

# Table Ronde Restructuring

## Actionnaires, créanciers et salariés contraints de s'adapter à une crise persistante



Vincent Fahmy  
Verdoso

Philippe Héry  
EY

Marc Sénéchal  
BTSG

Michel Rességuier  
Prospères

Christophe Ambrosi  
Perceva

Arnaud Joubert  
Rothschild & Cie

Nicolas Theys  
King & Wood

Hervé Diogo Amengual  
Latham & Watkins

Franck Michel  
AJAssociés

Bruno Courtine  
Vaughan Avocats

Photographie : Philippe Castano

Hôtel de Montmorency, jeudi 9 janvier 2014. Dans les locaux du cabinet Latham & Watkins, le Magazine des Affaires a donné rendez-vous à 10 experts français de la restructuration pour faire un état des lieux du marché français.

Accélération des conversions de créances dans les sociétés sous LBO, progrès attendus de la loi de sécurisation de l'emploi : l'état du marché français de la restructuration n'est sans doute pas aussi noir que le nombre de défaillances pourrait laisser penser.

**Olivier Bénureau :** Beaucoup de professionnels étaient très pessimistes en début d'année 2013. Diriez-vous que le pire est arrivé ?

**Marc Sénéchal :** Je pense plutôt que le pire est devant nous. On le voit non pas au nombre de faillites qui augmente car, statistiquement, la France crée, proportionnellement à sa population, un nombre très élevé d'entreprises (environ 600 000 créations pour 60 000 disparitions). Le taux de rotation, de l'ordre de 10 %, n'est pas si élevé surtout lorsqu'on sait qu'une immense majorité de ces entreprises n'est pas capitalisée et ne repose sur aucune réelle idée de marchés. Il y a donc un effet récurrent de sortie du système d'un certain nombre d'entreprises qui sont en réalité mortes-nées. Cette observation permet de relativiser considérablement les statistiques françaises. En outre, quand on compare le droit français à celui d'états proches, qu'il s'agisse des droits anglo-saxons, allemand, italien ou espagnol, nous voyons que nous laissons accéder aux procédures collectives du livre 6 du code de commerce des entreprises totalement impécunieuses qui n'ont pas les moyens





Marc Sénéchal

- Associé gérant de la plus importante étude de mandataires judiciaires en France (B.T.S.G.), Marc Sénéchal est également Président du Conseil National des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ).
- En 2013, son étude est intervenue notamment sur les procédures collectives suivantes : Petroplus, Anovo, Morgan, Team Partners, CL innovation, Alkor Venilia, Seafrance, Poulets Doux et Cœur Défense.

d'assumer avec leurs actifs le coût de la restructuration, voire même le coût de la liquidation judiciaire. Si on va en Allemagne, ou en Angleterre, le droit positif de ces pays exclut les entreprises exsangues du bénéfice des procédures collectives.

Ce choix fait par le droit français d'ouvrir au plus grand nombre et donc de fait à tous les entrepreneurs le bénéfice d'une procédure collective a pour conséquence que les statistiques d'ouverture sont nécessairement très différentes en France et dans ces pays où la procédure collective est réservée à des débiteurs suffisamment solvables pour supporter ne serait-ce que le coût de la procédure dont ils revendiquent l'ouverture. Voilà pourquoi, ce qui est inquiétant, ce n'est pas tant le nombre

de liquidations judiciaires ouvertes en France mais le constat que ce sont des grosses entreprises qui quittent l'antichambre de la prévention pour basculer en redressement ou en liquidation judiciaire. Il serait d'ailleurs intéressant de connaître le nombre précis d'entreprises employant plus de 300 personnes, qui ont fait l'objet d'une procédure collective en 2013. De 2005 à 2012, on en comptait invariablement une trentaine par an. Je ne serais pas étonné que ce nombre soit plus important cette année.

**Nicolas Theys :** Une analyse précise des statistiques nous apporte un éclairage particulier sur l'état des défaillances. Elles révèlent qu'aujourd'hui plus de 90% de celles-ci concernent des

entreprises de moins de dix salariés. Je pense que la question soulevée par Marc est très intéressante, car ce sont en réalité seules les défaillances d'entreprises de plus de 300 salariés sont symptomatiques (soit entre 40 et 60 entreprises par an).

Si l'on considère le nombre d'entreprises immatriculées en France, soit un peu plus de deux millions me semble-t-il, 80 à 90 % d'entre elles sont des entreprises de moins de dix salariés. Donc tout cela est très cohérent. Les dernières statistiques enregistrent une réduction du nombre de défaillances (en nombre sur le dernier trimestre 2013 plus particulièrement), mais une augmentation significative est à redouter dans les prochains mois.

**Franck Michel :** Effectivement, je fais la même analyse que Marc et Nicolas. En 2013 la hausse modérée du nombre de faillites de 3% par rapport à 2012 masque en réalité une augmentation des faillites importantes : Mory Ducros, Fagor Brandt, GAD... de sorte que l'adage "trop gros pour faire faillite" ne me paraît plus aussi pertinent. On s'aperçoit d'ailleurs que pour beaucoup d'entre elles, ce sont des sociétés qui étaient sous perfusion depuis plusieurs années. Nous assistons à un phénomène de rattrapage. La question qui se pose en 2014, c'est de savoir si effectivement ce stock de sociétés importantes sous perfusion existe toujours, et la presse économique nous confirme que oui car elle évoque quotidiennement les noms des prochains gros dépôts de bilan de l'année 2014. En revanche on s'interroge peu sur le fait de savoir, pour certaines sociétés dont la procédure collective était inéluctable, si le maintien sous perfusion n'aura pas été finalement plus destructeur d'emplois par rapport à l'issue d'une procédure collective moins anticipée par l'environnement économique.

**Arnaud Joubert :** Je pense qu'il y a une vraie évolution des mentalités par rapport à il y a 4 ou 5 ans où effectivement, surtout dans le monde du LBO, on plaçait des sociétés sous perfusion en espérant que la reprise économique permettrait de résoudre toutes les problématiques financières. Sur les plus grosses sociétés qui sont celles que je vois depuis 18 mois, j'ai le sentiment qu'à la fois les actionnaires sont beaucoup plus disposés à prendre leurs responsabilités, à recapitaliser ou à passer la main.

Et les créanciers sont désormais de plus en plus souvent des Anglo-saxons, c'est-à-dire des investisseurs professionnels de la dette qui sont eux aussi disposés à être plus proactifs : prendre les clés

« Ce qui est inquiétant en France, ce que ce sont les grosses entreprises qui quittent l'antichambre de la prévention pour basculer en redressement ou en liquidation judiciaire »

### Marc Sénéchal

quand c'est nécessaire, ou aider à la transformation du bilan de la société.

**Olivier Bénureau :** C'est nouveau pour la France, mais un standard au niveau mondial, n'est-ce pas ?

**Arnaud Joubert :** Oui, c'est nouveau pour la France. Dans le monde du private equity (dans les entreprises de plus de 300 salariés, il y a une proportion importante de sociétés sous LBO, qui ont eu recours à des procédures collectives), il y a eu deux phénomènes : le premier et c'est plus un phénomène européen, c'est la tentative en 2008 et 2009 de faire ce qu'on appelle des "zombie deals", là encore parce que les fonds de private equity étaient confrontés pour la première fois depuis une dizaine d'années à de la sous-performance opérationnelle significative, et n'étaient pas prêts à perdre le contrôle de la société. Le deuxième, c'est le phénomène de prise de contrôle par les créanciers, parfois par le biais de transaction consensuelle entre l'actionnaire et les créanciers. Ce phénomène s'est accéléré en France depuis 18 mois.

