dans le cadre de l'assistance, eux aussi, font l'objet d'une vérification par ordonnance du juge-commissaire. C'est là que je dis que quelque part, je pense que dans les années qui vont venir, soit on va desserrer les contraintes en procédure collective, mais je n'y crois pas, soit effectivement on va renforcer le contrôle en amont.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin** : C'est un sujet « très chaud » à Bercy, les honoraires des conseils des banques notamment. Ils sont très regardants.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires** : **Fabrice, pour reprendre votre expression, « alignement**

**d'intérêts », c'est vrai que dans le monde du capital investissement, c'est la phrase choc. Est-ce que le mode de rémunération des intervenants et des conseils aujourd'hui dans la restructuration garantit cet alignement d'intérêts ?**

**Fabrice Patrizio, Archers** : Je pense que oui. Sur des restructurations de tailles relativement importantes, les banques sont très vite outillées.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires** : **Elles choisissent, mais elles ne rémunèrent pas.**

**Fabrice Patrizio, Archers** : Certes une partie plus au moins conséquente de la rémunération du conseil en question est prise en charge par le débiteur.

Mais, je n'ai aucun doute quant à l'intégrité et la probité intellectuelle des confrères qui travaillent pour les banques. Il y a un alignement complet, même s'ils savent qu'au bout du bout une partie de leurs honoraires est prise en charge par le débiteur. En tout état de cause, nous sommes confrontés à un phénomène culturel, c'est-à-dire que la prestation intellectuelle, en France, n'est pas, suffisamment rémunérée et reconnue. Patrick est bien placé pour savoir que nos clients anglo-saxons sont ceux qui reconnaissent le plus la prestation intellectuelle et la valeur de celle-ci. Je trouve ainsi surprenant, par exemple, que l'État français, au travers du CIRI, ne se fasse pas conseiller sur les dossiers de restructuration quand les intérêts des créanciers publics sont en jeu. Pourquoi le CIRI n'a pas son

propre conseil sur ces dossiers ?

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Et ça, personne ne le sait et c'est transparent.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Parce que le CIRI, c'est l'État, et l'État se fait conseiller dans des privatisations, l'APE.

**Fabrice Patrizio, Archers :** L'APE a ses propres conseils. Le CIRI est regardant sur les honoraires des avocats qui interviennent en restructuration mais en même temps ceux-ci travaillent aussi indirectement à la préservation de la créance publique et des emplois en tentant de trouver une solution de préservation de l'entreprise. Il serait tout à fait légitime que le CIRI se fasse conseiller. En payant l'avocat qui le conseille, il se rendrait peut-être aussi compte que les honoraires demandés, compte tenu de l'implication des conseils et du temps passé, ne sont pas nécessairement illégitimes. Il y a un deuxième phénomène tout aussi important à mon sens à prendre en considération. Nous n'avons pas la volonté légitime d'aller très clairement au fond du sujet. Je m'explique : quand nous avons des dossiers de taille assez conséquente, il faut à un moment donné qu'il n'y ait pas le moindre soupçon de conflits d'intérêts. Il faut très clairement être attentif, y compris chez les avocats, au fait que quand vous conseillez le débiteur, vous ne conseillez pas l'actionnaire, par exemple, et vous ne faites pas les deux. Quand vous êtes conseil des banques, vous conseillez exclusivement les banques et vous ne conseillez pas toutes les banques ou toutes les catégories de créanciers, au passage. Quand vous avez l'habitude d'être côté banque, vous n'êtes pas régulièrement côté débiteur. Je pense qu'il faut aussi que tout le monde, si on veut que la prestation intellectuelle soit complètement reconnue à sa juste valeur et justement rémunérée, que chacun fasse son examen de conscience

**“Une négociation qui dure trop longtemps, c'est une négociation qui tue l'entreprise parce que tous ses dirigeants sont là et y consacrent leur énergie”**

**Thierry Grimaux**

et à un moment donné se dise : « je me cantonne dans un domaine et je respecte un principe essentiel qui est non pas l'absence de conflits d'intérêts, mais l'absence de perception par les tiers de conflits d'intérêts ».

