

Table ronde

Restructuration

Vincent Fahmy
Verdoso

Nicolas Deshayes
AJ Associés

Laurent Jourdan
Racine

Hervé Hatt
Meilleurtaux.com

Saam G
Orrick



Janvier 2016



olshani
RM

Pierre-Nicolas Ferrand
Shearman & Sterling

Michel Rességuier
Prospheres

Guillaume Cornu
EY

Walter Butler
Butler Industries

L'ère du retournement permanent



Chef d'entreprise, investisseurs, conseils, mandataire de justice : tous sont d'accord pour dire qu'une nouvelle vague de restructuration d'entreprises se prépare, dans l'énergie comme dans le digital. L'exemple du retournement réussi de Meilleurtaux.com prouve toutefois qu'une entreprise peut rapidement retrouver la croissance à condition de savoir réduire les sources de complexité et réinventer régulièrement son business model. Bienvenue dans l'ère du retournement permanent.

Photographie : Yves Breton

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Les défaillances d'entreprises sont à leur plus bas niveau depuis l'été 2008. Quel est votre sentiment sur le terrain ?

Nicolas Deshayes, AJ Associés : En fait, on peut dire que la date de cette table ronde est plutôt bien choisie parce qu'elle arrive avec les audiences solennelles de rentrée des tribunaux de commerce, lesquelles sont l'occasion de communiquer sur les statistiques des juridictions. Pour avoir assisté à

certaines d'entre elles ces dernières semaines en région parisienne, c'est vrai que les statistiques de 2015 tranchent un peu avec les années précédentes au niveau des tribunaux. Sur la région parisienne, on constate une diminution des sauvegardes, des redressements judiciaires et de la Prévention, au profit des liquidations directes. On peut retenir aussi que pour donner un exemple, à Créteil, où je suis implanté, sur 200 redressements judiciaires ouverts en 2015, 125 ont fait l'objet d'une conversion en

liquidation judiciaire dans les semaines qui ont suivi le jugement d'ouverture, et un peu moins de 75 qui ont donc abouti à un plan de redressement ou un plan de cession.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : C'est plus que les années précédentes ?

Nicolas Deshayes, AJ Associés : Ce n'est pas plus que les années précédentes mais c'est symptomatique aujourd'hui d'une réalité qui est



Nicolas Deshayes

- Associé d'AJAssociés. Il est co-responsable avec Franck MICHEL des bureaux de Créteil et d'Orléans. Il a été en 2011 et 2012 Rapporteur de la Commission en charge de la Réforme du Règlement Européen 1346/200 du 29 mai 2000 sur les Procédures d'Insolvabilités Transfrontalières. Il s'est illustré sur les dossiers Royal Moto France, Deca France et diverses missions de mandat ad hoc et de conciliation conduites depuis deux ans totalisant plus de 1,5 milliards de chiffre d'affaires et 7.000 salariés.
- AJAssociés est présente sur tout le territoire de métropole et Dom Tom et compte 85 collaborateurs. De fait, elle est la plus importante (en taille) en France mais aussi la plus active depuis trois ans (Elle a été primée 3 années de suite pour avoir été l'étude la plus actude). AJAssociés a été désigné en 2014 dans plus de 900 nouvelles missions.
- Pour mémoire, l'étude est intervenue sur 59 missions ayant fait l'objet d'une cession et a ainsi contribué à préserver 1.492 emplois, soit près de 67% des effectifs des sociétés concernées.

que les redressements judiciaires d'entreprises concernent des entités moins « consistantes » ou plus exsangues, avec donc moins de « leviers » de redressement. Outre les problèmes traditionnels de sous-capitalisation, on se retrouve plus souvent confronté à des phénomènes de tensions qui se traduisent par le désengagement des équipes managériales et la démobilisation des salariés ; ce qui fait que les perspectives sont quand même plus compliquées à mettre en œuvre. On est sur des dossiers plus difficiles je trouve, par rapport au passé.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Une des nouveautés tient aussi au fait que les grandes entreprises sont également très affectées. Non ?

Saam Golshani, Orrick RM : C'est

déjà le cas en 2015, depuis 2 ans, difficultés

“ **Outre les problèmes traditionnels de sous-capitalisation, les tensions se traduisent par le désengagement des équipes managériales et la démobilisation des salariés** ”

nous constatons cette tendance à l'augmentation des redressements judiciaires des sociétés d'une certaine taille couplée d'ailleurs avec des

ou davantage de tensions dans les discussions in bonis, que ce soit sous mandat ad hoc ou conciliation. Mais en même temps, aussi étrange que cela puisse paraître, l'économie française a plutôt bien résisté ces deux dernières années, donc le nombre de défaillances a diminué, au vu des dernières statistiques. Pourtant, 2016 risque d'être une année intéressante en termes de défaillances, dans le secteur des matières premières et le secteur pétrolier ou para-pétrolier, pour lesquels la baisse du prix du pétrole, la baisse du prix des matières premières et le ralentissement à la fois de l'économie mondiale et de la

Chine en particulier va créer, je pense, des situations de tensions, tant pour les sous-traitants, que pour quelques grands groupes. Ces situations sont d'ailleurs sur l'écran radar de tous les investisseurs. Mais au-delà de ces groupes, il y a autour d'eux tout un tissu d'entreprises qui sont aujourd'hui très impactées par l'effondrement des prix du pétrole et des matières premières et par le ralentissement économique mondial. Il existe également un certain nombre de belles sociétés qui étaient très exposées à l'export et qui aujourd'hui sont touchées assez durement. Je pense que là également, il peut y avoir des dossiers intéressants, pour des investisseurs intéressés par des sociétés ayant un fonds de commerce ayant encore une certaine valeur mais affectés par des éléments macros qui leur échappent.

Guillaume Cornu, EY : Je partage le même avis. Si nous avons observé un ralentissement au premier semestre 2015, on observe depuis le 1er juillet 2015 une accélération des dossiers et situations de restructuring. Nous sommes aujourd'hui confrontés à plusieurs types de situations que nous abordons avec des approches différentes : d'une part, nous avons développé chez EY une activité de « *distress M&A* » qui concerne notamment les filiales ou activités en difficultés de grands corporate. Ces missions mobilisent notamment des équipes mixtes M&A et restructuring, mais également « *ops* ». Par ailleurs, nous constatons un développement des missions d'accompagnement des repreneurs d'entreprises en redressement judiciaire. Nous anticipons des dossiers de « *rechute* » de restructuring, notamment dans des secteurs en grande difficulté comme Oil & Gas ou le retail. La période des amend and extend est probablement derrière nous et c'est plutôt sous le prisme de changements d'actionnaires que ces dossiers doivent être appréhendés : lenders led, reprise par des fonds de

dette ou des fonds de retournement, build up de corporate buyers... En outre, j'ai le sentiment que ce que nous sommes actuellement en train de vivre dans le secteur Oil & Gas est similaire à ce qu'a pu connaître le secteur automobile à l'époque où les sous-traitants automobiles dépendaient des grands donneurs d'ordre. Nous sommes en effet aujourd'hui sollicités pour aider les fournisseurs de ces grands corporate du secteur.

Saam Golshani, Orrick RM : Effectivement pendant la période 2009-2012, nous avons tous fait énormément de dossiers dans le secteur automobile.

Guillaume Cornu, EY : Exactement.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Outre les secteurs de la distribution et des services à l'industrie pétrolière, la filière agroalimentaire continue également de se restructurer. Ce qui avait été commencé il y a quelques années avec des entreprises comme Tilly-Sabco, Doux puis Gad, par exemple, se poursuit aujourd'hui.

Saam Golshani, Orrick RM : C'était très sectoriel. 2013, 2014, 2015, on a tous fait du retail. On continuera.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Michel, vous connaissez bien ce secteur car vous avez repris plusieurs entreprises en tant que tant que dirigeants de crise.

Michel Rességuier, Prospères : Je pense que le retail fait partie de ces métiers qui doivent et peuvent complètement se réinventer pour des raisons structurelles. Les secteurs qui viennent beaucoup en restructuring sont ceux qui ont besoin de se réinventer. En l'espèce, le retail est touché par l'évolution des modes de consommation. Et c'est possible, comme nous l'avons montré avec les Librairies Chapitres, les agences Thomas Cook et les magasins Retif.

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Si les changements technologiques accélèrent la croissance sur certains segments, ne sont-ils pas également destructeurs de business plans ?

Vincent Fahmy, Verdoso : Je suis actionnaire de Retif dont parlait Michel et confirme la bonne tenue de l'entreprise. La mutation digitale doit être totalement prise en compte dans le développement et la transformation des entreprises de distribution. Aujourd'hui, il faut s'en servir et utiliser tous les nouvelles technologies pour que le consommateur soit averti, mais vienne quand même en magasin. Il faut investir dans la technologie et donner aux entreprises les moyens réaliser leur transformation digitale. Par rapport au contexte de restructuring, et compte tenu de ces nouveaux investissements, les entreprises de retail ne peuvent pas supporter dans un contexte de mutation profonde les niveaux de dettes qu'on leur avait mis. Il faut ajuster la structure de capital à la rentabilité et aux investissements opérationnels qu'elles vont devoir entreprendre. De tels efforts pèsent sur la marge opérationnelle.

Saam Golshani, Orrick RM : Sur des activités qui nécessitent l'accès à des crédit de campagne ou à un RCF, l'imposition soit d'une dette d'acquisition, soit un term loan, pèse énormément sur la structure de financement de ces sociétés, et les mets en danger. Dans les derniers dossiers retail, ce fut systématiquement le cas. C'est véritablement l'impact d'une dette qui n'est pas une dette d'exploitation qui a empoisonné la structure de financement de la plupart des dossiers retail.

Vincent Fahmy, Verdoso : Retif a eu avant la reprise de 2014 près de dix fois l'EBITDA en dette. Avec de tels niveaux, il n'est pas possible de suivre la mutation technologique. Il a fallu supprimer cette dette et redonner



Guillaume Cornu

- Guillaume Cornu est associé responsable du pôle Transaction Advisory Services au sein d'EY. Il a développé depuis plus de 25 ans un savoir spécifique dans les dossiers de restructuration.
- Pour mémoire, son équipe a accompagné plus de 200 dossiers au cours des deux dernières années dont Ascometal, Fagor Brandt et Mobilier Europeen/RAPP. Ce qui en fait une des deux équipes les plus actives du marché.
- L'équipe EY Restructuring a reçu au cours de nombreuses distinctions dont trois grands Prix Restructuring (catégorie "Deal de l'année" en 2012, 2013 et 2014, pour ses interventions dans Novasep, Saur et Rapp).

de l'air à l'entreprise. Une fois la dette éteinte l'entreprise est à même de pouvoir adopter les nouvelles technologies et se transformer pour atteindre ses niveaux de rentabilité historique. Cela passe donc par un changement de paradigme, et aussi un changement de nature d'investisseurs.

Guillaume Cornu, EY : Aussi parce que la rentabilité du retail a fortement diminué.