**O.B. :** Il y a eu des très gros dossiers tels que Pages jaunes. Hervé ?

**Hervé Diogo Amengual :** Certes. Comme celui de sa holding Mediannuaire Holding dont la

particularité était qu'elle ne détenait qu'un actif, les titres de Pages Jaunes (plus de 50 %). Quand il s'est agi de la restructurer, la question relativement simple était donc de savoir si les créanciers acceptaient cet actif, ou non. Il y a eu un certain nombre de particularités liées notamment au fait que l'actif était constitué par les titres d'une société cotée, mais c'était une opération conceptuellement assez simple. Je voudrais

rebondir sur ce que disait Arnaud plus tôt, il y a aussi eu des sociétés qui n'étaient pas sous LBO qui ont été placées sous perfusion dans l'attente de la reprise.

**Nicolas Theys :** Il existe en réalité différentes typologies et différentes tailles de LBO. Une doctrine américaine me paraît particulièrement bien adaptée aux LBO de taille importante. Selon cette doctrine : " lorsque vous devez 100 à votre banquier, c'est vous qui dormez mal, mais quand vous lui en devez 100 000, c'est lui qui dort mal ". Selon moi, cette doctrine traduit bien l'idée selon laquelle dans les LBO pour lesquels les engagements financiers sont importants, les banques sont prêtes à vendre et les investisseurs à prendre des risques. Dans les LBO pour lesquels les engagements financiers sont moins importants, les banquiers hésitent à créer des précédents, ils ne cèdent donc pas leurs créances à des valeurs qui risqueraient par la suite de se répandre sur le marché. Les comportements diffèrent donc selon les typologies de LBO. Mais, parallèlement à la structure financière, il demeure le point fondamental du secteur d'activité de l'entreprise. Vincent, aurais-tu une idée des statistiques sur ce dernier point ?



### Hervé Diogo Amengual

- Associé au sein du bureau de Paris de **Latham & Watkins**, Hervé Diogo Amengual est responsable de la pratique restructuration d'entreprises.
- Il est intervenu pour le compte de débiteurs, de repreneurs ou de créanciers sur de nombreuses restructurations majeures dans un cadre amiable ou judiciaire dont Eurotunnel, Nortel, Consolis, Mediannuaire Holding, Goss International France.

**Vincent Fahmy :** Ce que je vois, c'est que 2013 a été une année sans croissance, et 2014 sera dans la même veine. Donc à partir du moment où l'on n'a pas de vent dans les voiles, où l'on est obligé de travailler sur des sociétés qui se dégradent, ou en tout cas qui ne sont pas portées par leur marché, les leviers d'amélioration de la situation sont relativement restreints. Deux des principaux leviers de compétitivité sont le coût du travail et le coût du capital. Sur le premier, l'impact du CICE aura des effets en 2014 alors qu'il a faiblement contribué en 2013, mais le fond du problème et les lourdeurs persistent. Le deuxième levier, l'accès au financement et son coût, ne vont pas aller dans le bon sens si la situation macro-économique ne

s'améliore pas. Les banques, et c'est normal, financeront des dossiers bien capitalisés, et les sociétés qui seront dans une situation de compétitivité plus faible vont avoir du mal à trouver du financement long-terme. Il y aura forcément des restructurations dures, et c'est le réalisme des parties prenantes qui les rendront efficaces et pérennes. Actionnaires, créanciers et même salariés, devront tous faire des efforts par rapport à une situation qui dure et qui perdure. Autant, il y a trois-quatre ans, on pouvait espérer qu'après une crise violente la croissance reviendrait, autant aujourd'hui on est dans une situation où la croissance n'étant pas au rendez-vous, il faut travailler en profondeur sur les problématiques de compétitivité opérationnelle et de

structure de bilan afin de redonner des marges de manœuvre. Là est tout l'intérêt de nos métiers : recomposer un bilan et une structure de capital pour l'entreprise afin de lui permettre de se redéployer, et d'avoir les moyens de se restructurer, dans un marché atone.

**O.B. :** Philippe, vous avez l'habitude de dire qu'à une crise durable correspond une solution durable.

**Philippe Héry :** Oui tout à fait, mais je voudrais au préalable compléter ce qui a déjà été dit et que je partage. En effet, en 2008-2009, les solutions de restructuration mises en œuvre reposaient sur l'idée d'une crise limitée dans le temps, avec un retour à la

croissance attendu après un à deux ans. Cela n'a pas été le cas puisqu'on est aujourd'hui confronté à une crise économique durable, doublée d'une crise sociale depuis 2011. Un nouveau paramètre est apparu dans cette deuxième vague avec la baisse de la consommation, contrairement à 2009 où celle-ci avait relativement bien résisté, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. Sur certains de nos dossiers, nous constatons même une aggravation de cette tendance depuis la rentrée de septembre, peut être liée à " l'effet impôts " dont tout le monde parle. Ce qui est sûr, c'est que les secteurs directement liés à la consommation des ménages sont particulièrement touchés depuis quelques mois (construction, commerce). Au regard des statistiques à fin septembre 2013, les PME sont les plus concernées par la hausse des défaillances. C'est très préoccupant, car ces entreprises constituent le cœur de notre économie, et c'est peut-être pourquoi la France paraît touchée de manière effectivement durable. Pour revenir à la question posée, il y a aujourd'hui un consensus de la part des intervenants sur le fait qu'on ne peut désormais plus réfléchir à des solutions permettant uniquement " d'acheter du temps ", dans l'attente d'un retour à la croissance à l'horizon incertain. Il apparaît désormais nécessaire de régler le problème de manière pérenne.

**Arnaud Joubert :** Je rejoins ce que Vincent et toi avez dit sur le fait qu'il va continuer à y avoir un nombre de dossiers importants, et probablement de la taille des ETI. Je pense néanmoins que leur typologie va changer. J'ai le sentiment qu'on aura en 2014 et peut-être en 2015 plus de sociétés de tailles intermédiaires détenues par des familles, ou cotées, et qui maintenant commencent à être impactées profondément par la crise

## Les restructurations sont extrêmement chronophages pour le management et cela peut avoir un effet déstabilisateur pour l'activité dans les ETI

### Hervé Diogo Amengual

de la consommation. On va peut-être voir émerger là encore de nouveaux comportements, parce que lors de la restructuration d'une société cotée ou d'une société détenue par des familles, les comportements des acteurs autour de la table ne sont pas aussi aguerris que les fonds.

**Xavier Leloup :** Comme Peugeot.

**Arnaud Joubert :** Effectivement, cotée et familiale.

**Michel Rességuier :** Et il y a une dimension du financement qu'il faut mentionner, c'est la désaffection des actionnaires étrangers. Je pense qu'il y a un sujet de communication politique. D'ailleurs, il assez interpellant, étant impliqué dans le monde du tourisme en ce moment, d'observer le même problème côté Tunisie et côté France, c'est-à-dire un défaut de communication politique qui a un impact considérable sur l'économie et qui est très négatif par rapport à la réalité. En fait, la Tunisie reste un pays où vous pouvez aller très tranquillement en vacances, mais la communication politique effraie les touristes (heureusement, cette communication progresse beaucoup actuellement). Et la France pâtit du même phénomène, je le constate, mes clients me disent tous : " on est européens, on est internationaux,

commençons par fermer la France ". Et d'ailleurs Thomas Cook de ce point de vue est un petit "miracle" parce que l'idée initiale de l'actionnaire était bien celle-ci " fermer la Russie et la France qui sont des pays ingérables et conservons les pays sûrs : l'Allemagne, les Pays-Bas, la Scandinavie et l'Angleterre ", mais il a changé d'avis en voyant l'engagement des équipes françaises dans le redressement de la performance.