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** C'est ça, l'apparence, le soupçon.

**Fabrice Patrizio, Archers :** Oui, l'absence de gestion très claire, en début de dossier, des conflits d'intérêts, dans certains cas, jette le doute sur l'indépendance comme sur la rémunération des parties prenantes.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Nadine, il y a de grosses différences entre des restructurations d'entreprises cotées et non cotées ? Parce qu'on a vu CGG qui est cotée qui est en train de sortir, Vivarte qui était une très grosse entreprise avec une médiatisation très importante, mais qui n'était pas cotée.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Sur Vivarte, il y avait une multitude d'instruments de crédit et on peut considérer que ce sont des instruments quasi publics vu le nombre d'investisseurs. C'est-à-dire : qu'est-ce qui démarque avant tout un dossier coté d'un dossier non coté ? C'est avant tout comment on gère l'information. Quand il y a un dossier coté, il y a des

actionnaires. Soit il y a les actions qui sont cotées, soit il y a les obligations qui sont cotées. Il ne faut pas oublier, maintenant qu'il y a tout un pan de nouveaux dossiers qui vont apparaître, où on croit que les sociétés ne sont pas cotées, mais où des instruments de dette sont cotés. Donc à chaque fois qu'on va avoir des émissions, par exemple le high yield, l'entreprise n'est pas cotée, mais l'instrument de dette est coté, donc on va avoir leur problématique : qui a l'accès à l'information, comment je diffuse mon information, comment je traite le caractère privilégié d'une information, qui y a droit, qui n'y a pas droit, comment je traite les difficultés de mon entreprise, qu'est-ce que je donne comme information soit à mes investisseurs d'action, soit à mes investisseurs médiataires, comment j'évite la suspension de cours. On a, nous, l'habitude d'entreprises cotées où les actions sont cotées, mais on a fait énormément d'high yield, énormément d'obligataires et on va avoir l'émergence de toutes ces problématiques sur une tranche très importante de nouveaux émetteurs. La problématique de la publicité de l'accès à l'information, à mon avis, sera très importante dans les restructurations à venir. Il y a deux phénomènes. C'est plus facile parce que ce sont souvent des dossiers plus grands et donc automatiquement on a de la visibilité, on a de la liquidité, on a beaucoup d'intervenants que ça peut intéresser, mais c'est plus difficile techniquement parce qu'effectivement à chaque pas et à chaque action que je vais tenir, que je vais faire, je vais avoir ce conflit entre ce que je dois dire dans l'intérêt des actionnaires, et qu'est-ce que je ne dois pas dire, dans l'intérêt de la restructuration et l'intérêt de l'entreprise. Et souvent, d'ailleurs je laisserai les juristes s'exprimer, le droit n'est absolument pas clair. Il est dans un conflit permanent, il faut vraiment à chaque fois juger ce qu'on fait. Donc j'ai plutôt tendance à dire : dès lors qu'il y a des instruments cotés, c'est peut-être plus difficile.



**Thierry Grimaux**

- Associé de Valtus Transition en charge de l'activité Crise et Restructuring, Thierry Grimaux a participé à sa première reprise à la barre d'un Tribunal de Commerce en 1986 au sein des équipes d'Arthur Andersen où il exerça durant 15 ans.
- Il a ensuite complété son parcours d'une dizaine d'années de Direction Générale en entreprise.
- Valtus Transition réalise 135 missions par an sur des fonctions de Direction Générale, Direction Financière, Direction des Ressources Humaines, Direction Industrielle et Direction de Projets de Transformation
- En gestion de crise sur 2012-2013, Valtus Transition est intervenu chez Anovo, Doux, Technicolor, Mareyeurs du Sud-Est, TRW ..... et s'occupe notamment de FRAM et Buffalo Grill actuellement.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Je rajouterai un point sur le high yield. Avec le high yield, le waiver est quasiment impossible à obtenir.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** La grande difficulté, 1/les wavers sur le high yield sont difficiles, 2/ les propriétaires des instruments sont difficiles à identifier.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Il y a ça, et on ne sait même pas souvent qui sont les investisseurs. On est obligé de mandater une banque spécifiquement pour aller chercher, savoir qui sont en fait les investisseurs.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Et elle va avoir l'information le jour J, mais demain l'information a pu changer car l'instrument a été traité.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Je