Vincent Fahmy, Verdoso : Bien sûr.

Guillaume Cornu, EY : Je ne veux pas être négatif, mais aujourd'hui, je ne sais pas ce qui peut marcher dans le retail en dehors du luxe, du très haut de gamme – c'est un avis très personnel - ou peut-être le très bas de gamme aussi.

Vincent Fahmy, Verdoso : Les gens de Primark sont très contents.

Michel Rességuier, Prospères : Oui, je partage l'optimisme de

“ Nous anticipons des dossiers de « rechute » de restructuring, notamment dans des secteurs en grande difficulté comme Oil & Gas ou le retail ”

Vincent Fahmy. Il y a des chaînes de magasins grand public, qui sont des succès fantastiques à l'heure actuelle... Kiabi, Décathlon ont trouvé des modèles économiques extrêmement performants. Mais ce sont des

entreprises qui sont en « réinvention » permanente. Auchan est dans le même questionnement aujourd'hui. J'observe qu'à chaque fois, cela a signifié des modifications culturelles, managériales. Un des points communs entre Kiabi, Décathlon, Librairies Chapitres, Thomas Cook et Retif, c'est que l'autonomie des salariés a été démultipliée de manière incroyable. Les coûts de contrôle sont réduits de façon drastique mais surtout l'intelligence collective est accrue de façon considérable.

C'est assez passionnant du point de vue du marché.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Chez EY, vous avez pris le virage de la restructuration



opérationnelle il y a deux ans avec des recrutements de poids.

Guillaume Cornu : En effet, nous avons engagé une profonde transformation opérationnelle pour répondre aux nouveaux défis de nos clients, dans un environnement qui a profondément changé. Depuis 2 ou 3 ans, l'approche des dossiers a ainsi fondamentalement évolué : les solutions recherchées ne reposent plus uniquement sur des « amend and extend », permettant de mesurer la capacité de service de la dette dans le temps et donc de rééchelonner l'endettement. Désormais, c'est davantage par la valeur de l'entreprise que les stakeholders analysent les situations. Cette approche nécessite justement d'avoir une bonne compréhension des enjeux stratégiques, sectoriels et opérationnels de la société en difficulté. Il en découlera un plan financier et une restructuration financière. Nous avons donc en conséquence pris ce virage il y a un peu plus de deux ans, notamment en intégrant des profils très ciblés d'associés et collaborateurs issus de cabinets de conseil stratégique et opérationnel. Nos clients nous demandent de leur apporter des solutions et de pouvoir mettre à leur disposition des équipes

très intégrées. En effet, notre rôle dépasse le seul conseil financier, pour accompagner nos clients sur leurs enjeux stratégiques, notamment en renforçant nos expertises sectorielles et opérationnelles. Raison pour laquelle nous avons développé une approche systématique de nombreux secteurs en difficulté tels que l'Oil & Gas, le retail, le mining & metals. Mais notre approche dépasse les seuls enjeux sectoriels. En ce qui concerne nos missions de restructuring, nous n'avons par exemple pas de data room : nos équipes sont directement intégrées au cœur de l'entreprise, aux côtés des dirigeants. Notre travail de conseil est essentiel et conditionne la suite. Une fois que la situation de crise est stabilisée, il faut construire la meilleure solution, et rechercher le meilleur compromis. Nous travaillons sur plusieurs scénarios pour permettre au chef d'entreprise mais également à ses partenaires de prendre la bonne décision. D'où l'importance de couvrir tous les aspects : il s'agit de déterminer quelles sont les forces et faiblesses de l'entreprise, ses concurrents, son positionnement sur le marché, ses relais de croissance. Il est aussi nécessaire d'identifier les leviers opérationnels à mettre en place pour améliorer la rentabilité (optimisation

du BFR, réduction de coûts, revisite de l'organisation industrielle des capex, etc). Nous disposons désormais au sein du TAS d'équipes de consultants permettant de répondre à l'ensemble de ces problématiques (Corporate finance strategy animée par Jean Daniel Pick, Operational transaction services pilotée par Hassan Alami et cash-flow management dirigée par Arthur Wastyn). Dès lors que notre diagnostic et nos recommandations sont finalisés, notre rôle consiste à les présenter en toute transparence aux partenaires de l'entreprise afin d'engager les négociations pour mettre en place le plus rapidement possible le plan de redressement. J'insiste très souvent sur l'importance d'avoir un « diagnostic partagé ». En effet, tant qu'il n'est pas partagé et accepté par l'ensemble des parties prenantes à la restructuration, il ne peut y avoir de discussions des solutions envisageables. Cette phase prend souvent beaucoup de temps mais elle est clé. Quel que soit le dossier, il n'y a jamais une seule solution comme il n'y a jamais non plus des solutions qui peuvent se reproduire d'un dossier à l'autre. C'est pourquoi il est primordial d'être créatif, avec un regard neuf sur chaque nouvelle mission, tout en capitalisant certes sur notre expérience éprouvée. Car l'expérience est déterminante dans ces situations complexes, et nous avons aujourd'hui la chance d'avoir formé chez EY l'équipe la plus expérimentée du marché.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : **On a la chance d'avoir Hervé Hatt avec nous, qui a conduit une restructuration pendant quelques années. Est-ce qu'on pourrait revenir sur cette histoire, sur la genèse de ce retournement ?**

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : **Pouvez-vous rappeler le contexte un peu particulier de votre arrivée chez Meilleurtaux.com ? On vous avait confié le retournement de l'entreprise. C'était votre mission**



Hervé Hatt

- Président de Meilleurtaux (100 M€ de Chiffre d'Affaires)
- Ancien de McKinsey, Hervé Hatt entre chez AXA en 1998 où il supervise la gestion des actifs financiers, puis la planification stratégique. En 2002, il pilote le rachat de Banque Directe, la première banque à distance en France, et devient président d'AXA Banque et de la gestion privée d'AXA France.
- A partir de 2007, il est directeur général d'AXA Bank Europe, avec sept banques de détail en Europe, et conduit le lancement de banques en Suisse, en République Tchèque et en Slovaquie.
- En juin 2011, Hervé Hatt devient directeur général de Meilleurtaux qu'il relance en l'espace de douze mois grâce à une refonte de l'activité web, une réorganisation du réseau d'agences ainsi qu'un plan d'allègement drastique des effectifs. La société sera finalement reprise par Equistone Partners en juin 2013 sous la forme d'un LBO auquel Hervé Hatt et l'équipe de direction participeront.

dès le départ tout en ayant, comme mission aussi, de céder ladite entreprise. Donc deux défis en même temps.

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Effectivement, la mise en action a été rapide. Pour mémoire, Meilleurtaux.com a été créé en 1999. On parle beaucoup des FinTech, mais Meilleurtaux.com est la première FinTech française. C'est la première société du secteur financier qui était totalement digitale puisqu'elle a été créée sur le web en 1999 en tant que comparateur et courtier de crédits 100% web. C'est intéressant parce qu'elle a fait le chemin inverse de ce que beaucoup d'autres font aujourd'hui, puisqu'elle est partie en

pur web avant d'ajouter un réseau

“ Lors du retournement de Meilleurtaux.com, mon obsession a été de réduire la complexité au maximum afin d'épurer notre modèle économique ”

physique d'agences de 60 succursales avec 300 salariés. Et elle a continué

ainsi à ajouter des coûts fixes. La société a ensuite été cédée en 2007 par le créateur fondateur aux Caisses d'Épargne qui pensaient bénéficier de son exposition digitale pour se donner “un coup de jeune”. Sauf qu'évidemment, ce n'est pas du tout ce qu'il s'est passé. Il y a eu un premier PSE en 2009 et l'entreprise n'a jamais vraiment gagné d'argent. Les dirigeants se sont succédé. J'ai donc été recruté par le groupe BPCE, Banque Populaire Caisse d'Épargne, en 2011 pour donner un coup de peinture à la société afin de préparer sa vente. Sauf que “le coup de peinture” s'est transformé au bout d'une semaine en un retour à l'actionnaire, en leur



disant : « en fait, ce n'est pas un coup de peinture qu'il faut passer, il faut faire un retournement total de la société car je crains qu'elle soit difficilement vendable en l'état. Le modèle économique ne peut fonctionner tel qu'il est. »

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Ils ne le savaient pas ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Pour être honnête, je ne m'en suis pas rendu compte lors de ma première due-diligence vu de l'extérieur, avant d'accepter la proposition. Après avoir fait un tour de France des différentes agences, je suis allé voir la Caisse d'Épargne en leur expliquant qu'une restructuration lourde s'avérait nécessaire. Donc la restructuration a été actée le plus vite possible entre fin 2011 et mi 2012 - au 1er août 2012, pour être précis. Nous avons bouclé le PSE en 2013 lors de la cession par le groupe BPCE. Equistone Partners et nous-mêmes, dirigeants, avons pris le risque de la racheter. Puis nous sommes alors passés dans une phase de croissance. Le redressement était terminé. Voilà donc le contexte de Meilleurtaux.com.com. L'entreprise avait été en restructuration permanente depuis que les Caisses d'Épargne l'avaient rachetée, mais en ce qui me concerne, la mise au point du plan de restructuration a constitué une phase assez courte, très

concentrée : du jour de mon arrivée, le 6 juin 2011, jusqu'au 1er août 2012, qui est le moment où j'ai signé plus de 100 lettres de licenciement, donc la moitié de l'effectif.

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Et un an, c'était court ? Cela vous-a-t-il semblé long ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Pour reprendre une analogie marine, la vitesse tactique, immédiate, est lente. C'est-à-dire qu'au jour le jour, cela semble incroyablement lent, comme un bateau qui ne va pas très vite. Mais comme un bateau ne s'arrête jamais d'avancer, en un an on fait énormément de choses si tous les jours on a un peu avancé par rapport à la veille. Quasiment tous les jours, je me demandais à la fin de la journée : qu'est-ce qu'on a fait aujourd'hui qui a fait avancer les choses par rapport à hier ? Et même si on ne fait qu'une seule chose au cours de 24 heures, au bout de 365 jours, on fait avancer 365 sujets. Donc pour autant qu'on ne fasse pas d'erreurs et qu'on n'ait pas besoin de faire des allers-retours, une vitesse stratégique régulière sur 1 an permet de changer l'entreprise. En tout cas, c'est l'expérience que j'en ai eue. Chaque jour semblait très lent mais encore une fois on avait un calendrier qui avait été fixé de façon assez précise, si bien qu'au bout de douze mois toutes les

grandes options avaient été arrêtées, tous les choix définis, et toutes les actions initiées.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Quand vous dites « on », cela veut-il dire vous êtes venus accompagnés dans ce projet ou vous vous êtes appuyés sur les équipes existantes ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Je suis venu tout seul mais au bout d'un an, il ne restait plus qu'une seule personne sur toute l'équipe de direction d'origine.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Pour vous, c'était une nécessité de se séparer des équipes dirigeantes pour changer de dynamique ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Je ne m'étais pas mis en tête que je voulais par principe changer tout le monde. Simplement, je me suis dit assez rapidement que ce n'était pas avec l'équipe existante qu'on ferait le chemin. Nous avons en revanche recruté des personnes issues de l'extérieur afin de répondre à nos nouveaux besoins de développement.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Ça, vous l'aviez déjà en tête depuis un moment, j'imagine ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Non, mais c'était une possibilité. Compte-tenu des relations que j'avais conservées avec la plupart de mes anciennes relations de travail et plus généralement, de l'étendue de mon réseau, cela n'a pas été trop compliqué de trouver les personnes en question.