**Arnaud Joubert :** Et l'Espagne parce qu'il y a un potentiel de rebond.

**Michel Rességuier :** J'ajoute que le choix de Thomas Cook de rester en France est cohérent avec la réalité économique, l'actionnaire a finalement été convaincu que le redressement en interne serait bien meilleur économiquement pour le groupe que la cession. Mais il a fallu six mois pour apaiser les effets de la communication politique du pays.

**Nicolas Theys :** Je te rejoins tout à fait sur l'appréciation de la législation française par les acteurs étrangers, et notamment nord-américains. En effet, ces groupes font régulièrement appel à mes services pour des investissements en France ou des questions présentant certaines spécificités françaises, mais les réponses apportées par notre droit leur semblent bien souvent très éloignées de leur propre système juridique. Il est néanmoins important de soigner l'image de notre système juridique civiliste, qui est aux antipodes de la " common law " américaine, avec un législateur " debtor friendly " en Europe continentale et plus particulièrement en France, contrairement à la conception anglaise ou nord-américaine qui est davantage *creditors friendly*. Sur ce dernier point, le projet d'ordonnance





### Nicolas Theys

- Spécialiste depuis une quinzaine d'années dans le traitement de la crise au sein de l'entreprise, Nicolas Theys est associé en charge du Restructuring chez **King & Wood Mallesons SJ Berwin**.
- Il intervient dans le traitement amiable des difficultés des entreprises que ce soit en mandat ad hoc ou en conciliation. Il assiste également ses clients dans l'acquisition d'entreprises en difficulté (in bonis ou à la barre du Tribunal - sauvegarde ou redressement judiciaire) et de LBO selon le cas.
- Nicolas Theys est intervenu récemment à la reprise sur les dossiers Groupe Monceau Fleurs, Virgin, Petroplus et était le conseil de Sernam, Cybergun et Pronuptia dans leur restructuration.

venant modifier la loi du 26 juillet 2005 devrait introduire une mécanique plus protectrice du droit des créanciers.

**Franck Michel :** Pour rebondir sur les propos de Maître Nicolas Theys, je pense que les Anglo-saxons appréhendent surtout le risque social. Quand on est dans une restructuration classique, et quand l'entreprise est saine et fonctionne normalement sur un plan social, je pense qu'il n'y a pas de difficultés pour valider des décisions d'investissement en France.

Si on prend l'exemple du dossier Frans Bonhomme, deux fonds d'investissement anglo-saxons ont repris cette société via la dette et se sont attachés à confirmer leur soutien au management sans appréhension

d'un risque sociale en l'absence de restructuration. Par contre, il est certain que des dossiers comme Goodyear ou SNCM sont aujourd'hui tout à fait contreproductifs en termes d'image suite à la médiatisation des mouvements sociaux, alors que ces restructurations sont, hélas, devenues indispensables et inéluctables.

**Michel Rességuier :** Le climat social joue contre nous mais aussi l'idée que la consommation intérieure va continuer à baisser, et donc que notre marché n'est pas celui sur lequel il faut investir pour l'avenir. Il y a effectivement un problème de confiance dans le comportement des salariés et des politiques, mais il y a aussi un problème de confiance dans

l'avenir du marché intérieur.

**Bruno Courtine :** J'observe aussi les relations sociales dans les entreprises, et ce que vous dites est très juste. Notre pays renvoie une image épouvantable des relations sociales à l'étranger, alimentée par des dossiers dramatiques comme Continental ou Goodyear. La réalité quotidienne du reste des entreprises est bien différente. Les choses sont en train d'y changer de manière absolument considérable, en partie, grâce à la loi de sécurisation de l'emploi. Cette loi n'est pas arrivée par hasard : elle est partie du constat des partenaires sociaux, qui ont compris la nécessité de la concertation. Dans les dossiers que je suis, qu'ils soient dans une logique in bonis comme en

procédure collective, finalement les relations sociales sont bien meilleures que ce que donnent à penser quelques excités. Ce qui est dramatique, c'est que la CGT n'arrive plus à maîtriser certains de ses membres. Mais pour rebondir sur la question posée, quid de 2014 ? Je m'intéresse aux résultats de la loi de sécurisation de l'emploi. Aujourd'hui, des accords de compétitivité sont négociés dans les entreprises.

Peut-être pas tels qu'ils sont conçus par la loi, mais enfin... En France, on découvre souvent les vertus des lois anciennes à l'occasion d'une loi nouvelle ! Prenons l'exemple du secteur de l'équipement automobile, un secteur dans lequel de nombreux accords de compétitivité sont signés : cela mérite d'être souligné car c'est une nouveauté, les organisations syndicales acceptent de revoir à la baisse les avantages sociaux !

**Xavier Leloup :** D'ailleurs, on travaille plus. Concrètement ?

**Bruno Courtine :** Globalement, on ne "touche" pas au salaire. En revanche on accepte de travailler plus, et dans des conditions différentes. De revoir

“ **En l'état actuel de la législation on ne peut pas forcer une conversion, ni forcer un actionnaire à vendre** ”

Nicolas Theys

les accords sur l'aménagement du temps de travail. Il faut arbitrer : entre la procédure collective d'une part, c'est à dire le choix d'une restructuration liée à des problématiques de coût notamment, et la simplification de la procédure d'autre part, compte tenu des nouvelles dispositions de la loi relatives à la mise en œuvre sur les plans de sauvegarde de l'emploi. Alors, la loi va-t-elle avoir une incidence sur les procédures collectives dans les entreprises de taille significative ? C'est une question qu'on peut se poser.

**O.B. :** Sur Doux, ça s'est plutôt pas mal passé finalement.

**Bruno Courtine :** Ça s'est même très bien passé, justement parce que le dialogue social a toujours été de très grande qualité. Donc à partir de ce moment-là, évidemment... Et cela, alors que les moyens étaient totalement inexistantes ! On voit de plus en plus d'entreprises en grande difficulté qui ont tendance à vouloir directement aller à la procédure collective. Pourquoi ? On peut penser que l'objectif est finalement de faire supporter la restructuration

et les coûts de la restructuration à la collectivité. Aujourd'hui, la nouvelle loi vient imposer à l'AGS de supporter également le financement du coût du plan de sauvegarde de l'emploi (PSE). Je pense que le risque d'appel d'air est réel et va nous poser, à nous praticiens des procédures collectives, des difficultés dans le règlement social de la restructuration. L'AGS va être de plus en plus réticente à accepter l'idée qu'on puisse accorder des indemnités supra-légales, que l'on va essayer de faire financer par l'actionnaire, en créant de manière plus ou moins fictive un conflit autour de la notion de co-emploi. Vous connaissez tous les enjeux. A minima, je suis convaincu







### Vincent Fahmy

- Après une expérience chez Goldman Sachs, Vincent Fahmy a occupé des rôles de management opérationnel dans diverses sociétés, de la PME au groupe côté.
- Il a rejoint, en 2006, la société **Verdoso** créée et dirigée par Franck Ullmann, au moment de la reprise de Num à Schneider Electric.
- Ils ont repris ensemble d'autres sociétés dont Atlinks à Technicolor, Odeolis à la barre du tribunal, Aptunion à Kerry et plus récemment des filiales de Lafarge dans les cloisons amovibles.

que la loi de sécurisation va modifier les rapports sociaux dans les mois qui viennent.