pense que Fabrice connaît bien la problématique particulière des CMBS où on ignore souvent qui sont les véritables créanciers. Le fonds est géré par un special servicer qui pourra prendre certaines décisions mais qui sera limité dans sa capacité à consentir de véritables concessions sans l'accord des porteurs d'obligations qu'il ne connaît pas et qu'il ne pourra donc pas consulter.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** J'ai travaillé pour un groupe non coté dont la dette a été revendue par les nombreuses banques. J'ai assisté à des réunions avec les conseils et les banques. Il y avait beaucoup de monde à chaque réunion. Cette communication financière était proche de celle d'une société cotée. Lors d'une réunion, un investisseur américain, qui avait acheté de la dette deux jours avant, posait de nombreuses questions.

J'ai pu constater il n'était pas aligné avec les autres créanciers, qui eux négociaient depuis des mois.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Il y a ça, il y a aussi le tranching qu'on peut voir au niveau des dettes cotées...

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** On va la subdiviser, c'est ça ?

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Oui, souvent la dette est répartie entre des créanciers juniors et seniors. Cette répartition va créer des conflits d'intérêts absolument gigantesques au sein du groupe des créanciers.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** J'ai l'impression que le problème de conflit d'intérêts entre les créanciers, c'est assez ancien comme sujet. Il me semble que sur



**Technicolor c'était déjà le cas, et ça n'a pas été résolu ni par des nouveaux règlements, ni par des nouvelles pratiques ?**

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** La subdivision de la dette fait clairement disparaître l'alignement d'intérêts. Notamment le créancier junior, qui prend toutes les décisions, devrait en principe laisser la place au créancier senior à mesure que le prix de l'actif sous-jacent ne permettra plus de le désintéresser.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Dans le dossier que j'ai évoqué, la société était non cotée. Pourtant, il y a eu un gros problème de confidentialité pendant la négociation avec les banques. La société a même lancé une procédure.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** La confidentialité du mandat ad hoc peut être un gros problème, notamment pour des sociétés de titrisation cotées et soumises aux règles FCA qui obligent à communiquer ce genre d'événements sous peine de sanctions pénales.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Il vaut mieux communiquer et

ainsi maîtriser sa communication. Des informations filtrent toujours sur les gros dossiers. Il faut anticiper.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** En tout cas, ce qu'on peut vraiment donner comme conseil à un émetteur potentiel de high yield, c'est de faire des business plans crash test, et se dire : « dans le pire de mes cauchemars, voilà mes BP » pour caler les covenants dessus.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** En tant qu'auditeur indépendant, je suis d'accord. Mais que se passe-t-il à chaque fois ? Nous partons du BP du management et sur trente ans d'expérience, nous le dégradons raisonnablement. Dans 90% des cas, ils réalisent tout juste le BP dégradé. Et à chaque fois qu'on a proposé un crash case afin effectivement de décider de la structure du financement pour être sûr qu'elle passe quoi qu'il arrive, nous nous faisons recadrer par les banquiers court terme : « vous noircissez le tableau pour faire des restrictions plus importantes, pour nous couper la tête sur les emprunts à moyen, long terme », et il est difficile pour nous de le faire passer.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Oui, mais là je suis dans la position d'un nouvel émetteur.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Oui, pas les anciens.