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Finalement, un an. Il y a quand même des points, des difficultés principales que vous avez rencontrés dans cet exercice-là de redressement : la gestion du personnel, la procédure, l'activité elle-même ? Qu'est-ce qui



Vincent Fahmy

- Après une expérience chez Goldman Sachs, Vincent Fahmy a occupé des rôles de management opérationnel dans diverses sociétés, de la PME au groupe côté.
- Il a rejoint, en 2006, la société Verdosso créée et dirigée par Franck Ullmann, au moment de la reprise de Num à Schneider Electric.
- Ils ont repris ensemble plusieurs sociétés en situation spéciale dont les plus récentes sont, Retif, Sarmates, Eaglemoss et Kompass

vous a finalement posé le plus de difficultés ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Vous me posiez la question des sources de complexité. A mon arrivée chez Meilleurtaux.com, j'ai trouvé une société de 50 M€ de Chiffre d'Affaires qui comptait 300 salariés, un réseau de 33 agences et qui générait un niveau élevé de complexité à tous ses échelons. Nous l'avons donc simplifié au maximum en choisissant quelques options dans le modèle économique. Une fois ces options choisies, il suffisait juste d'ajuster l'organisation. Car le trop plein d'agence créait autant d'adhérences et de lourdeurs administratives (Moyens Généraux, Ressources Humaines, etc..) qui nous tiraient vers le bas. Mon obsession a donc été de réduire la complexité au maximum afin d'épurer notre modèle

économique et d'obtenir des équipes supports les plus légères possible. C'est ainsi que nous sommes passés de 280 salariés à mon arrivée à 110, au 1er août

“ “ **Nous avons une politique d'acquisitions d'entreprises digitales pour nous aider à réaliser cette transformation numérique** ” ”

2012, date de mise en œuvre officielle de la restructuration et ouverture de plan de reclassement externe.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : En conservant quand même tout le réseau d'agences ?

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Non. En fait, ma vision reposait sur plusieurs éléments assez simples. Le premier était qu'il fallait redoubler d'efforts sur notre visibilité et notre notoriété dans la presse, quelque chose que l'on mesure aujourd'hui de manière assez précise. L'autre aspect tient à notre présence digitale, un univers dans lequel j'avais toujours évolué de par

mon expérience chez Banque Directe/ AXA Banque et qui faisait partie de l'ADN de Meilleurtaux.com. C'est pourquoi ce sujet est rapidement



devenu obsessionnel chez nous. C'était fondamental.

Troisièmement, le réseau d'agences. On avait un réseau de 33 agences avec 150 salariés qui nous faisait perdre beaucoup d'argent. Nous sommes donc passés à un modèle d'agences franchisées uniquement, une 100aine à l'époque contre 230 aujourd'hui. De ce point de vue-là, mon message stratégique était simple : 100 % franchise.

Et le dernier volet très important en termes de modèles, que j'ai essayé de clamer partout, relevait de l'allègement des frais généraux et de structure. L'équipe centrale a ainsi été divisée de moitié. C'était le modèle. On parlait tout à l'heure de complexité : c'est en soi un ennemi dans l'entreprise, y compris en phase croissance. Si on ne fait pas attention, toute entreprise se bureaucratise. L'un des sujets numéro 1 pour nous est donc de lutter contre la tendance naturelle à la bureaucratiation, parce que progressivement les gens ont tendance à se cacher derrière leur bureau, y mettre des piles de papiers ou envoyer des emails plutôt que de se parler. Donc la complexité, c'est important. La gestion des équipes aussi, car il était essentiel de convaincre les gens d'y aller. Or ce dont je me suis rendu compte après coup est que les salariés

ne croyaient pas, de prime abord, à ce que je leur proposais. Il faut donc non seulement raconter une histoire mais aussi demeurer déterminé dans sa volonté d'aller jusqu'au bout même si pendant la phase de restructuration, beaucoup n'y croient pas. Après, derrière, vous êtes nombreux à connaître les problématiques de PSE dont je faisais l'expérience pour la première fois. Notre chance est d'avoir réussi à concevoir le plan de telle manière qu'on pouvait proposer à la catégorie professionnelle des directeurs et directrices d'agence de se porter volontaire pour racheter leur fonds de commerce et devenir franchisé. Nous avons donc bâti un plan très séquencé et dont, à quelques exceptions près, nous avons réussi à respecter les différentes étapes. Heureusement, on ne s'est pas trompé dans la procédure, même si l'expert nommé par la CGT nous a mis quelques bâtons dans les roues. Si bien que le 1er mars 2012, nous avons recueilli l'avis du CE sur le plan de restructuration, ce qui était notre objectif. Une fois celui-ci rendu, les choses se sont enchaînées sans encombre.

Vincent Fahmy, Verdoso : Ce que raconte Hervé Hatt est très intéressant, et rejoint, je crois, quelques thèmes très importants de la restructuration

d'entreprise. D'abord la simplification du business model, ensuite, celle de l'organisation avec une horizontalité du management, l'accumulation de strates étant contre-productive. Ce que je trouve particulièrement intéressant dans son récit, est son refus de compromis sur la feuille de route, sur la vision, et sa capacité à avoir emmené les hommes et à les avoir fait adhérer à son projet. Enfin, sur le sujet des PSE, pour le vivre dans nos participations, la méthode que vous avez employée est la bonne, par contre on a malheureusement une étatisation de ces procédures qui est insupportable et que vous avez vécue.

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Nous nous trouvions dans la phase précédant le nouveau dispositif, mais nous avons pu échapper à sa version la plus lourde.

Vincent Fahmy, Verdoso : Ça s'est aggravé. On ne va pas faire de politique... Il faut savoir naviguer à travers cette complexité. Pour être provocateur, c'est aussi une de nos chances en tant qu'investisseurs, parce que se confronter à ce type de procédures permet d'éliminer beaucoup de concurrences étrangères et locales. Il faut des compétences particulières et du temps pour aller au bout de procédures qui pourraient être simplifiées.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : **Guillaume, vous pratiquez le restructuring depuis 25 ans maintenant. Avec le recul, diriez-vous qu'il y a des points communs à toutes les situations de crise ?**

Guillaume Cornu : Elles présentent toutes des points communs en théorie, et sont toutes différentes en pratique. Car en théorie, les facteurs qui plongent une société dans de telles difficultés sont multiples et peuvent résulter par exemple d'un conflit d'actionnaires, de pertes de contrats client, de difficultés



Walter Butler

- D'origine brésilienne et américaine, Walter Butler, a créé Butler Capital Partners (BCP) en 1991. Butler Capital Partners et son holding de tête Butler Industries ont investis au total dans une trentaine d'entreprises dont Ipsos, la SNCM, Autodistribution, Groupe Flo, le PSG, Neopost, Anovo, Osiatis, et plus récemment Isodev et NextiraOne.
- L'équipe d'investisseurs réunie autour de Walter Butler compte 20 professionnels basés à Shanghai, Londres et Sao Paulo, qui investissent en equity ou crédit dans des sociétés en croissance. En France, l'équipe compte sept professionnels. Elle cible les sociétés françaises réalisant un chiffre d'affaires compris entre 50 M€ et 500 M€. Les tickets d'investissement s'élèvent entre 10 M€ et 50 M€, pour des prises de participation majoritaires ou minoritaires avec des droits de gouvernance importants.
- Discret, Walter Butler a reçu une double distinction en 2015 pour avoir mené avec succès le retournement d'Anovo (Prix Ulysse de l'Are et Grands Prix Restructuring du Magazine des Affaires, catégorie Deal retournement de l'année).

du secteur d'activité, de l'arrivée de nouveaux concurrents, d'erreurs de management ou de stratégie ... En pratique, les difficultés trouvent rarement leur explication dans une seule cause, ce qui explique qu'à un moment donné, le chef d'entreprise ne peut plus faire face seul et doit se faire accompagner par des acteurs qui ont l'expérience de ces situations et sont capables de proposer des solutions. C'est pourquoi l'accompagnement humain est fondamental dans nos missions. Il arrive souvent que la phase d'identification et d'acceptation de la situation par les dirigeants représente une perte de temps. Perte de temps qui peut compliquer, voire aggraver la situation, et altérer la confiance qui lie les différents stakeholders. Au-delà de

l'acceptation, le manque de recul peut mettre la pérennité de l'entreprise en péril à travers des prises de décisions court-termistes. C'est pourquoi il est fondamental d'avoir une vision

Il y aura beaucoup de faillites digitales, certaines seront des opportunités

globale du plan de redressement de l'entreprise.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Vous avez un exemple en tête ?

Guillaume Cornu : Parfois la pression est telle que le chef d'entreprise va prendre des décisions qu'il pourra

regretter. Rembourser un créancier au détriment des autres partenaires lui sera reproché et peut avoir un effet de contagion sur l'ensemble des créanciers. Céder un actif à un prix «

bradé », donner une garantie sur un actif pour faire face à une tension de trésorerie... : nombreux sont les cas où le dirigeant peut être

tenté de prendre des mesures dans l'urgence, mesures susceptibles de pénaliser ultérieurement le plan de restructuration. Dans tous les dossiers, l'un des principaux facteurs clés de la réussite est de savoir « acheter du temps ». Pour reprendre une métaphore médicale, avant de soigner, il faut stabiliser les « fonctions vitales » de la société pour se donner le temps

de faire le bon diagnostic et ensuite mettre en œuvre les vraies solutions permettant de sauver l'entreprise. Sécuriser la trésorerie est le nerf de la guerre. Cela peut sembler paradoxal mais dans les situations de crise, il faut savoir avant toute chose générer du cash pour retrouver un peu de sérénité et préserver son indépendance pour rechercher les meilleures solutions. Notre rôle va consister à aider le chef d'entreprise à trouver des leviers de cash.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Walter Butler, vous voulez réagir sur la simplification, l'horizontalité, le timing aussi ?