**Xavier Leloup** : Et plutôt pour le mieux ?

**Bruno Courtine** : Plutôt pour le mieux. Ça ne règle pas tout, mais plutôt pour le mieux.

**Christophe Ambrosi** : Je voudrais revenir sur les partenaires sociaux.

Il est important, même s'il y a quelques exemples qui peuvent donner une mauvaise image à l'étranger, de souligner le rôle important des partenaires sociaux dans les dossiers de restructuration. Il faut faire attention

à ne pas diaboliser une typologie de salariés en raison du bruit fait par certains sur un dossier particulier. Les partenaires sociaux sont en général tout à fait conscients des problèmes de l'entreprise et de ce qu'il faudrait faire. Dans la majorité des dossiers, ils supportent les mesures de changement qui sont engagées, et bien souvent les appellent de leurs vœux.

**Michel Rességuier** : Je rebondis simplement sur ce que disait Vincent sur les problèmes de financement. La réalité, c'est que les financements étrangers aujourd'hui, compte tenu de la communication négative du gouvernement, font défaut aujourd'hui à la France.

**Xavier Leloup** : Mais il n'y a pas aussi le problème des dossiers qui traînent. Goodyear ou SNCM sont des dossiers anciens. Par comparaison, General Motors a été réglé en deux ans, Ne devrait-on pas purger une fois pour toutes ce problème de temps de traitement des difficultés ?

**Vincent Fahmy** : Ce sont des dossiers qui sont des dossiers politiques. La question est de savoir s'il y a une réalité économique, commerciale derrière. C'est elle qui doit présider aux décisions avant tout.

**Franck Michel** : Pour rejoindre Maître Bruno Courtine dans son intervention sur le positionnement des partenaires sociaux, je fais aussi le

constat que depuis plusieurs années ils sont beaucoup plus réceptifs à l'opportunité d'une procédure collective avec une présence active et la présence de conseils dans l'analyse et le diagnostic de l'accompagnement des procédures collectives, alors qu'auparavant les mouvements sociaux visaient à éviter des dépôts de bilan. Aujourd'hui l'enjeu des praticiens que nous sommes, administrateurs et mandataires judiciaires, c'est justement de pouvoir répondre à ces attentes et de trouver des solutions dans le cadre de procédures collectives. Cette difficulté est particulièrement vive s'agissant des entreprises qui ont été sous perfusion pendant de nombreuses années, et sur lesquels, bien souvent, tous les candidats potentiels à une reprise ont été approchés ; les perspectives d'une solution sont très mal aisées à définir alors que le corps social est en souffrance depuis quelques temps. Ce type de dossier génère une pression très forte sur ceux qui les traitent.

**O.B.** : Pour réussir un retournement, on ne peut souvent pas faire l'économie d'un redimensionnement des effectifs, la question c'est de bien le gérer contrairement au dossier Goodyear où il semble que l'on ait menti aux salariés.

**Michel Rességuier** : Non, je ne suis pas d'accord. Notre expérience est qu'environ un redressement sur trois est réussi sans plan de sauvegarde de l'emploi. Ce que j'observe souvent dans les dossiers dans lesquels nous arrivons en tant que dirigeant, c'est que l'équipe dirigeante s'est construite sur une certaine compétence, et cette compétence n'adhère plus correctement à la réalité de l'environnement sectoriel. Les compétences qui ont fait le succès historique de l'entreprise, doivent évoluer. La tentation de l'équipe dirigeante est alors de "pousser les

“ Il faut travailler en profondeur sur les problématiques de compétitivité opérationnelle et de structure de bilan ” ”

### Vincent Fahmy

chaudières" comme les bateaux de Lucky Luke sur le Mississippi, pour faire plus de la même chose, alors que la même chose ne produit plus de richesse. Ainsi quand nous arrivons, les équipes sont épuisées. Les salariés sont souvent à fond, mais à fond sur un mode de fonctionnement qui correspond à leurs compétences, qui donne un certain confort psychologique, mais qui ne crée plus de valeurs, voire qui en détruit objectivement. Et la difficulté vient de ce que ce phénomène est beaucoup plus important pour un membre de la direction, a fortiori un dirigeant, que pour un ouvrier ou un vendeur dans un magasin, ou un comptable. La tentation du dirigeant consiste à dire : " dormez tranquilles, je m'en occupe, travaillez plus, on est tous là, on est tous motivé, on se remonte les manches, on va y aller, etc... et

on va s'en sortir ". Et évidemment, sur ces bases, les licenciements engendrent plus d'efforts mais aussi plus de pertes, avec un sentiment chez les salariés d'avoir été trompés. Ce phénomène est effectivement caricatural dans certains dossiers, et Goodyear est un exemple de non-anticipation du dialogue, avec l'ensemble des salariés, je ne parle pas que des partenaires sociaux. Si on les prend par surprise, la restructuration est perçue beaucoup plus douloureusement. Rappelez-vous comment s'est passée la fermeture de l'usine Goodyear : les salariés ont été réunis dans une salle pendant que des vigiles pénétraient pour bloquer l'usine. Ça traduit toute une relation sociale quand même, quand on en est là... Nous devons donc toujours désamorcer ce sentiment d'injustice. Nous y parvenons assez bien en dévoilant la réalité que toute l'entreprise connaît intuitivement. Ce dévoilement apporte un soulagement, un peu comme un secret de famille soudainement révélé.

**Bruno Courtine** : Je confirme. Prenons un exemple concret, celui du







### Arnaud Joubert

- Arrivé chez Rothschild & Cie en 2001, Arnaud Joubert est Associé-Gérant de la prestigieuse banque d'affaires et co-responsable de l'activité restructuring à Paris.
- Arnaud Joubert a notamment participé aux opérations de restructurations de Vivendi, Intermarché, Penauille, Rusal ou encore Novasep.
- En 2013, Rothschild & Cie s'est à nouveau illustré en étant la banque d'affaires la plus active en matière de conseil en restructuration sur le marché français : l'équipe de trente professionnels est intervenue sur un peu plus de vingt cinq dossiers de taille significative.

secteur de l'équipement automobile. Une annonce de fermeture de site y est faite quatre ans à l'avance. Vous imaginez, c'est quand même compliqué d'annoncer une fermeture et de motiver les salariés. Pendant des années, la logique de la direction a été de se dire : " Il vaut mieux ne pas annoncer. Si j'annonce, les salariés vont se mettre en grève, j'ai des pièces qui vont bloquer le client, etc..." Depuis deux ans, la logique s'est inversée, avec le dialogue des partenaires sociaux et de leurs conseils. Je rejoins les propos de Franck Michel : pour moi tout a changé après Moulinex, lorsque SECAFI Alpha s'est dit qu'il n'était pas possible de cacher la vérité. A mon sens, il vaut mieux travailler dans une logique qui est de dire la vérité,

d'accepter les mauvaises nouvelles et d'être dans l'anticipation. De plus, la loi de sécurisation de l'emploi nous donne l'obligation chaque année de communiquer une information à caractère stratégique sur trois ans. Donc il est vraiment important de développer cette logique d'anticipation. Un des objectifs de la loi est aussi de familiariser les partenaires sociaux à certaines notions économiques : il y a tout à gagner à ce que les syndicats, comme les managers d'ailleurs, aient la meilleure compréhension possible de l'environnement économique tel qu'il est, et qu'ils aient le courage de dire les choses au moment où elles doivent être dites. Alors, va-t-on y arriver ? Il y aura sans doute quelques ratés, mais c'est quand même la tendance forte

actuellement.

**Michel Rességuier** : Et il y a vrai engagement de la CFDT dans ce sens. J'ai fait une table ronde en novembre avec eux, c'était très intéressant et il y avait des discussions extrêmement approfondies.