**Nadine Veldung, Oddo CF :** Pas les anciens. Et même les nouveaux émetteurs, on va dire les primo-accédants au high yield qui ne connaissent pas très bien le high yield. Mais là, sur le high yield, il n'est pas question de négocier des covenants. Il faut bien que les emprunteurs se disent qu'il ne sera pas possible de négocier les covenants, même si c'est la berezina – ou alors, dans des conditions très difficiles et à un coût très élevé.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Ça coûte effectivement une fortune !

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Alors pourquoi on signe au départ ?

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** C'est extrêmement souple. Ce n'est pas cher non plus, mais il faut au moins être sûr que ceux qui sont là, on les respecte. C'est vraiment ça le message.



**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Le high yield peut se trouver à 2 %.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Oui c'est moins cher, le high yield n'est plus high yield... En dessous de 200, 300 millions c'est compliqué d'en trouver, et on est sur l'unitranche privé, etc... Mais ça dépend. Le plus difficile, ce sont les émetteurs qui ne sont pas vraiment conscients de leur situation et qui se disent : « finalement, moi ça va pas mal, donc je ne comprends pas qu'on me propose 7 ou 8 % » alors qu'ils ne vont pas si bien que ça, que le dossier est risqué et qu'on peut déjà être content d'avoir trouvé quelqu'un qui le fait à 7 - 8 %. Quand on en interroge dix et que sur les dix, il y en a un qui dit : « oui, à 7 - 8, je le fais », le prix, c'est 7 - 8, ce n'est pas 4 - 5. Il y a un travail didactique à mener, c'est de faire prendre conscience à ces émetteurs que malheureusement, c'est ce qu'ils valent sur le marché. On comprend bien qu'eux se voient différemment, mais c'est le prix de marché et c'est le prix de la liquidité. Mais dès lors qu'on a des émetteurs conscients, au vu de la liquidité actuellement sur le marché, on arrive à traiter tous besoins de liquidités, après à des prix différents et effectivement sur des structures qui

en fait sont mixtes entre dette et equity où celui qui va mettre de la dette va se prendre un equity upside. C'est de la preferred equity, c'est de l'equity structuré, mais on arrivera à trouver des solutions.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires :** Sauf peut-être pour les petites entreprises sur du court terme.

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Peu d'investisseurs, sur les petites entreprises, pour des tickets de 10, 15 millions, ça reste compliqué parce que personne n'a envie de mettre l'effort de compréhension et d'analyse parce que cet effort n'est pas rentable.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Le fonds de dette a des tickets minimum, il ne va pas investir moins de 10/20 millions d'euros...

**Nadine Veldung, Oddo CF :** En dessous, c'est trop dur à analyser. C'est toujours beaucoup d'argent, 20 millions d'euros, avant c'était 120 millions de francs, donc si nous ici, on dit tous : « ce n'est pas tellement grand », mais pour de nombreuses entreprises qui ont pignon sur rue, 20 millions

d'euros, c'est déjà énorme. Donc nous on a des clients régulièrement qui disent : « non, moi j'ai un besoin de 10, 12 » pour lesquelles il est possible de surfinancer afin d'arriver à 15, mais on ne peut plus surfinancer parce que c'est trop cher, malgré la qualité intrinsèque des entreprises.

**Franck Michel, AJ Associés :** Par exemple des startups qui ont un problème de croissance ?

**Nadine Veldung, Oddo CF :** C'est de l'equity. Dans certains cas, si elle est EBITDA positive et dispose d'un plan d'affaires crédible, on peut trouver de la preferred equity qui a les caractéristiques de dette et qui évite la dilution.

**Franck Michel, AJ Associés :** Le fondateur ne veut pas forcément être dilué.

**Nadine Veldung, Oddo CF :** C'est la problématique.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Mais après l'equity peut être structuré comme on le souhaite...