Walter Butler, Butler Industries : Je suis tout à fait d'accord avec ce qui a été dit sur les clés du redressement. Sur la situation et la conjoncture, je suis plutôt en désaccord, parce que je pense que 2015 a été une année assez active, et 2016 le sera. À mon avis, la grande transformation qu'il y a depuis quelques années, comme ça a été dit, c'est l'arrivée de gros dossiers judiciaires. Si on regarde avec le temps, jusqu'à il y a quatre cinq ans, on a eu une période de quinze, vingt ans sans aucune faillite. Tout cela se réglait avant une cessation de paiement. Et depuis cinq ans, on voit année après année des dossiers de bonne taille qui passent par la case cessation de paiement. Sur l'année dernière, on a eu NextiraOne, FRAM, SNCM, Doux, Gérard Darel, Batta, Continental Nutrition, et des dossiers en conciliation comme Jardiland, Latécoère, et bien d'autres. Donc je pense que 2015 a été une année assez lourde, et 2016 le sera aussi. Je pense qu'il y a, je dirais, deux raisons. Il y a, comme toujours, les LBO en difficulté, c'est clair que ce sont des phases qui se rouvrent tous les trois ou quatre ans, et par ailleurs comme beaucoup je pense qu'il va y avoir une crise dans les dix-huit mois qui viennent. Sur les dossiers à « répétition » il y en a un qui a été évoqué tout à l'heure qui

était le gros dossier de l'année dernière, je ne vais pas le citer là, il va revenir inévitablement...

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : En retail ?

Walter Butler, Butler Industries : Par exemple, mais il y en a d'autres. Il y a tout ce qui est un peu traditionnel, c'est-à-dire lié à la distribution, l'automobile, l'agroalimentaire, où effectivement c'est le gros des dossiers notamment au CIRI. Il y a l'arrivée effectivement de tout ce qui est lié au pétrole, à la chute, qui emmène les entreprises liées au pétrole dans des situations difficiles. Et il y a aussi et surtout ce que moi je considère comme une extraordinaire opportunité d'investissement : "les faillites digitales". Et ça, ça commence juste. Ce sont toutes les entreprises où les gens ont cramé beaucoup d'argent, où le BP ne tient pas, et où l'investisseur dit : « j'arrête les frais ». On se retrouve avec des entreprises où il y a eu 10, 20, 30, 50 millions d'investis, elles ne valent pas toutes rien !

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Sur du digital ? À perte ? Sur de mauvais paris digitaux ?

Walter Butler, Butler Industries : Sur des start-up digitales devenues des PME et qui n'ont plus d'argent.

Guillaume Cornu, EY : Par « faillite digitale » vous entendez celle des entreprises traditionnelles qui prennent le virage digital ou celle des pure players ?

Walter Butler, Butler Industries : Non. Plutôt des purs acteurs du digital. Qobuz est un très bon exemple, Pixmania aussi, ce sont des boîtes où les gens ont fait des levées de fonds, à raison de x millions ou de x dizaines de millions, et à un moment il n'y a plus d'argent, et les investisseurs, les actionnaires ne sont plus convaincus du business model, et la boîte repasse par la case de départ. Il

y aura des opportunités, Qobuz était un exemple.

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Qu'est-ce que fait cette société ?

Walter Butler, Butler Industries : Qobuz, C'est le Deezer ou le Spotify haut de gamme pour les gens qui ne supportent pas d'écouter en MP3, et qui veulent des sons de très haute qualité. C'est du luxe, il y a des clients pour cela !

Saam Golshani, Orrick RM : C'est la qualité 32 bits, 64 bits, mais en streaming.

Walter Butler, Butler Industries : Sur le marché plus généralement, on a quand même effectué 6 investissements l'année dernière, c'est beaucoup. Il y a des bulles qui doivent se dégonfler ou exploser. 2016 démarre très activement. Ce qu'on ne sait pas, c'est quand la crise va arriver...

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : C'est optimiste !

Walter Butler, Butler Industries : Mais même si on reste sur la situation où on est aujourd'hui, où l'économie française a effectivement relativement bien résisté, il reste un flux, comme on le sait tous, de sociétés sous-performantes ou sur-endettées, voire les deux.

Guillaume Cornu, EY : Je ne suis pas en désaccord avec ce point, mais il s'agit de dossiers historiques, et qui plus est étaient sous perfusion... NextiraOne, cela ne date pas d'aujourd'hui.

Walter Butler, Butler Industries : Six ans de conciliation. Une dizaine d'années de problèmes.

Guillaume Cornu, EY : Voilà. Ce que j'entends par ralentissement, c'est que lorsque l'on écoute la plupart des banquiers d'affaires, des avocats,



Michel Ressayguier

- Ancien conseil financier en restructuration chez Arthur Andersen, Michel Ressayguier est Managing Partner et fondateur du cabinet de managers de crise, Prospères. Ce dernier compte aujourd'hui 20 professionnels dont quatre associés.
- Pour mémoire, Michel Ressayguier et son équipe sont intervenus en tant que mandataire social dans les sociétés suivantes : Anovo, Librairies Chapitre, Altia, ATM, Autodistribution Poids Lourds, Continentale Nutrition, PLV Bolloré Thin Papers, Petitjean, Midmark, Nutrisens.
- Depuis 2012, Prospères a été récompensé à quatre reprises aux Grands Prix Restructuring du Magazine des Affaires dans la catégorie Manager de crise et pour son intervention dans le Deal retournement de l'année (Anovo).

ou des administrateurs judiciaires, la plupart notent que par rapport à ce que nous avons pu connaître, nous ne sommes plus dans les pics de la crise. Il est vrai qu'à une période, nous croulions tous sous les nouveaux dossiers. Je pense donc qu'il y a à l'heure actuelle une part conséquente de dossiers de rechute, mais surtout un grand nombre de dossiers fragiles qui basculent, et en ce sens je rejoins l'analyse de Walter. Je le rejoins également pour me demander non pas si, mais quand la crise va arriver : les indicateurs macro aujourd'hui ne sont pas au beau fixe, et au-delà de ça, j'ai le sentiment qu'on prépare en ce moment même des dossiers pour 2017 et 2018 notamment dans le cadre de lbo avec des valorisations « ambitieuses » et des leviers trop forts.

Saam Golshani, Orrick RM : Je pense que c'est juste un problème de

stock. Ces neuf dernières années, il y

“ “ **Un des points communs entre Kiabi, Décathlon, Librairies Chapitres, Thomas Cook et Retif, c'est que l'autonomie des salariés a été démultipliée de manière incroyable** ” ”

a énormément de LBO, notamment les montages les plus agressifs, qui sont arrivés en restructuration d'une

manière ou d'une autre. Ensuite, entre 2008 et 2010, il y a eu une pause dans ces montages-là, et les banquiers ont quand même été beaucoup plus prudents dans la manière dont ils ont monté ces structures, et c'est en réalité à partir de 2010 que nous sommes revenus sur des leviers très agressifs. À partir de 2012, en plus, nous avons vu l'émergence de nouveaux prêteurs type Unitranché avec des montages très agressifs et des covenants qui peuvent se déclencher assez facilement à la suite d'une baisse d'activité. Nous avons donc d'une certaine façon recréé un stock de dossiers à venir...

Guillaume Cornu, EY : Sauf que je comprends que les deals sont actuellement montés sans covenants et qu'il faudra attendre la crise de liquidité,

notamment en cas d'augmentation des taux d'intérêt pour agir.

Saam Golshani, Orrick RM : Non, sur les Unitranche il y a des covenants...

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Bien sûr qu'il y a des covenants, le problème, c'est plutôt en fait de savoir ce qui permet de déclencher la mise en œuvre du nantissement des titres, du pacte commissaire, et donc la prise de contrôle de la société. Et c'est vrai que si l'on prend un dossier comme Courtepaille, c'est exactement la problématique : les covenants permettaient, sans rendre la dette exigible, d'exercer le nantissement des titres, ce qui est je crois possible depuis assez longtemps en droit luxembourgeois mais reste tout de même très étonnant pour un juriste français.

Saam Golshani, Orrick RM : C'est la magie, ça !

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Peut-être, en tout cas, cela permet aux créanciers d'exercer le nantissement et de prendre les commandes de la société en devenant actionnaire puis, le cas échéant, de renouveler la direction pour mettre en place une équipe plus conforme à leurs vœux.

Walter Butler, Butler Industries : C'est un peu le contre-exemple Courtepaille. Ça donne envie de prêter mais pas pour les bonnes raisons !

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Oui, ça peut effectivement donner envie de prêter, et c'est un précédent qui peut faire école. Il sera très intéressant de suivre les débats au fond sur ce dossier. Les tribunaux accepteront-ils que l'on puisse, sur le fondement de défauts techniques mais sans rendre la dette exigible, exercer ses sûretés et prendre le contrôle d'une société ?

Saam Golshani, Orrick RM : Nous sommes intervenus pour des emprunteurs de dette unitranche et il convient d'être extrêmement prudents lors de la négociation de la documentation, notamment sur les cas de déclenchement des sûretés.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Bien sûr, mais pour les prêteurs, en particulier les fonds, c'est quelque chose qui n'est pas passé inaperçu bien que l'affaire ait été relativement peu médiatisée ; ça a fait réfléchir les prêteurs. Même eux, je pense, ont été très surpris. Ils se sont dit : « c'est incroyable, si ce mécanisme fonctionne, ça donne un levier très fort sur l'entreprise ». Et ça a été validé en référé par un tribunal à Luxembourg qui a dit qu'il n'y avait pas de voie de fait puisque le créancier ne faisait qu'exercer des droits qui lui avaient été donnés aux termes du contrat.

Saam Golshani, Orrick RM : Non, cela a été validé en référé, puisqu'effectivement le tribunal a dit qu'il n'y avait pas matière à référer, ce qui peut se comprendre eu égard à la complexité de l'affaire.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Sur le fond, la question qui est ouverte est très intéressante : peut-on exercer ses sûretés sans avoir de dette exigible ? Ça paraît quand même très surprenant.

Saam Golshani, Orrick RM : C'est un moyen de faire effacer les fonds propres automatiquement, ça revient à ça. La dette n'est pas exigible, mais les fonds propres disparaissent, le prêteur créancier devient actionnaire tout en restant créancier sans autre opération que l'opération du Saint-Esprit !

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Je ne suis pas un professionnel de la restructuration, même si j'en ai mené une. Les différentes opérations de croissance externe menées dans le domaine du digital m'amènent toutefois

à quelques réflexions. Je suis frappé par le nombre d'entreprises digitales qui en réalité n'ont aucun véritable modèle économique. Certaines d'entre elles réalisent des levées de fonds dans des conditions qui me semblent parfois un peu abracadabrantes. Beaucoup de fonds se précipitent aujourd'hui pour financer des opérations dans lesquelles il y a, pour simplifier, une bande de jeunes très enthousiastes, parfois des vrais actifs en termes de technologie, un savoir-faire intéressant, mais dont le business model reste à écrire. Je demeure donc circonspect quant à leur avenir à l'échéance de 12, 18, 24, 36, 48 mois.

Walter Butler, Butler Industries : Ce sont les fameuses faillites digitales.

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Je suis membre de France FinTech, l'association qui regroupe toutes les FinTechs, les plateformes de paiement, les crowd-funders, les robo-advisors, etc.... Or aujourd'hui, on constate que 58 crowdfunders sont immatriculés à l'ORIAS (NDLR : le Registre unique des intermédiaires en Assurance, Banque et Finance). Économiquement, leur part de marché représente 0,03 % du financement bancaire des PME en France. Il y a donc de la place pour deux, trois, quatre acteurs, mais pas pour 58. On devine déjà ceux qui vont survivre.