**Vincent Fahmy** : L'expérience montre que face à une situation difficile, la stratégie et les plans d'actions doivent être partagés avec toutes les parties prenantes, et les salariés en sont une extrêmement importante. Il faut employer un discours de vérité, qui effectivement les soulage, et auquel ils adhèrent beaucoup plus facilement que l'actionnaire ou la direction précédents. Le regard neuf que l'on

peut apporter sur la situation est souvent en adéquation avec leur sentiments, et ils sont rassurés d'avoir des nouveaux acteurs dans le dossier qui leur disent la vérité sur la situation de l'entreprise. On est obligé aujourd'hui, compte tenu du contexte politique et social de les associer dans la démarche de reprise, et d'obtenir un avis positif lors des présentations. Y aller de façon hostile, c'est, à mon avis, aller au-devant de problèmes, ajouter un risque supplémentaire.

**Franck Michel** : En matière de procédure collective, le véritable enjeu n'est pas tant de mettre en place un plan social, on sait qu'un dépôt de bilan de toute façon entraîne très fréquemment voire systématiquement un plan social, mais d'avoir les moyens de financer un PSE de qualité, et si possible, une aide appelée supra légale parce que les salariés sont inquiets de la situation économique et de la capacité de la France à recréer des emplois industriels. Sur ce point il faut rappeler que sur la période 1980-2007, l'industrie française a perdu 1 913 500 emplois (passant de 5 327 400 emplois à 3 414 000), ce qui représente une baisse de 36 % de ses effectifs. La quasi-totalité de ces pertes d'emplois a eu lieu dans l'industrie manufacturière (96 %). Comment tenir un discours d'avenir vis-à-vis des salariés sur des sites industriels qui connaissent le 3ème ou 4ème dépôt de bilan et qui ont vu leur effectif diviser par 10 en 15 ans.

**Bruno Courtine** : C'est exact. Pourquoi le sujet du plan de sauvegarde de l'emploi en tant que tel est-il secondaire ? Tout simplement parce que les salariés et les partenaires sociaux savent pertinemment que personne ne gèrera le plan de sauvegarde de

“ Sur les plus grosses sociétés qui sont celles que je vois depuis 18 mois, les actionnaires sont beaucoup plus disposés à recapitaliser ou à passer la main ”

### Arnaud Joubert

l'emploi. C'est tout le problème des restructurations dures : des mesures sont bien mises en place, mais la gestion du PSE pose question. Les salariés partent en contrat de sécurisation professionnelle et sont immédiatement pris en charge par Pôle Emploi. L'AGS demande à être remboursée de son super privilège avant la supra légale. On rentre dans un débat compliqué. Fort heureusement on arrive toujours à un accord avec l'AGS. De plus, la nouvelle loi demande à l'AGS de faire l'avance du plan de sauvegarde de l'emploi, c'est-à-dire de payer une cellule de reclassement, dont les résultats sont contestés. Ensuite, on leur demande de laisser leur " super privilège " de côté parce qu'une indemnité supra légale est en cours de négociation pour " calmer le jeu " avec les partenaires sociaux. Ce n'est pas évident.

**Michel Rességuier** : Il faudra parvenir à ce que la loi interdise les indemnités supra légales ! C'est toujours le principal point de tension qui freine la capacité de l'entreprise à se restructurer dans les cas où des licenciements économiques sont malheureusement nécessaires. Je pense qu'on ne peut pas se le permettre. Nous vivons dans le pays qui a le meilleur dispositif d'accompagnement des personnes privées d'emplois, ce qui est d'ailleurs rendu nécessaire par la grande rigidité de notre marché de l'emploi, donc la

difficulté à retrouver un emploi lorsqu'on est licencié ; cet accompagnement est donc indispensable dans notre contexte socio-politique. Mais nous devons courageusement refuser les indemnités supra légales, parce qu'elles ont deux effets pervers : c'est inapproprié de discuter de cela alors que l'entreprise a besoin de toutes ses ressources pour survivre et je pense qu'éthiquement,

cela soulève un vrai problème pour la dignité des salariés. La bonne solution structurelle consiste donc à maintenir notre système très social mais à interdire de négocier en dehors du dispositif légal, y compris les indemnités supra-légales.

**Franck Michel** : Aujourd'hui, c'est impossible vis-à-vis des salariés d'empêcher toute négociation sur une prime supra légale compte tenu du poids médiatique de l'existant sans oublier les engagements politiques comme on a pu le constater dans des dossiers récents comme Pétroplus où les stocks de pétrole ont été affectés en prime pour compléter les indemnités de rupture et où le montant de la prime versé aux salariés soit 100 000 € en moyenne s'affiche dans tous les journaux. Comment ensuite, en tant que professionnel administrateur judiciaire, je pourrais affirmer : " non, ça ne se fait pas, c'est interdit " ?

**Bruno Courtine** : Je ne suis pas du tout d'accord avec votre analyse, mais je vais aller plus loin. Que signifie la " supra légale " ? Tout simplement qu'il y a potentiellement un risque contentieux. Alors, accorder une supra légale sans qu'il y ait une transaction à la clé, soyons clairs, c'est impossible. Pour qu'il y ait transaction, encore faut-il qu'il y ait potentiellement



### Christophe Ambrosi

- Associé de **Perceva** depuis 2009, Christophe Ambrosi a précédemment été investisseur au sein de l'équipe LBO Midcap d'Astorg Partners (2001), et de Butler Capital Partners (2005-08). Il jouit en outre d'une expérience professionnelle au sein de l'étude administrateur judiciaire de Régis Valliot.
- Pour mémoire, Perceva est depuis deux ans le fonds de retournement français le plus actif. L'équipe s'est notamment illustrée sur le redéploiement du groupe Monceau Fleurs et travaille actuellement à la reprise du groupe Hédiard.

une capacité de contester quelque chose. Et c'est là où on touche à la vraie difficulté des procédures collectives. La jurisprudence impose une qualité de mesures identiques pour un administrateur judiciaire ou un mandataire judiciaire, que dans une société in bonis qui a les moyens de financer un PSE. De ce fait vous créez un appel d'air au contentieux. Ensuite, pour éviter tout contentieux, on transige. Le jour où le risque de contentieux sur la question de la qualité du plan de sauvegarde de l'emploi existera moins, on parlera moins de la supra-légale ! La difficulté provient du fait que la loi de sécurisation de l'emploi a complètement éludé cette question, alors que l'administration était parfaitement au courant des

difficultés rencontrées par les praticiens en procédures collectives. La solution trouvée a été de réduire les délais de validation des plans de sauvegarde de l'emploi. C'est donc pour moi un sujet qui va revenir sur la table à un moment ou à un autre, parce qu'on ne peut plus continuer. Prenez le cas de Poulet-Doux, ça s'est effectivement très bien passé. Il y a quand même 75 contentieux. Donc il y a eu des transactions qui ont été signées parce qu'on a récupéré un peu d'argent à la dernière minute.

**O. B. : On a traité les enjeux sociaux des restructurations. Est-ce que c'est vraiment le principal levier pour redresser une entreprise ? Et quels sont les autres leviers ?**

**Michel Rességuier :** Je ne crois pas que le levier social soit le premier moyen du redressement, surtout si la direction de l'entreprise sait et ose reconnaître les premiers signes de dégradation de la performance économique. L'enjeu consiste avant tout à identifier les sources de revenus dont les montants deviennent inférieurs aux charges nécessaires pour les produire, y compris les charges dites fixes. L'enjeu consiste donc à "variabiliser" les charges dites fixes en fonction de la réalité de l'entreprise et non en fonction de clés de répartition théoriques. Une fois que ce travail est réalisé avec les équipes, nous pouvons prendre des décisions. Parmi ces décisions, il est parfois (mais pas toujours) nécessaire de renoncer à certains de ces revenus

et donc de supprimer les postes qui contribuent à sa production.