**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : C'est structuré comment le preferred equity ?**

**Nadine Veldung, Oddo BHF CF :** Avoir par exemple un investisseur qui a un retour préférentiel, à savoir lui va avoir 15 % en plus d'une participation à l'equity, si la société réalise son business plan, le fondateur n'est pas dilué. Par contre, si elle sous-performe, la dilution va être massive.

**Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Pour les petits dossiers en dessous de 15, 20 millions, quelles sont les options ? Il y a l'affacturage, mais souvent dans les dossiers compliqués, c'est déjà passé.**

**Franck Michel, AJAssociés :** C'est une catastrophe en procédure collective l'affacturage.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** C'est compliqué parce que les facteurs deviennent plus vigilants. En procédure collective, ils ont besoin de contrôler systématiquement les risques... C'est le prix à payer pour qu'ils acceptent de rester ou d'intervenir.

**Franck Michel, AJAssociés :** C'est très compliqué parce que ça crée un aléa extrême pour le professionnel dans la mesure où effectivement on est à la

merci du factor, soit il prend, soit il ne prend pas, soit il reconstitue son dépôt de garantie, soit il couvre un nouveau risque. C'est extrêmement stressant. Le terme catastrophe est un raccourci, mais c'est extrêmement stressant en termes de visibilité sur la période d'observation d'avoir un factor.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Le factor intervient dans une situation spéciale. Il met en place des contrôles systématiques et souhaite appliquer strictement le contrat. L'entreprise doit s'organiser afin de gérer au quotidien son contrat d'affacturage et de challenger le factor. Il n'existe pas beaucoup de solutions de financement en procédure collective : la Dailly ou l'affacturage...

**Franck Michel, AJAssociés :** Oui, c'est lourd, mais les banques traditionnelles, les banques judiciaires aujourd'hui, elles ont un effondrement de leurs marges. Je ne sais pas si ça va s'améliorer.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Les facteurs sont encore très présents en procédure collective. C'est quand même un des rares financements que l'entreprise peut mettre en place.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Est-ce que les sûretés marchent en France, de manière**

**effective ? C'est un point technique, mais qui est assez important.**

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Disons plutôt que c'est un mode de pression concernant certaines sûretés.

**Franck Michel, AJAssociés :** Dans les sûretés, il y a des sûretés avec dépossession, les sûretés sans dépossession. Moi, je suis assez d'accord avec vous, les sûretés sans dépossession ne marchent pas, il y a une telle pression sociale que ça ne marche pas. Les sûretés avec dépossession Warrant, droit du transitaire, prétention des uns et des autres, fonctionnent.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** Le gage avec dépossession fonctionne très bien. C'est une sûreté efficace.

**Franck Michel, AJ Associés :** Ça veut dire que d'une manière générale, les banquiers, y compris des stocks nantis, même s'ils ne retrouvent pas 100 % de la valeur du stock, il récupèrera toujours quelque chose.

**Gaëtan du Halgouet, Chateaudun Crédit :** En procédure collective, seul le gage avec dépossession permet aux créanciers de s'en sortir.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Si on regarde les sûretés structurantes, c'est en fait le nantissement sur les titres de la Luxco etc., ça, aujourd'hui c'est très difficile.

**Fabrice Patrizio, Archers :** En termes de sûreté avec dépossession, la fiducie aujourd'hui connaît un réel succès. Elle a ses limites aussi à partir du moment où elle porte bien évidemment sur les locaux d'exploitation. Mais sinon, la fiducie sur titres comme la fiducie sur actifs immobiliers, structurée dans de bonnes conditions, sont pleinement opposables à la procédure collective.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : C'est ça la clé ? C'est la dépossession ?**

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Oui.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Il y a aussi des nouvelles solutions, notamment la golden share. La Double LuxCo a aujourd'hui quasiment disparue. Le nantissement "par le haut" existe encore, mais la golden share a l'avantage de la légèreté et d'une certaine universalité. Elle offre, via la détention d'une action de préférence, le droit politique éventuel de remplacer le management dans certaines hypothèses. Si certains événements se produisent, notamment l'ouverture d'un mandat ad hoc, une procédure de conciliation ou une procédure collective, cette action permet ainsi au créancier de prendre le contrôle de la procédure via un remplacement ad nutum des dirigeants.