Walter Butler, Butler Industries : L'histoire se répète. Je suis tout à fait d'accord avec vous. Ça me fait penser à l'histoire du casino en ligne il y a six ou sept ans, où tout le monde a dit « voilà ». À l'arrivée, il y a eu des dizaines, des centaines de millions qui ont été perdus pour à l'arrivée rien du tout, parce qu'il y aura peut-être un opérateur, et encore, qui va survivre. Quant aux prêts en ligne de toute nature, c'est le plus bel exemple. Il y en a déjà plusieurs dizaines en France, en Chine, il y en a un peu plus d'un millier, et elles font faillite les unes après les autres, inexorablement, la



Saam Golshani

- Associé d'Orrick Rambaud Martel et Co-Head de la pratique Restructuring Europe, Saam Golshani dirige également le groupe M&A and Private Equity.
- Il dirige une équipe d'une dizaine d'avocats dédiés et peut s'appuyer également sur les équipes financements et corporate du cabinet.
- Saam Golshani est récemment intervenu sur plusieurs restructurations majeures dont Mory Ducros, SNCM, Sequana, Latecoère, Saur.

dernière avec plus d'un million de clients.. Malheureusement, l'épargne est moins protégée là-bas qu'en Europe, avec des désastres que l'on sait, des faillites digitales arrivent, c'est une absolue certitude !

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : Pourtant il y a beaucoup de communications sur les start-ups aujourd'hui au plus haut niveau.

Vincent Fahmy, Verdoso : C'est normal, on l'a vécu en 2000, et il se passera exactement la même chose. Les grands succès sont les fruits de la crise en fait, il y aura une mortalité forte chez les start ups et les survivants créeront beaucoup de valeur, comme les sociétés qui ont réussi à traverser

2001. Là où on peut s'interroger, c'est

“ “ **Dans un prepack cession, notre position est qu'on ne peut pas laisser à des tiers la possibilité de rentrer dans le processus dès lors qu'on a eu l'autorisation du procureur de ne pas passer par l'étape de l'appel d'offres** ” ”

pourquoi les VC investissent autant à des valeurs stratosphériques. C'est certainement dû à l'afflux de liquidités

et au Quantitative Easing. De plus, beaucoup d'équipes d'investissements n'ont pas vécu la crise de 2000, donc il y a une amnésie totale par rapport à ce qu'il s'est passé à l'époque.

Saam Golshani, Orrick RM : Par rapport à 2000, il y a un peu plus d'acquéreurs étrangers, donc il y a un peu plus de liquidités que ce qu'on a pu avoir. Mais ça ne veut pas dire pour autant qu'il n'y aura pas, soit des sociétés qui vont tomber et qui pourront être rachetés par des concurrents, soit même disparaître, et pour le coup, je pense qu'on pourra racheter...

Vincent Fahmy, Verdoso : Exactement,



et ce sera une formidable opportunité pour les entreprises traditionnelles qui vont pouvoir acquérir ces nouvelles compétences dans le domaine digital. Aujourd'hui, il est difficile pour une PME traditionnelle d'attirer un Chief Digital Officer.

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Dans ces sociétés, le véritable actif provient souvent du savoir-faire ou d'éléments très précis, comme par exemple tel crowdfunder, tel robo-advisor ou telle plateforme de paiement. Les bons repreneurs sont donc ceux qui sauront les identifier. Parce que je crains en effet que beaucoup d'entre elles ne connaissent des difficultés.

Vincent Fahmy, Verdosso : Verdosso vient de reprendre Kompass qui appartenait au groupe Natixis. Nous avons une politique d'acquisitions d'entreprises digitales pour nous aider à réaliser cette transformation numérique. Le sujet est de les intégrer, mais le plus intelligemment possible, en les isolant, en laissant les entrepreneurs de leur côté, et en les encadrant le mieux possible. Il faut pouvoir leur apporter un savoir-faire managérial sans casser la dynamique entrepreneuriale.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : J'aimerais qu'on revienne

un moment sur le management. Michel Rességuier, vous avez l'habitude de dire qu'il faut s'appuyer sur les équipes en place pour conduire une restructuration. Est-ce une démarche différente de celle d'Hervé Hatt ?

Michel Rességuier, Prospères : Notre démarche n'est pas tellement différente de celle d'Hervé Hatt. Ainsi :

-la durée moyenne de nos missions, est d'un an. Évidemment, la performance de l'entreprise est un « on going process » mais au bout d'un an, le virage est pris ;

-parfois les directeurs refusent de s'adapter au nouveau modèle et demandent à partir d'eux-mêmes ;

-j'ai beaucoup aimé ce que vous avez dit sur la complexité, parce que je crois vraiment que les charges fixes n'existent pas. Un travail que nous faisons systématiquement, consiste à réallouer toutes les charges fixes de manière totalement variable. Il y a une complexité des uns qui n'est pas chez les autres, etc.

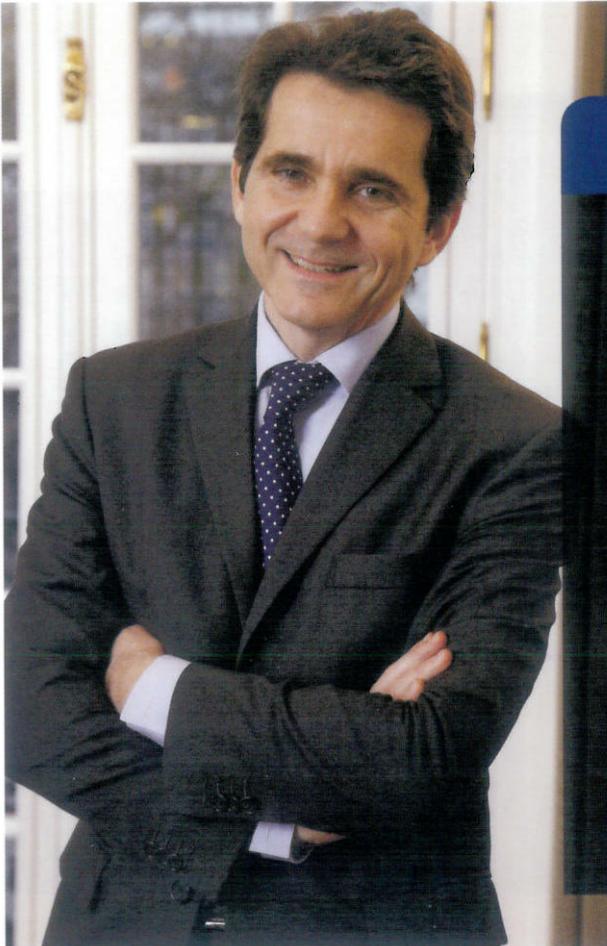
-enfin, comme pour Meilleurtaux.com, nous avons sauvé l'entreprise 1001 listes dont Walter Butler était le fondateur, après sa cession à TFI ; or un des pièges dans lequel ils étaient tombés étaient la croissance du chiffre d'affaires par le réseau d'agences, sans

prendre garde aux coûts soi-disant fixes que cela entraînait au siège.

Walter Butler, Butler Industries : Puisque Michel parle de 1001 listes, je prends le rebond. 1001 listes, pour moi, c'est l'ancêtre du monde digital ! C'est une entreprise qu'on a co-crée il y a près de 20 ans avec la fondatrice, et il n'y avait qu'une salariée au départ, 7 ans plus tard on l'a rapproché de TF1, 1001 listes, au départ c'était un concept tout bête qui était de dire : les gens pour leur liste de mariage, au lieu d'aller au Printemps ou aux Galeries Lafayette, ils vont ouvrir une liste un peu virtuelle, avec 100 ou 150 magasins partenaires, et ils vont pouvoir aller faire des cadeaux... C'est bête comme tout, il fallait y penser, elle y a pensé, et ça a très bien marché. Après, les 1001 trucs, ça a été copié partout, partout, partout. Ça montre la nécessité qu'il y a toujours d'innover, de trouver une nouvelle idée, de se remettre en cause. Et le premier magasin réel s'était ouvert encore à une autre époque. Après, quand on veut se développer... La leçon, c'est essayer de se remettre en cause de manière absolument permanente.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Et sur la durée d'une restructuration, Walter ?

Walter Butler, Butler Industries : Pour moi, je dirais, c'est cent jours, ça dépend s'il y a un PSE ou pas, mais c'est cent jours, et après c'est tout le temps... Je dis toujours, le retournement doit être permanent. On est dans un monde qui a considérablement changé ces cinq dernières années, dans lequel vraiment les business models de beaucoup, beaucoup de secteurs sont complètement remis à plat, et donc il faut se remettre en cause de manière permanente, et ne pas se dire : je suis arrivé à un résultat de x %, et ce sera comme ça dans les années qui viennent. On est dans des chocs très très brutaux dans beaucoup d'entreprises. Ce n'est



Pierre-Nicolas Ferrand

- Associé du cabinet Shearman & Sterling LLP dont il dirige la pratique Restructuring à Paris et membre du groupe Banque & Finance Europe.
- Il possède une grande expérience en procédures collectives aussi bien qu'en restructurations financières et en financement.
- Il est récemment intervenu sur plusieurs dossiers majeurs dont la renégociation de la dette de quelques grands corporates dans le cadre de procédures amiables dont Latécoère et le redressement judiciaire des groupes Doux, Fagor ou Calaire Chimie.

pas uniquement ne pas rater le virage vers le digital. On a bien dépassé ce stade-là.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Je vous propose de nous arrêter deux minutes sur NextiraOne, c'était le premier prepack cession d'envergure après la réforme. La reprise a eu lieu en un temps record, trois semaines à peine Walter. C'est bien cela ?

Walter Butler, Butler Industries : Oui, on a beaucoup parlé, notamment les avocats, de cette opération, le prepack cession, c'est-à-dire l'ordonnance de 2014 qui permet à un moment donné à un administrateur judiciaire de proposer au tribunal une offre de reprise concomitamment à la cessation de paiement sans appel d'offres sous

réserve d'avoir respecté un certain nombre de règles et d'avoir l'accord du

Celui de NextiraOne a été le seul, ça a été un vrai prepack cession.

“ “ La question soulevée par le dossier Courtepaille est très intéressante : peut-on exercer ses sûretés sans avoir de dette exigible ? ” ”

Procureur de la République.

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : C'est ça la différence.

Walter Butler, Butler Industries :

Laurent Jourdan, Racine : FRAM aussi.

Walter Butler, Butler Industries : Non, FRAM n'était pas un prepack

Laurent Jourdan, Racine : Si, si... Je suis désolé, ce n'est pas parce qu'il était plus compliqué à mener qu'il ne s'est pas inscrit dans les dispositions légales applicables au prepack : préparation en conciliation et arrêté du plan de cession en trois semaines. C'est bien ce que nous avons fait dans ce dossier.

Walter Butler, Butler Industries : Non, ça ne cadre pas avec les règles, on peut rentrer dans ce débat juridique.