**Franck Michel :** Ce n'est pas le premier, mais c'est le principal.

**Vincent Fahmy :** Le levier financier, la réduction de la charge de la dette en est un important, le principal levier pour moi reste le plan d'action opérationnel (arrêt des couples produits/clients sans marge, productivité industrielle, réduction de coûts,...)

**Philippe Héry :** Aujourd'hui, comme évoqué, on tend à rechercher des solutions plus pérennes, plus durables. Dans le contexte des restructurations financières, nous constatons une tension accrue, notamment entre actionnaires et créanciers, illustrée par des discussions qui durent, tant que la trésorerie disponible le permet.

Ces tensions concernent en particulier des dossiers de "rechute", c'est-à-dire qui ont déjà fait l'objet d'une restructuration en 2009 par exemple, sans pour autant critiquer les options retenues à l'époque. Dans ce contexte, il arrive de plus en plus fréquemment qu'une solution d'adossement soit recherchée se traduisant par des opérations de restructuration couplée avec de la transaction. En complément, les attentes des parties prenantes à la négociation ont également évolué.

Il y a quelques années, les banques, principalement les départements "affaires spéciales" qui traitent spécifiquement les dossiers en restructuration, s'intéressaient surtout à la génération future de cash pour déterminer la capacité de remboursement de la dette. Aujourd'hui, on constate une évolution et une volonté de plus raisonner par rapport à la valeur de l'entreprise, et d'adapter la dette en conséquence. En

“ Nous avons une préférence marquée pour l'amiable dont le calendrier nous permet d'avoir le temps suffisant pour analyser les leviers de redressement ”

Christophe Ambrosi

tant que conseils, nous avons donc fait évoluer nos offres et renforcer nos équipes pour aller au-delà de la "business review" réalisée sous le seul angle financier, et aborder des sujets plus opérationnels, comme l'analyse de marché qui permet de comprendre le positionnement de l'entreprise, et de voir si elle est encore dans le bon tempo par rapport à son marché.

**Franck Michel :** ...voire tout simplement s'il y a encore un marché.

**Philippe Héry :** Exactement. Nos travaux doivent également permettre d'identifier des leviers d'amélioration de l'Ebitda mais également du cash. Nous devons être conclusifs et force de proposition, en rassurant sur le business model, ou en proposant des évolutions. Dans le même ordre d'idée et parce qu'il n'y a pas qu'une seule solution, nous sommes souvent amenés à travailler sur des scénarii alternatifs, souvent à la demande des créanciers. Il peut s'agir de simuler des scénarii de "run for Cash", de procédures collectives pour tout ou partie du Groupe, ou de cessions d'actifs. La finalité de ces travaux est d'aboutir à une valeur d'entreprise, en fonction des différents scénarii, à mettre en regard du niveau de dette supportable. Quant aux leviers d'optimisation, il s'agit notamment d'identifier des

mesures d'économie ou des ressources de cash en interne, dans un contexte où l'accès au financement externe est limité, mais également d'envisager l'arrêt ou la cession d'activités déficitaires, afin de se recentrer sur le core business.

**Christophe Ambrosi :** Un point commun à beaucoup d'entreprises en difficulté, c'est en effet une inattention généralisée aux chiffres : soit il n'y en a pas, soit ils sont faux, soit personne ne les regarde et les conclusions qui en découlent ne sont pas transformées en actions. C'est

donc un levier puissant de remettre des chiffres dans l'entreprise, de faire en sorte que les équipes les produisent, les analysent et les discutent, puis agissent en fonction de ce qui en ressort. Ce n'est qu'ainsi qu'on peut par exemple arrêter des produits à perte, ou des dérapages de consommation matières.

**O.B. : Perceva était encore en 2013 le fonds de retournement le plus actif. Qu'est-ce qui vous pousse à investir en France compte tenu de l'environnement économique ?**

**Christophe Ambrosi :** Nous essayons de trouver des entreprises qui ont des fondamentaux sains, pour lesquelles nous pourrions identifier les leviers d'action qui permettraient leur redressement. L'environnement économique est difficile, mais la France est un pays riche avec beaucoup de belles entreprises, dont certaines qui traversent des difficultés conjoncturelles ou opérationnelles mais peuvent être redressées et retrouver le chemin du développement.

**O.B. : Parmi les évolutions sensibles du marché, il y a désormais la reprise des sociétés par la dette. C'était le cas de Monceau Fleurs ?**





### Bruno Courtine

- Créateur du département social de Berlioz, de Magellan, puis de Falque & Associés (1995 - 2005)
- Bruno Courtine est associé fondateur de **Vaughan Avocats**.
- En forte croissance depuis sa création en 2005, le cabinet compte aujourd'hui 45 professionnels.
- L'équipe est connue pour son savoir faire dans les procédures collectives pour le compte des mandataires sociaux ou cadres dirigeants.
- Elle s'est notamment illustrée sur les Poulets Doux en 2013.

**Christophe Ambrosi** : Le dossier avait certes une dimension dette très forte, mais ce n'est pas un dossier de reprise par la dette.

Nous avons fait conjointement une opération capitalistique et une opération sur une partie de la dette. Mais ce n'est pas par la dette que nous avons pu prendre le contrôle.

**O.B.** : C'est une évolution quand même, non ?

**Christophe Ambrosi** : Il y a eu, comme c'est le cas en général dans nos opérations, à la fois une négociation avec les actionnaires et une négociation du passif, avec un équilibre global à trouver.

**X.L.** : La reprise à la barre, c'est possible ? Parce que certains disaient que la reprise à la barre aujourd'hui était très difficile en France ?

**Franck Michel** : Non la principale difficulté est la gestion du temps qui n'est pas suffisant pour se positionner sur un dossier de reprise. C'est pourquoi je constate que se développe de plus en plus ce qu'on appelle le "pré pack cession", c'est-à-dire le fait de travailler une offre de reprise en amont d'une procédure collective.

Ce qui présente l'avantage à la fois de rentrer en procédure collective avec des perspectives de sortie et de permettre notamment à des investisseurs notamment étrangers qui ne connaissent pas forcément

bien les procédures collectives d'avoir plus de temps et de visibilité pour rentrer dans le processus de reprise. Il faut reconnaître aujourd'hui que les procédures collectives manquent un peu de visibilité, de transparence pour les investisseurs anglo-saxons.

**Vincent Fahmy** : Surtout pour ceux qui investissent en rachetant des créances.

**Franck Michel** : En l'occurrence j'évoquais précédemment les procédures collectives, les redressements judiciaires essentiellement. En sauvegarde, sauvegarde accélérée, oui. Mais en général, en redressement judiciaire, c'est très rare qu'il y ait une reprise par la dette.

**Nicolas Theys** : Je suis d'accord avec Franck Michel, les opérations en plan de cession peuvent représenter de formidables opportunités pour les groupes étrangers. Mais la procédure à suivre en pareil cas présente des spécificités et il est parfois difficile d'anticiper le processus judiciaire pour de tels repreneurs. Le processus très particulier applicable devant des juridictions françaises, et en particulier devant des juges consulaires, se révèle parfois radicalement opposé à la culture juridique de certains clients étrangers. Il s'agit de cultures et d'approches très différentes qu'il faut parvenir à rapprocher avec les attentes du tribunal.

**X.L.** : Mais néanmoins, pour un fonds de retournement, le redressement se fait plus facilement en amiable qu'en bout de course ?