**Franck Michel, AJ Associés :** Il n'y a pas une clause qui prévoit qu'en cas d'ouverture on ne peut pas...

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Oui, mais là on ne parle pas d'une exigibilité anticipée ou d'une résiliation, on parle d'un changement de droit politique en haut, ce qui n'affecte pas la société en tant que telle. Ce droit peut être aménagé soit dans un pacte d'actionnaires, soit directement dans les statuts.

**Fabrice Patrizio, Archers :** Côté débiteurs, nous sommes souvent confrontés au mécanisme de la golden share. Je pense qu'il ne faut absolument pas évacuer l'aspect possiblement contentieux d'un tel mécanisme. Une golden share exercée dans le cadre d'une entreprise en difficulté, qui permet par exemple, dans certaines circonstances, de changer le management pourrait être valablement contestée. Il est vrai que c'est indiscutablement dans l'intérêt du créancier. Est-ce dans l'intérêt de



la société, dans l'intérêt des salariés ? La mise en œuvre d'un tel mécanisme ne porte-t-elle pas en soi, un caractère abusif, préjudiciable à l'entreprise et aux autres partenaires de l'entreprise, tels que les fournisseurs ou les salariés ? La question mérite d'être posée.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Je suis d'accord, mais à ma connaissance, je ne l'ai jamais vu exercé. Ce débat est de toute façon intéressant dans le cadre d'un référé. En tout état de cause, cette garantie a l'avantage d'éviter des solutions lourdes et onéreuses pour une société en difficulté, telle que la Double LuxCo ou la fiducie tout en offrant un niveau de sécurité relativement élevé au créancier. Là où je te suis complètement, c'est que la tentation du créancier d'obtenir trop de droits avec sa golden share jusqu'à vouloir prendre le contrôle à tout moment. Outre la problématique fiscale d'une dette assimilable à une dette liée, ceci va tout simplement être inacceptable pour le débiteur.

**Franck Michel, AJ Associés :** La prévention est organisée autour de la défaillance de l'actionnaire. Si l'actionnaire n'est pas défaillant, ça devient compliqué.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Je ne sais pas si les banques sont très friandes de ce type de clause, effectivement. Elles n'ont pas du tout

envie de prendre ce genre de décisions et d'avoir de telles garanties à mettre en œuvre.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Souvent les banques détestent mettre en œuvre les garanties.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Elles ne veulent pas aborder le sujet sur les dossiers de restructuring. Elles ne s'engagent pas sur ce terrain.

**Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Pour conclure, quels secteurs constituent des gisements de difficultés en ce moment ? L'énergie, peut-être d'autres segments encore comme la distribution ?**

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** Il existe des difficultés conjoncturelles et des causes structurelles. Les conjoncturelles, c'est tout ce qui est lié au pétrole, vous avez parlé de CGG, il y a aussi tous les dossiers qu'on a connus et qu'on reconnaîtra, sur lesquels on rencontre des « amend to extend » car il ne faut pas nettoyer tout le monde, que ce soit créanciers ou actionnaires. On nous reproche de mettre la poussière sous le tapis, oui, mais on ne va pas liquider les entreprises et les actionnaires sous prétexte qu'il faut nettoyer. À un moment donné, il faut mettre en position d'attente. Si cela dure trop longtemps, tout le monde se fera nettoyer parce qu'on ne pourra