Laurent Jourdan

- Laurent Jourdan est associé responsable du pôle restructuration chez Racine. Il enseigne à Science po Paris . Il intervient depuis une vingtaine d'années à tous les stades des difficultés des entreprises : prévention des difficultés, mandats, conciliation, restructuration de dette, plans, reprise etc
- L'équipe Restructuring de Racine est une des plus importantes sur le marché français avec 5 associés pour 10 collaborateurs.
- Pour mémoire, Laurent Jourdan et ses équipes sont intervenus sur une cinquantaine de dossiers depuis deux ans parmi les plus importants de la place dont Fram, Fagor Brandt, Gad, Clestra, Guy Degrenne, Ascometal, LFoundry, Gascogne, Tilly Sabco.

Xavier Leloup, Le Magazine des Affaires : C'est intéressant.

on a le temps, parce que vous avez un vrai carnet de commandes. Quand

vont tous aller dire : « ça y est, il est mort », sur tel appel d'offres, vous ne pouvez pas travailler avec eux sur deux ans, parce qu'ils sont en faillite, etc., ça justifie de prendre une décision très rapide ; parce que quand vous rentrez en cessation de paiement avec une période d'observation, je vais dire classique, c'est-à-dire assez longue, ça va permettre... Il y a à peu près la moitié des gens qui regardent le dossier, qui sont des gens de secteur, c'est juste pour faire de l'intelligence économique, et pas autre chose. Donc ça se justifie dans un cadre comme cela. Troisièmement, dans le cas où l'entreprise n'a pas de cash pour vivre sur une période d'observation éventuellement, et surtout dans laquelle l'offre doit être incontestable, et pour que l'offre soit incontestable, pour moi et à la date d'aujourd'hui, et si on veut respecter les délais, notamment par rapport au droit social, c'est la reprise de l'ensemble du

Walter Butler, Butler Industries : On va y rentrer alors. Mais je dirais d'abord que le prepack cession peut-être un outil fantastique, à utiliser avec énormément de précautions. Et donc, ça demande un peu un alignement des étoiles : dans le désordre, que le repreneur soit incontestable, et suffisamment solide. Deuxièmement, que ce soit dans un secteur qui le justifie. C'est vrai que le secteur des services, notamment des services d'entreprises où il y a beaucoup de concurrents, ce sont des secteurs où ça peut se justifier. Alors je prends, vous êtes dans un secteur qui est par exemple la sous-traitance aéronautique avec un carnet de commandes pendant cinq ans basé sur tel et tel avion, et vous avez un donneur d'ordre qui retarde d'un an vos programmes, du coup ça vous met en cessation de paiement,

“ **Le changement de stratégie de Brandt vers plus d'international a nécessité de lourds investissements mais l'entreprise est désormais retournée** ”

vous êtes dans certain type de services où vous avez dix concurrents qui

personnel. Parce que faire un prepack plan cession, l'ordonnance 2014, dans les délais, avec un PSE, ce n'est juste pas jouable.

Olivier Bénureau, Le Magazine des Affaires : Ça limite de fait l'éligibilité à ce type d'opérations.

Walter Butler, Butler Industries : Quand j'ai parlé d'alignement d'étoiles, c'est ce que j'évoquais. Il faut la consultation des créanciers, il ne faut pas oublier de le dire, du management, du procureur.

Laurent Jourdan, Racine : Le texte prévoit l'avis des créanciers et non leur accord pour entrer pendant la conciliation en prepack cession. L'enjeu premier est de convaincre en amont le Tribunal que le conciliateur a fait un tour du marché suffisant pendant la conciliation pour qu'il ne lance pas un appel d'offre en ouvrant la procédure de redressement judiciaire. Le rôle du procureur est également ici déterminant. Dans le cadre du prepack, le tribunal ouvre la procédure, constate le sérieux de l'offre qui est sur la table notamment au regard des critères fixés par la loi et convoque directement une audience en vue de l'arrêté du plan. Le plan peut donc être arrêté en trois semaines.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : C'est sans appel d'offres dans le cadre RJ, mais il y a eu un appel d'offres qui a été fait dans le cadre de la conciliation quand même. Il faut qu'un tour du marché ait été fait en amont. On doit pouvoir justifier au tribunal que le travail de recherche, de sélection de l'acquéreur a été fait.

Walter Butler, Butler Industries : Je vais prendre l'exemple de FRAM. On peut, et on a demandé accès au dossier. Et on a eu accès au dossier tout de suite. Donc moi, si j'étais le repreneur désigné je ne serais pas très content !

RETOUR SUR UN PREPACK CESSION EXEMPLAIRE : FRAM

Par un Jugement rendu le 25 novembre 2015, le Tribunal de Commerce de Toulouse a arrêté le plan de cession des sociétés Voyages Fram, Fram Agences, Fram Nature et Plein Vent au profit de LBO France.

Ce plan de cession a été arrêté dans le cadre d'un pré-pack amorcé dès la procédure de conciliation ouverte au bénéfice des sociétés précitées à l'occasion de laquelle Maître Caviglioli ès-qualités de conciliateur a vu sa mission étendue « à l'effet de poursuivre les négociations en cours et de rechercher tout acquéreur susceptible de présenter une offre pour les actifs des sociétés » du groupe FRAM. C'est dans ce contexte que LBO France a directement déposé entre les mains du conciliateur une offre indivisible tendant à la reprise de l'entreprise exploitée par les sociétés françaises du groupe FRAM devant faire l'objet de procédures distinctes de redressement judiciaire.

Conformément aux dispositions applicables en matière de pré-pack, le Tribunal a pu - dès les jugements d'ouverture - fixer la date à laquelle il serait statué sur l'offre de reprise d'ores et déjà déposée, sans passer par l'étape traditionnelle d'appel d'offres. Pour autant, la procédure de pré-pack ne confère en aucun cas une exclusivité aux candidats à la reprise. Elle permet cependant d'en accélérer le processus lorsque la trésorerie du débiteur est obérée au point de ne pas lui permettre de financer une période d'appel d'offres.

Le tribunal a ainsi fixé l'audience d'arrêté du plan à 19 jours afin de respecter le délai incompressible de 15 jours de convocation des cocontractants dont le contrat est susceptible d'être judiciairement transféré. Dans cette intervalle, trois offres concurrentes ont été déposées auprès de Maître Caviglioli, devenu administrateur judiciaire, confirmant en tant que de besoin qu'une publicité suffisante de la préparation du projet de cession avait été assurée dès la phase de conciliation.

Le délai imposé par les textes entre le jugement d'ouverture et la date d'audience a par ailleurs permis la mise en concurrence des différents candidats, le tribunal ayant retenu in fine l'offre la plus solide.



Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Oui, mais le prepack cession ça n'est pas fait pour évacuer la concurrence, c'est fait pour rechercher et trouver un repreneur dans un cadre in bonis, plus discret, par exemple que celui d'un appel d'offres en période d'observation, et ensuite, le cas échéant – mais pas forcément, de passer en RJ pour mettre en oeuvre. C'est fait pour s'assurer qu'il y a eu un tour du marché honnête, transparent qui a été fait en amont et pour s'assurer aussi que les intérêts de l'ensemble des parties ont été pris en compte.

Saam Golshani, Orrick RM : Il se trouve que j'ai fait deux prepack dans la région lyonnaise, qui étaient quasiment concomitants à NextiraOne, c'était même un peu avant, mais ils étaient beaucoup plus petits et on a passé beaucoup de temps à essayer de comprendre comment ça fonctionnait. Cela concernait un groupe d'ingénierie dans la région lyonnaise pour lequel nous avons cédé un certain nombre de filiales en prepack cession, parce qu'on ne voulait pas toucher le cœur de l'activité d'ingénierie. En effet, il se trouve que cette société s'était organisée par sites, et par sociétés par sites, donc nous cédions des sites déficitaires à des spécialistes locaux qui les reprenaient. On a ainsi passé

beaucoup de temps avec des tribunaux qui n'étaient pas très habitués à ce nouvel instrument. Je ne suis toujours pas sûr qu'il y ait une doctrine globale sur les prepacks. Ce qui est certain, en tout cas c'est notre vision du texte, et qui rejoint je crois ce que vous disiez, c'est que premièrement tout le travail doit se faire en conciliation, parce que par définition c'est à ce moment-là qu'on décide s'il y a un repreneur potentiel. Donc dans la conciliation, le conciliateur est libre d'aller appeler une personne, dix personnes, quinze personnes, c'est son choix. C'est sa responsabilité et c'est son choix. Une fois que c'est fait, on s'adresse au tribunal. Il faut l'autorisation du parquet pour ne pas passer par l'étape de l'appel d'offres, et donc pouvoir rentrer en redressement judiciaire avec uniquement une seule offre. Notre position est que nous ne pouvons pas, dans ces cas-là, laisser à des tiers la possibilité de rentrer dans le processus dès lors qu'on a eu l'autorisation du procureur. En effet, la finalité même du prepack cession, c'est de permettre à quelqu'un de travailler de manière exclusive, et de ne rentrer en redressement judiciaire que dans l'objectif de voir son offre aboutir.

Laurent Jourdan, Racine : Vous avez totalement raison sur la philosophie,

mais le texte dit le contraire.

Laurent Jourdan, Racine : Si, le texte dit que les offres concurrentes peuvent être déposées jusqu'à huit jours avant l'audience. Je vois mal d'ailleurs comment on pourrait en l'état, sauf modification législative, empêcher un concurrent de déposer une offre.

Nicolas Deshayes, AJ Associés : Plusieurs choses. La première, c'est que, comme tout ce qui s'appelle « prepack », n'est que la consécration dans la loi d'une pratique déjà existante. Cela permet quelque part de démocratiser des pratiques réservées à des cas particuliers. La seconde, c'est qu'il ne faut pas se leurrer : ce n'est pas parce que c'est désormais inscrit dans le Code de commerce que cela ne restera pas réservé à une minorité de dossiers. Mais c'est quelque part rassurant de savoir que cet outil existe. Dit autrement, on ne va pas se lancer tous les jours dans un processus de prepack avec l'entreprise Madame « Michu » ou la boulangerie du coin de la rue mais, cela est rassurant pour des dirigeants de savoir qu'on peut sécuriser la cession de leur entreprise en amont, passer en redressement judiciaire et que quinze jours après on en sorte, sans avoir marqué au fer rouge le fond de commerce.. Là où il y a un problème, parce qu'on a un petit peu travaillé sur le texte, c'est que le législateur s'est borné à ajouter de nouvelles dispositions sans forcément gommer les dispositions précédentes qui viennent aujourd'hui, pour certaines, en contradiction avec cette mesure. En matière de procédure collective, il demeure une obligation de faire une mise en concurrence à travers une publicité, sauf quelques cas particuliers. En outre il ne faut pas oublier que depuis l'origine, le texte n'a jamais été modifié sur ce point, la règle selon laquelle « toute entreprise en redressement judiciaire est une entreprise à vendre » persiste et ce,

dès le jugement d'ouverture (qui est public). Donc tout ça doit s'articuler et c'est vrai que tout ça s'articule mal si tout le monde ne rame pas dans le même sens. En conclusion, il faut retenir que le prepack cession (le vrai !), c'est un alignement parfait des étoiles. C'est préparer en amont, travailler, et surtout prendre le temps de la pédagogie auprès de tous les acteurs : comité d'entreprise, procureur, greffe, président, ... et sans oublier que le temps nous est compté. Enfin, ne pas occulter les règles du droit du travail et les délais incompressibles de consultations des représentants du personnel dans ce schéma. 3 semaines me semblent être un délai cohérent

Laurent Jourdan, Racine : Non, ce n'est pas pour faire le PSE, puisqu'on n'est pas obligé de faire le PSE avant l'arrêt du plan. En revanche, respecter l'ensemble des délais de convocation, de consultation des IRP pour l'arrêt du plan, c'est totalement possible. Après, charge à l'administrateur de faire le PSE derrière. Dès lors le total respect des délais inhérents au droit social est compatible avec un prepack même dans l'hypothèse où ce n'est pas l'ensemble des salariés qui serait repris dans le cadre du plan de cession.