**Christophe Ambrosi** : Nous avons une préférence marquée pour l'amiable, pour une raison simple : bien souvent, dans un dossier en RJ, le calendrier est tel qu'il ne nous permet pas d'avoir le temps suffisant pour travailler, de découvrir le dossier et d'analyser les leviers de redressement. Il est difficile de faire une offre en un mois. Par ailleurs, l'activité elle-même est bien souvent abîmée par la publicité qui est faite autour de la procédure, et il n'est en général pas possible en quelques semaines de se faire une idée de l'ampleur de l'impact : est-ce que le Business Plan doit être à -20%, à -50% ? Evidemment, cela change drastiquement l'équation économique.

**Franck Michel** : Je rappellerais une évidence, c'est que le processus d'appel d'offres, dans 75 % des cas, est trop bref car il est fixé par les contraintes de trésorerie. On a souvent dit : " les auxiliaires de justice ne laissent pas beaucoup de temps pour faire une

“ Je suis convaincu que la loi de sécurisation de l'emploi va modifier les rapports sociaux dans les mois qui viennent ”

### Bruno Courtine

offre ". Personnellement j'apprécie les dossiers où je laisse du temps pour faire des propositions parce que justement je n'ai pas trop de contraintes d'atterrissage. De toute manière, on sait très bien qu'une société qui arrive en cessation de paiement parce qu'elle ne peut pas faire face à son passif, les mêmes causes produisant les mêmes effets, il y a forcément un deuxième trou de trésorerie qui va se faire à brève échéance, en raison des charges qui redeviennent exigibles face à un chiffre d'affaires qui décroît.

**Vincent Fahmy** : Je distingue trois marchés de l'investissement en retournement, et il y a des approches différenciées pour chacun d'eux.

Le premier est le marché de la société en procédure collective. Si l'investisseur n'a pas eu du temps en amont pour comprendre et analyser l'entreprise, généralement très abîmée, reprendre dans un délai très court, relève de la mission impossible, ou du pari. Lorsque l'on a repris A&O (devenue Odeolis) en dépôt de bilan, on a travaillé pendant un an et demi avec certains dirigeants au sein de l'entreprise pour bien découper, bien comprendre le périmètre qui était profitable et reprenable en plan de cession.

Le deuxième marché, ce sont les LBO défaillants, les sociétés qui sont surendettées. Là, on rentre sur des situations où il y a tellement de parties prenantes que l'investissement et la capacité à trouver une équation

commune est très difficile. Aujourd'hui pour investir dans ce type de situations, on trouve des acteurs qui rentrent par la dette, et qui ont une autre approche que des investisseurs en fonds propre. Arnaud Joubert connaît beaucoup mieux ce type de situation que moi. Ces acteurs, plutôt Anglo-saxons, vont prendre un bout de dette, et attendre qu'une situation se matérialise. Ils vont au départ faire beaucoup de droit et

beaucoup de finance, et vont moins rentrer sur les aspects opérationnels. Ils le feront après avoir pris le contrôle, mais ils ont du temps.

Le troisième marché, c'est la filiale de grand groupe sous-performante. C'est notre marché privilégié aujourd'hui, parce qu'on a face à nous des actionnaires qui ont du temps, qui sont très responsables, soucieux d'avoir une opération qui se déroule bien, où les engagements des deux côtés seront respectés sur le long terme. De plus, il y a une très bonne compréhension chez eux des passifs que j'appelle hors bilan, c'est-à-dire du coût d'un échec si le retournement ne se déroule pas comme prévu.

Ils intègrent la valeur de ce passif hors bilan (généralement social) qui va être pris en charge et assumé par les repreneurs. L'équation avec un seul interlocuteur qui est le grand groupe est donc plus facile à trouver que dans des LBO défaillants. De plus, dans ce type de sociétés, et contrairement aux deux autres marchés, les actifs n'ont pas été mobilisés, c'est-à-dire qu'il y a encore de l'immobilier, des créances, sur lesquels on peut assoir un investissement et une dette.

La règle commune à tous ces dossiers, c'est qu'il faut avoir une équipe de management avec qui on a une parfaite adhésion sur le plan d'action, opérationnel, et c'est la qualité de ce dernier qui doit déterminer tout investissement.





Philippe Hery

- Depuis 20 ans, Philippe Hery assiste des investisseurs et entreprises dans la conduite de leurs restructurations. Basé à Nantes depuis 1998 avec une fonction nationale, il intègre le cabinet EY en 2010, rejoignant une équipe d'experts composée notamment de Sandrine Gril-Prats (Associée), Améziane Abdat et Damien Mignot (Directeurs), et dirigée par Guillaume Cornu (Associé, responsable du département Transaction Advisory Services).
- Son champ d'expertise sectorielle recouvre de nombreux secteurs : médias, transports, textile, automobile, agroalimentaire ou encore distribution spécialisée. L'équipe restructuring d'EY est intervenue récemment sur les opérations Saur, CPI, Hersant.

#### O.B. : Le management est avec vous dans ces reprises ?

**Vincent Fahmy** : Nous privilégions des opérations où le management est à l'intérieur de l'entreprise, parce qu'il a la connaissance du métier et l'ADN de la société. Ce ne sont pas forcément les N, mais au moins les N-1. Il faut que le manager qui vient avec nous ait une connaissance intime du plan d'actions. Arriver avec un nouveau manager, c'est potentiellement ajouter un nouveau risque.

**Bruno Courtine** : Il y a un vrai besoin d'accompagnement des managers, justement. C'est un sujet sur lequel on commence à travailler, parce qu'on s'aperçoit que la solution, qu'elle soit

une opération de cession ou un plan de continuation, passe nécessairement par un accompagnement au moment de la restructuration des managers.

Il est important qu'ils comprennent dans quel environnement ils vont évoluer, ce qu'ils perdent, ce qu'ils gagnent, les risques qu'ils prennent, ce qui peut leur arriver s'ils font partie du projet de reprise en tant que tel... Souvent, les managers n'osent pas bénéficier de cet accompagnement, alors qu'ils ont la compétence, la connaissance de l'entreprise, et parfois même des ambitions déçues. J'ai vécu cette expérience sur le dossier TRW, où nous avons été appelés dans le dossier par la CGT, ce qui n'est quand même pas courant, dans une situation de

blocage entre l'actionnaire et la CGT locale. Il y avait en réalité un potentiel de reprise par les salariés, qui était méconnu. Et à partir du moment où on a trouvé les trois managers qui étaient susceptibles de porter un projet, on les a accompagnés, on les a décomplexés dans une certaine mesure, ils ont monté le projet de reprise, et ils ont repris l'entreprise. Donc il y a un travail à faire auprès des managers qui sont parfois un peu perdus, embarqués et épuisés, comme vous le disiez très justement. Ils sont d'ailleurs d'autant plus épuisés parce qu'ils ont tout tenté, plus ou moins habilement, et quand ils se retrouvent dans le cadre de la procédure collective, on leur demande encore dix fois plus !

**Franck Michel** : Je voulais rebondir sur ce qu'a dit Vincent Fahmy sur ce troisième marché des filiales des grands groupes sous performants. C'est vrai qu'aujourd'hui, on constate d'une manière générale que les groupes anticipent beaucoup plus les restructurations, et qu'ils cherchent essentiellement à couvrir leurs responsabilités et à faire en sorte que des cessions d'activités soient dotées. Et paradoxalement, aujourd'hui, le problème n'est plus tant de savoir si le groupe est passé d'une activité déficitaire que de savoir si le repreneur aura les moyens financiers et un véritable projet stratégique et managérial pour assurer le redressement de cette entité cédée. Ce que je constate aujourd'hui, c'est qu'on a un nouveau secteur d'investigation pour les professionnels, puisque de plus en plus ces groupes, maintenant, sollicitent la désignation de mandats ad hoc ou de conciliateurs, et les textes prennent le relais, puisque dans le cadre du projet de réforme, il est envisagé que le conciliateur pourrait être investi d'une mission d'assistance à une cession partielle ou totale de l'entreprise.