plus gérer. Mais la bonne gestion, c'est aussi parfois de savoir mettre la poussière astucieusement sous le tapis le temps d'avoir un cycle favorable. Donc ça, c'est plus conjoncturel. Après, ce qui est structurel, c'est ce qu'on disait, c'est le cas de la sous-traitance automobile. Il faut peut-être aussi que nos constructeurs réfléchissent aux liens et à leur façon de faire leurs affaires en France comme les Allemands le font. Pour les Allemands, cela n'est pas mal d'avoir un sous-traitant qui gagne sa vie et qui gagne de l'argent. On a l'impression que pour les constructeurs français, c'est mal que leurs sous-traitants gagnent de l'argent. C'est bizarre... Donc à force d'avoir des sous-traitants, bons ou pas bons, je ne dis pas qu'ils sont tous bons, mais il y a un écosystème qui peut se remettre en cause. Je constate que les acteurs de l'automobile allemands soutiennent fortement l'écosystème afin de le préserver. Et nous quand on travaille pour des sous-traitants dans l'automobile, c'est incroyable, on fait le nuage de points sur rentabilité par personne morale ou par usine, c'est simple, tout l'EBITDA qui est gagné à l'étranger contribue pour les sites qui sont déficitaires en France. C'est bizarre. C'est-à-dire que les autres pays admettent que l'on gagne de l'argent alors que les entreprises sont françaises. Après, on a vu où en était le textile,

avec le textile, oui, il y a une véritable réflexion du secteur. Et nous, quand on arrive sur un dossier, avant de faire quoi que ce soit on essaie de comprendre ce qu'il se passe : s'agit-il de conjoncturel ou de structurel ou des deux ? Est-ce que c'est un problème de P&L, est-ce que c'est un problème de BFR, est-ce que ça inclut un problème de trésorerie, est-ce que c'est un problème de structure de financement ? Dans les start-up, les dirigeants cherchent des financements, mais ce sont des fonds propres et non du financement qu'il faut, mais ils ne veulent pas se diluer en capital. D'accord, mais pour accélérer, il faut peut-être ouvrir un peu le capital. Notre souci à tous est donc de savoir à chaque fois qu'on intervient si l'on va chercher un contrat d'affacturage, car cela peut donner une image d'entreprise en crise. Même si l'affacturage, c'est souvent un signe de très bonne gestion. D'ailleurs, il y a plein d'entreprises américaines qui utilisent l'affacturage comme une source de financement alternative même en tant in bonis. Ce n'est pas encore la mentalité ici.

**Nadine Veldung, Oddo CF :** Il y a la restauration aussi comme secteur, il ne faut pas, aussi, oublier la restauration. Mais là aussi, est-ce que c'est conjoncturel ou structurel ? Pour moi, c'est structurel parce que ceux qui sont

en crise en fait n'ont pas renouvelé toujours leur concept et ne se sont pas adaptés à une nouvelle forme de consommation.

**Cédric Colaert, Eight Advisory :** C'est la discussion que l'on avait au sujet de Flo. L'offre n'est plus la même, je l'ai déjà restructuré une fois, mais cela perd 30 millions par an. À restructurer, cela va coûter deux ans à trois ans de perte, et après il faudra à nouveau créer de la valeur là-dessus

**Nadine Veldung, Oddo CF :** C'est le mode de consommation qui est différent.

**Thierry Grimaux, Valtus :** Je voulais rebondir sur le récit de la poussière sous le tapis, etc. Il faut juste se rappeler que nous, nous sommes des conseils, donc notre métier c'est d'être dans la salle de discussion, et quand on sort de la salle de discussion généralement la journée s'arrête. Dans la salle de discussion, il y avait un patron, un directeur financier, deux-trois opérationnels pour qui, quand ils sortent de la salle de discussion, la journée commence, parce que tout le reste est du superflu. Ce n'est pas du superflu bien sûr, c'est même essentiel pour la boîte, mais ce n'était pas leur métier principal. Et une négociation qui dure trop longtemps, c'est une négociation qui tue la boîte

parce que tous ses dirigeants sont là et y consacrent leur énergie. Il faut donc savoir arrêter les négociations et la faire en plusieurs fois, en plusieurs temps. Et effectivement on peut se dire : « le travail n'avait pas été fini ». Et évidemment les gens qui vous remplacent trois ans plus tard à la table de négociations complètent par « ils ont salopé le boulot ». Non, il fallait aussi l'arrêter parce que sinon ça n'en finit plus. Pour les dirigeants, la journée commence quand ils sortent de la salle, c'est une grosse différence avec nous tous.