Nicolas Deshayes, AJ Associés : J'ai fait un prepack avant la loi où on a sécurisé en conciliation le repreneur, et on a ouvert un redressement, on a fait une publicité de dépôt des offres, puisqu'à l'époque ça restait totalement obligatoire, et on a fixé la date limite de dépôt des offres en quinze jours en se disant : personne ne viendra. Personne ne venait, et ça confirmait qu'on avait fait le bon choix. Mais mettre en œuvre un plan social sur des effectifs non repris par le candidat effectivement, ce n'est pas forcément compatible avec un traitement ultra-rapide, surtout quand on est dans le domaine, comme c'était pour nous le cas, de l'industrie automobile. Les salariés, quand vous leur dites : « ce sera le seul repreneur et vous n'avez pas le choix », à faire passer,

c'est particulièrement compliqué.

Laurent Jourdan, Racine : On peut y arriver même si c'est difficile et c'est pour ça que je vous rejoins sur le travail énorme de pédagogie qu'il y a à faire et l'étroite collaboration constante nécessaire entre, les conseils et l'ensemble des acteurs de la procédure, avec le procureur, avec le tribunal, et effectivement tout ça doit se préparer en amont. D'où l'intérêt de ne pas passer trop tardivement dans la conciliation à une orientation prepack et donc de solliciter suffisamment tôt le changement de la mission du conciliateur. Je suis assez d'accord avec tout ce que vous avez dit, et il y a des gros hiatus encore dans la législation, parce qu'effectivement on a ajouté des dispositions applicables au prepack mais on n'a pas enlevé ce qui pouvait ne pas être cohérent avec le reste. Plusieurs exemples de cette éventuelle dichotomie : même si certains tribunaux le font il est dommage que le repreneur qui présente l'offre qui est retenue pour engager un prepack ne soit pas entendu en chambre du conseil dès l'ouverture, non pas qu'il assiste à toute la chambre du conseil, mais qu'il soit au moins à disposition, et qu'on puisse l'entendre, notamment sur les délais de procédure. Autres exemples les dispositions non adaptées comme celles relatives aux délais de convocation des cocontractants.

Walter Butler, Butler Industries : C'est le cas.

Laurent Jourdan, Racine : Sur ce sujet des cocontractants plusieurs aménagements sont possibles en l'état des textes. Par exemple rien n'empêche de prévoir un premier jugement sur l'arrêt du plan et un autre jugement sur la cession forcée des contrats ... Pour Fram ça n'a pas été le choix du tribunal, donc on a respecté le délai de convocation des co-contractants de quinze jours, et il y a eu effectivement convocation des co-contractants, ils



étaient à l'audience.

Walter Butler, Butler Industries : Sinon ça ne marche pas. Ça ne marche pas autrement.

Laurent Jourdan, Racine : On ne peut dire que le prepack serait réservé aux dossiers dans lesquels le repreneur ferait son affaire de la reprise des contrats ou encore reprendrait la totalité des salariés, ceci serait restreindre le champ d'application sans justification. Certes si tel n'est pas le cas c'est plus difficile mais ce n'est pas pour autant inatteignable. Fram en est le bon exemple et ce d'autant plus si on ajoute le dépôt d'offres véritablement concurrentes comme cela a été le cas ou encore la nécessité de respecter le droit de la concurrence et l'intervention de l'Autorité de la concurrence. Dans Fram on a dû faire face à toutes ses difficultés mais le délai de trois semaines pour arrêter le plan a été tenu.

Nicolas Deshayes, AJ Associés : Parce qu'on est sur des enjeux où tout le monde se mobilise, sans grande difficulté.

Laurent Jourdan, Racine : Exactement.

Nicolas Deshayes, AJ Associés : Quand il n'y a pas d'enjeu, malheureusement, vous vous rendez compte que... C'est un outil qui est extraordinairement efficace.

Laurent Jourdan, Racine : Encore une fois, je pense de toute façon, que comme vous l'avez très bien dit, ça ne peut être réservé qu'à des cas extrêmement spécifiques, il n'est pas question de soutenir que le prepack serait devenu la règle du redressement judiciaire, bien évidemment. Il n'est pas question non plus de réserver le prepack cession aux hypothèses où tout serait facile : pas de licenciement, pas de concurrents etc. Ce qui compte in fine c'est de préserver le maximum d'emploi dans le délai le plus court et donc le plus compatible avec la préservation du fonds de commerce pour retenir le candidat le plus solide et qui est susceptible d'assurer la pérennité à l'entreprise. Le prepack cession n'est que l'un des outils mis à disposition pour traiter les difficultés des entreprises et c'est un outil qui peut s'avérer très utile et surtout très efficace même s'il est à manier avec précaution.

Walter Butler, Butler Industries : Et tel que vous le dites, c'est tout sauf un prepack, puisqu'il y a une ouverture à la concurrence, il y a le délai pour les co-contractants, par le PSE et surtout il y a un accès à l'offre auprès du greffe, que je trouve vraiment scandaleux sur le plan moral.

Laurent Jourdan, Racine : Les textes ne permettent pas d'échapper à cette obligation. Le texte indique même le contraire en prévoyant la possibilité de dépôt d'offres concurrentes huit jours avant l'audience fixée pour l'arrêté du plan.

Walter Butler, Butler Industries : Pour moi, ça se discute. Et le délai de convocation des contractants, il faut aussi y renoncer.

Laurent Jourdan, Racine : Mais là, par exemple, vous aviez un grand nombre d'agences à reprendre, avec des baux. Il y a plusieurs façons de s'arranger avec le délai des co-contractants. Donc soit on fait son affaire, soit on pourrait aussi imaginer de faire deux audiences, une première audience sur le plan de cession, et une audience ultérieure ensuite sur la cession des contrats, ça aurait pu être envisageable.

Saam Golshani, Orrick RM : Je crois que la difficulté, dans ce genre de dossier, est que tout ce travail doit se faire en conciliation, y compris d'ailleurs la discussion avec les bailleurs, parce que l'objectif même du prepack, c'est que toute la tuyauterie soit réglée en amont.

Laurent Jourdan, Racine : On touche là une des difficultés du prépack. A la fois il faut tout préparer le plus en amont possible dans le cadre de la conciliation et à la fois il faut respecter la confidentialité liée à la conciliation. Outre l'aspect légal le respect de la confidentialité est une des conditions du succès de l'opération. Je reprends l'exemple des agences, il est difficilement concevable dans le cadre de la conciliation, à supposer qu'on en ait d'ailleurs matériellement le temps, de prendre contact avec tous les bailleurs des 150 agences à travers la France, tout en préservant un minimum de confidentialité.

Nicolas Deshayes, AJ Associés : Je ne dis pas 150, mais on peut aussi aller sécuriser les plus importants et dire « je fais mon affaire ». Mais en tout cas ce qui est sûr, c'est que dans le prepack, la tuyauterie est censée se faire en conciliation. De mon point de vue en droit, une fois qu'on a l'autorisation du parquet, le tribunal n'est pas tenu d'examiner des offres qui sont des offres de concurrents et qui apparaîtraient de nulle part. Je crois que le texte est...

Laurent Jourdan, Racine : Encore une fois le texte prévoit la possibilité

de dépôt d'offres concurrentes. Elles ne sont donc pas irrecevables et le tribunal ne peut les écarter d'un revers de la main. Ceci est d'autant plus le cas si une des offres concurrentes est mieux disante en matière sociale. On voit mal le tribunal résister à la pression des salariés en vue de l'examen de cette offre. Le repreneur initial dans le cadre du prepack a alors la possibilité d'améliorer son offre.

Hervé Hatt, Meilleurtaux.com : Avez-vous des exemples concrets et récents d'entreprises qui ont longtemps été au tribunal et qui sont passées par ce mécanisme dans lequel il reste encore quelques actifs ?

Laurent Jourdan, Racine : Brandt peut être un bon exemple de ce retournement. Brandt a fait l'objet d'une période d'observation assez longue et la valeur du fonds de commerce s'en est trouvée fortement dégradée. L'ensemble des marques du périmètre repris, à savoir Brandt mais aussi Vedette, Sauter, De Dietrich, a été affecté. Le repreneur, le groupe Cevital que j'ai accompagné dans sa reprise a fait le choix, pour revenir au débat que nous avions précédemment, de conserver le management qui était en place. Il a modifié la stratégie de Brandt pour l'orienter vers l'international et en faire un acteur régional incontournable en Europe Afrique et Moyen Orient. Ce changement de stratégie a nécessité de lourds investissements mais l'entreprise est retournée.

Walter Butler, Butler Industries : La question c'est : est-ce que les entreprises qui sont en règlement judiciaire peuvent être redressées ? Oui. Et à mon avis, paradoxalement, peut-être plus qu'une entreprise en conciliation. Si on fait le tableau des avantages et inconvénients, il y a plus d'avantages car on ne passe pas notre vie à discuter avec les créanciers et c'est un énorme avantage pour aller plus vite. Dans l'autre sens, une cessation de paiement

crée une destruction énorme dans la boîte. Et quand il y a une période d'observation qui va durer trois mois ou quatre mois, c'est dramatique pour l'entreprise, parce que ça atteint le fonds de commerce. Donc le vrai sujet quand on est repreneur, c'est de dire : la boîte faisait 100 de chiffre d'affaires, quand je la reprends en cessation de paiement, est-ce qu'elle va faire 50 ou 30 ou 70 ? Et c'est ça qui est vraiment le plus compliqué, parce que si ça fait 30 ou 70, les montants à mettre ne sont pas du tout les mêmes. Ensuite, quand on dit « ça ne demande pas d'argent », c'est totalement faux, les banques ne vont pas prêter un centime sur le BFR, parce que le BFR c'est des fonds propres purs et durs, pendant au moins les trois ou quatre premières années. Et comme on dit, il y a une incertitude : Savoir si le CA sera de 30 ou de 70 de chiffre d'affaires, les montants à mettre en jeu ne sont pas du tout, du tout les mêmes. Donc il faut beaucoup d'argent pour le faire, et dans beaucoup de cas même l'investir. Alors les gens disent : « le prix est très bas », oui, le prix est bas, mais on a investi quand même 30 millions en moyenne parce qu'il n'y avait pas une banque qui a voulu prêter, parce qu'il y a eu le BFR. Et l'autre élément qui est important, que je mentionne toujours, que je ne vais pas oublier aujourd'hui, c'est que quand vous êtes un investisseur qui a des moyens financiers, on se fait, ce que j'appelle toujours, « rattraper par la patrouille ». C'est-à-dire que les fournisseurs qui ont perdu de l'argent font payer au repreneur leur perte. Et le vrai sujet, je pense, sur la reprise, le sujet principal, c'est le financement du BFR de la reprise, mais aussi de l'année 1 ou 2. Je pense que plutôt que de mettre de l'argent dans des fonds de retournement, il vaut mieux trouver un mécanisme dans lequel l'État va aider des entreprises, va aider le financement du BFR à la reprise et en année 2, ça, ce serait de l'argent intelligemment utilisé.