**Franck Michel, AJ Associés :** Et pour compléter vos propos, je m'aperçois de plus en plus aujourd'hui sur les grosses PMI qu'elles n'ont plus les ressources en interne. Le directeur financier est partagé, le directeur juridique n'existe plus. Les boîtes se sont restructurées depuis longtemps, elles ont considéré que c'était des fonctions supports qui ne rapportaient rien et de sorte que dans la négociation ils sont épuisés.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Vous voyez des gens qui jettent l'éponge au bout d'un moment.

**Franck Michel, AJ Associés :** C'est exactement ce que vous disiez, ils vont passer dix heures en négociations, mais après ils doivent faire tourner leur entreprise derrière.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** ...Et aller communiquer avec leurs représentants du personnel.

**Thierry Grimaux, Valtus :** Parmi les secteurs qui souffrent il y a aussi la restauration, car c'est aussi du retail. D'une façon générale, les secteurs qui ont été protégés ou subventionnés pendant pas mal de temps, souffrent car ils n'ont pas eu à se moderniser ou se concentrer. Je pense notamment à une bonne partie de la filière agricole. En même temps, cela avait un avantage d'aménagement du territoire. Je n'ai pas dit qu'il n'y avait pas un autre



côté positif. Mais économiquement, nous arrivons aujourd'hui avec des transports qui sont plus rapides, plus performants, la Terre qui est devenue beaucoup plus plate comme disent les écrivains, avec un système agricole qui est au bout du rouleau, que ce soit dans l'élevage, que ce soit dans la production. Donc je pense que nous avons de très mauvais jours encore devant nous dans ce secteur, où il y a eu déjà plein de dossiers mais c'est un secteur qui n'a pas fini de nous étonner.

**Nadine Veldung, Oddo CF :** Parce qu'il ne s'est pas nécessairement réformé en profondeur et qu'il continue à marcher sur des recettes d'il y a vingt ans.

**Thierry Grimaux, Valtus :** Et dans tous les métiers, parce que derrière la révolution Internet, digitale, retail, etc., il y a in fine un consommateur et ce consommateur a besoin des produits. Qu'est-ce qui amène les produits au consommateur ? Certes, le magasin, mais pas que le magasin, il y a toute la fonction supply chain qui intervient. Et aujourd'hui je m'aperçois que, tous secteurs confondus, ceux dans lesquels il y a la nécessité d'avoir une supply chain efficace sont excessivement fragilisés, parce qu'il y a nécessité de changer et que celui qui change gagne. On parlait tout à l'heure de Zara et H&M, ils ont inventé ça, ils ont

inventé une supply chain différente, et c'est pour cela qu'ils ont rasé le marché. En définitive on se dit : « les marques meurent ». C'est faux, Zara et H&M y arrivent très bien. Je crois qu'aujourd'hui, une des prochaines étapes, ce sont les métiers à forte supply chain, où celle-ci est déterminante.

**Marie-Christine Fournier, Kramer Levin :** Il faut être imaginatif.

**Patrick Teboul, Mayer Brown :** Recentrer sur son produit aussi. Par exemple, Buffalo Grill a su se réinventer complètement.

**Franck Michel, AJ Associés :** En conclusion, certes il y a une baisse du nombre de procédures collectives, mais comme on assiste à une accélération des modes de fonctionnement des entreprises, je pense que de toute façon il va y avoir des secteurs qui vont se retrouver en difficulté, donc aujourd'hui je ne crois pas sur le moyen terme à une baisse significative des missions. ■