Vincent Fahmy, Verdosso : Cela pourrait être aussi dans l'apport de cautions au moment du Redressement Judiciaire afin de permettre au repreneur de prendre plus de risque.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Il y a encore des cautions, parfois émanant de collectivités locales, mais elles ne portent en général pas sur la totalité des sommes prêtées par d'autres, et donc ne résolvent pas forcément le problème.

Vincent Fahmy, Verdosso : En pratique, il est demandé à l'investisseur de se porter caution. Lorsque nous avons repris Sarmates dans le BTP, plusieurs banques ont refusé de poursuivre leurs engagements sur les cautions de bonne fin de clients de grande qualité. Nous avons dû nous substituer. En rajoutant cet élément au financement du BFR le risque pris est plus important et cela crée une contrainte supplémentaire qui pourrait être évitée par un mécanisme adéquat.

Laurent Jourdan : Je partage cet avis pour bien connaître le dossier Sarmate puisque j'étais le conseil de Sarmate. D'un point de vue plus général, s'agissant du financement de la reprise l'État et les collectivités locales peuvent également intervenir et accompagner la reprise. On l'a vu sur de nombreux

dossiers ces deux dernières années. On ne va pas ouvrir le débat maintenant parce qu'il est trop vaste, mais il faut ici être très attentif aux problématiques liées aux aides d'État et à la jurisprudence de la Commission européenne en la matière. La position de cette dernière pose aujourd'hui des difficultés importantes.

Pierre-Nicolas Ferrand, Shearman & Sterling : Et c'est de pire en pire depuis l'élargissement à l'été 2014 de ce qui est considéré comme entrant dans le champ des aides d'État et la surveillance accrue des autorités européennes. Donc c'est vrai que l'État ou les régions, en particulier pourraient se révéler très utiles dans le financement du BFR ou par d'autres moyens, mais qu'il leur est techniquement difficile d'intervenir. Parfois, cela passe effectivement par des contre-garanties d'emprunts souscrits auprès de tiers.

Laurent Jourdan : Cela pose un vrai sujet notamment en ce qui concerne les filières agroalimentaire, bovine, porcine, mais aussi malheureusement les légumiers où aujourd'hui, l'intervention de l'État est consubstantielle et incontournable. Les remises en cause de ces interventions par la Commission européenne, souvent sous la pression d'autres États membres, pose de vraies difficultés. ■

Retour sur la Table Ronde : L'analyse de Matthieu Grollemund

Associé du cabinet Dechert



“ En cas de forte volatilité du cours, il existe aujourd’hui de bons outils pour lever de l’argent dans le cadre de la restructuration d’une entreprise cotée ”

86

MdA : Quelle est votre vision du marché de la restructuration ?

Matthieu Grollemund, Dechert : 2015 a marqué la conclusion de quelques grands dossiers comme Avantage et SNCM, sur lesquels nous sommes intervenus, bien que l’année ait somme toute été assez calme sur le front des restructurations d’entreprise en France.

Mais de l’autre côté de l’Atlantique, les choses évoluent. Nos équipes américaines, qui tournaient jusqu’ici au ralenti, recommencent à s’étouffer en vue d’une reprise attendue du marché du restructuring. Le problème ne vient pas cette fois-ci des banques mais plutôt des opérateurs ou des fonds de dette, qui manquent de liquidités. Certains d’entre eux, comme Third Avenue, ont d’ailleurs fait faillite. Nous intervenons aussi sur plusieurs dossiers d’Oil & Gas. Nul doute que si les prix du pétrole se maintiennent à ce niveau très bas, d’autres suivront.

MdA : Ce phénomène révèle-t-il un problème macro-économique plus profond ?

M. G : Difficile à dire. Il y a de vraies interrogations sur la dette corporate aux Etats-Unis, que la France et l’Europe pourraient connaître avec quelques mois de décalage. Du fait des taux très accommodants pratiqués ces dernières années, les dettes et les valorisations d’entreprise ont considérablement augmenté, parfois de manière un peu artificielle. Or, malheureusement, la croissance économique ne suit pas. Dans un tel contexte, toute variation du cours de bourse impacte les ratios Loans to Value et les taux applicables. L’autre motif d’inquiétude provient du shadow banking, qui suscite inquiétude et suspicion des opérateurs.

En Europe, la perspective est un peu différente même si certains corporate sont très levragés, comme Casino ou Altice par exemple. Nous pourrions donc assister à des surprises importantes sur le large cap, coté ou non. On observe d’ailleurs des effondrements de valeur assez impressionnants depuis quelques mois, en particulier dans le secteur de l’énergie et de la Tech. Même la signature de l’Etat français ne suffit plus à protéger le cours de bourses d’entreprises comme EDF, Vallourec

ou Eramet.

MdA : Dechert a accompagné les levées de fonds de plusieurs sociétés digitales de premier plan, comme Blablacar ou Doctolib. A l’instar de Walter Butler ou Hervé Hatt, pensez-vous que nous nous apprêtons à vivre une vague de “faillite digitales” ?

M. G : Je ne pense pas qu’on puisse réellement parler de “vague”. En général, pour les start-up, les fondateurs d’entreprises digitales se rémunèrent modestement et lèvent des sommes importantes en capital mais peu de dette. Ces sociétés sont donc plus résilientes que l’on ne croit de part cette absence de dette et peuvent rapidement adapter leur consommation de cash. Des problèmes peuvent en revanche se poser aux actionnaires financiers qui auraient investi trop cher et subiraient des rounds down. Mais cela n’implique pas nécessairement une restructuration en tant que telle.

En revanche, le secteur technologique pris dans son ensemble offre des perspectives un peu différentes et

connaîtra très certainement plus de restructurations, notamment aux Etats Unis où les valorisations se sont envolées. On constate par exemple que l'activité des certaines sociétés High Tech peut être remis en cause en quelques années du fait de l'obsolescence de leurs technologies ou de l'apparition de nouveaux business models. Des fonds de Tech Distressed se sont ainsi développés aux Etats-Unis, comme par exemple Saint Capital. L'enjeu est pour eux de savoir identifier, au sein d'une société technologique en difficulté, les compétences, brevets et/ou technologies sans être dissuadé par la complexité des procédures de restructuration. En France, les acteurs de la Tech veulent rarement investir dans des dossiers distressed et les acteurs du restructuring n'ont que peu d'appétit pour les sociétés technologiques.

MdA : Quid des Sciences de la vie, un autre secteur que vous connaissez bien ?

M. G : Ce secteur est également très intéressant. Certaines Bio Tech se trouvent parfois à la frontière d'une restructuration avant de se trouver dans une situation de retournement. La société Trophos, dont la valorisation est passée en quelques années de quelques dizaines de millions à 470 M€ au moment de son rachat par Roche, constitue à cet égard un très bon exemple. Du succès de certains essais cliniques peut dépendre le sort d'un laboratoire.

MdA : Walter Butler et Laurent Jourdan, du cabinet Racine, ne semblaient pas totalement d'accord sur le contenu de la notion de "Pre-Pack". Qu'en pensez-vous ?

M. G : Une nécessaire clarification doit à mon avis avoir lieu dans la

règlementation française car le régime général de la sauvegarde comprend de

“ La procédure américaine du “3-6-3”, qui permet à un tribunal d'isoler les actifs rentables pour les vendre séparément au travers d'une procédure d'enchères accélérée, constitue un exemple à suivre ” ”

trop nombreuses branches, ce qui est source de confusion.

Dans le contexte actuel, ce qui compte n'est pas d'inventer de nouvelles procédures mais plutôt de transposer chez nous ce qui fonctionne ailleurs. La procédure américaine du “3-6-3”, qui permet à un tribunal d'isoler les actifs rentables pour les vendre séparément au travers d'une procédure d'enchères accélérée (moins de 90 jours), constitue à ce titre un exemple à suivre. C'est une procédure économique très saine qui permet de distinguer le bon grain de l'ivraie tout en apportant la sécurité d'une cession organisée par le tribunal. Le repreneur se trouve ainsi prémuni contre les poursuites éventuelles de tiers.

En France, on se focalise beaucoup trop sur notion de “préservation de l'emploi” alors qu'il vaudrait mieux privilégier l'activité de l'entreprise, dont le maintien rejaillira nécessairement sur les salariés. L'un ne va pas sans l'autre.

MdA : La procédure de sauvegarde semble pourtant bien acceptée par les professionnels de la Restructuration...

M. G : Certes, mais l'utilisation de la sauvegarde reste finalement assez rare. Trop de procédures se finissent par

une liquidation. L'impératif premier de toutes ces procédures est la vitesse. Or de ce point de vue-là, la procédure américaine à une approche plus pragmatique : il s'agit d'abord pour le tribunal de désintéresser les créanciers, d'assurer la préservation des activités viables et de laisser le manager participer au choix du repreneur. L'emploi est in fine bien mieux préservé.

MdA : Dechert intervient régulièrement dans la restructuration d'entreprises cotées. Quel est l'impact d'une restructuration sur ce type d'entreprise ?

M. G : La doctrine actuelle de l'AMF sur les profit warning impose de travailler étroitement avec ses services et le plus tôt possible.

La confidentialité est clé pour mener ces procédures qui doivent être très préparées. L'annonce de restructuration ou procédure est parfois mal comprise par les marchés et les clients/fournisseurs de la société et impose de bien anticiper la communication de la restructuration. En cas de forte volatilité du cours, il existe aujourd'hui de bons outils pour lever de l'argent dans le cadre de la restructuration d'une entreprise cotée. L'utilisation des émissions obligataires, convertibles ou remboursables, permet notamment aux actionnaires de décaler dans le temps sur le débat sur la valeur de leurs actions. Sur Atari ou Avanquest, ce type d'instrument a été très utile. Par ailleurs, les règles d'émission réservées sont plus souples. ■