**Vincent Fahmy** : Oui, je trouve fondamental, dans ce type de situation, d'avoir un cadre juridique qui conforte tout le monde. Parce que toutes les parties vont être là et vont s'accorder sur le plan. Les salariés, les juges qui homologuent et qui représentent « le peuple français » un actionnaire, le vendeur, et toutes les parties. Cela permet d'aligner l'ensemble des parties sur la situation. Et je pense qu'on doit travailler aujourd'hui sur ce type de processus encadré.

**Christophe Ambrosi** : Il faut souligner la tendance générale des grands groupes à céder leurs filiales plus tôt qu'il y a quelques années.

## “ “ Aujourd'hui on constate une volonté de raisonner davantage par rapport à la valeur de l'entreprise, et d'adapter la dette en conséquence ” ”

Philippe Hery

Il ne s'agit désormais plus pour eux d'externaliser un problème insoluble à travers une cession plus ou moins viable, mais plutôt de vendre des filiales lorsqu'elles sont encore redressables. C'est une évolution louable.

**Bruno Courtine** : On a quand même quelques nuages noirs dans le cadre du projet de loi Hamon, qui, de mon point de vue, pose de réelles difficultés. La première, c'est que dans l'hypothèse de cession, on doit demander l'avis des salariés deux mois avant... Il faudra juste qu'on m'explique comment ça fonctionne. Ils seront informés parce qu'ils auront la possibilité de construire eux-mêmes un projet de reprise. Pour être un praticien de ce

genre d'opérations, il faudrait peut-être que monsieur Hamon vienne de temps en temps sur les dossiers pour voir comment ça marche. Et il y a un deuxième élément qu'il ne faut pas oublier, c'est qu'ils ont la possibilité d'exiger, le comité d'entreprise a la possibilité d'exiger la présentation des comptes de la société repreneuse. C'est-à-dire, que vous

vous emmerdez à trouver un repreneur potentiel, a priori sérieux, on a quand même fait le travail en amont, et on lui dit : “ vous allez présenter vos comptes ”.

En réalité, ça ne se passe jamais comme ça, le repreneur se présente au comité d'entreprise, fait une présentation de son business plan, en général, pour qu'il soit un peu vendeur, mais on ne lui demande pas de présenter ses comptes. C'est assez inquiétant.

**Vincent Fahmy** : L'avantage de l'homologation, c'est qu'elle permet aux gens sérieux qui ont des bilans solides, d'être crédibilisés par l'ensemble des parties prenantes.







### Franck Michel

- Administrateur judiciaire depuis 1986, Franck Michel est co-fondateur d'**AJAssociés**.
- Cette étude d'administrateurs judiciaires compte plus de 70 collaborateurs dont 6 associés. De fait, elle est la plus importante (en taille) en France mais aussi la plus active depuis trois ans. En 2013, l'étude a été désignée sur 788 nouvelles missions.
- Franck Michel et ses équipes se sont notamment illustrés sur la Saur, GMD Pack, LH2, Deca France, Le chêne pointu, Le Mans FC ou encore Laguarigue.

**Franck Michel** : Il y a interventions politiques, Je souhaite cette année, en 2014, qu'effectivement les tribunaux aient moins de pression à ce niveau-là.

**Hervé Diogo Amengual** : J'avais été très frappé à l'occasion du dossier Moulinex en 2001 du choix des repreneurs qui avait été fait par le tribunal. Il y avait en présence : d'un côté l'américain Whirlpool, un acteur majeur du secteur, sans conteste le repreneur à l'expérience industrielle la plus conséquente mais dont le plan social, fondé sur cette expérience, était la plus grande, de l'autre, un groupe israélien en association avec une coopérative espagnole dont la notoriété ne rivalisait pas avec celle de Whirlpool mais qui conservait la

plus grande partie des effectifs. Tous ceux qui avaient à donner leur avis, les dirigeants, l'administrateur, le procureur, l'ont donné en faveur de Whirlpool ; les seuls à être en faveur de l'offre israélo-espagnole étaient les salariés. Le tribunal a suivi les salariés et, pendant un certain temps, cela a tout fait fonctionné. Autant je comprends l'approche prudente qui est de confier la charge du redressement aux acteurs les plus expérimentés, autant il y a des redressements réussis qui sont portés par des gens qui y croient vraiment, qui s'investissent, et qui arrivent à accomplir des choses auxquelles pas grand monde ne croyait. Le pire n'est pas toujours sûr; il me semble qu'il faut avoir l'humilité de le reconnaître. Par ailleurs, le discours de vérité et

de réalité à tenir aux salariés dans les procédures collectives en appelle au moins un autre relatif à certains LBO, ceux dont la dette a été calibrée par rapport à des performances "en haut de la vague" alors que leur activité est cyclique. Lorsque la vague retombe, j'ai pu voir des actionnaires et, surtout des dirigeants, résister à ce que des décisions soient imposées en "creux de vague" et demander à ce que le temps nécessaire au cycle d'activité, qui est connu, soit respecté afin de ne pas en enrayer la dynamique.

**X.L. : Dans la renégociation de la Saur, il a été négocié qu'il n'y ait pas de covenants pendant deux ans je crois.**

**Hervé Diogo Amengual** : C'est quelque chose qui n'est pas inhabituel. Les restructurations sont extrêmement chronophages pour le management et, compte tenu de l'effectif plus restreint des équipes dirigeantes, cela peut avoir un effet encore plus déstabilisateur pour l'activité lorsqu'il s'agit d'ETI. Le "covenant-holiday" permet au management de se concentrer sur l'activité au sortir de la restructuration.

**Franck Michel** : Sur la Saur, c'est difficile d'en parler en deux mots, mais je vais essayer. Le côté technique a été passionnant avec une restructuration de l'endettement extrêmement importante, puisque l'endettement est passé de deux milliards à un milliard. La grande interrogation de ce dossier, c'est le comportement des nouveaux actionnaires, puisqu'en fait, c'est une reprise par les banques. Est-ce que les banquiers vont privilégier leur rôle de banquier ou d'actionnaire ?

**Arnaud Joubert** : L'histoire récente a montré que dans ce type de dossiers, comme l'Imprimerie CPI sur lequel on conseillait les banquiers actionnaires, la problématique est que lorsque ce sont des banques qui prennent le contrôle (et non pas des investisseurs spécialistes de la dette du type Centerbridge ou Angelo Gardon), l'environnement juridique français fait qu'elles ont peur de leur ombre, et ont en fait peur de leur rôle d'actionnaire.

Elles font tout pour ne pas assumer leur rôle d'actionnaires et se retrouvent à mettre en place une gouvernance avec des administrateurs indépendants, ce qui, de facto, laisse tout le pouvoir entre les mains du management. Cela aboutit à des situations où il n'y a plus de contrôle ou d'administration qui est effectué par les actionnaires. Les banquiers actionnaires finissent

“ **Le processus d'appel d'offres, dans 75 % des cas, est trop bref car il est fixé par les contraintes de trésorerie** ”

### Franck Michel

par privilégier leur rôle de banquiers, et on se retrouve avec des sociétés sans actionnaires.

**X.L. : Dans la Saur, les banquiers ont bien lutté avec Cube qui avait fait une offre de reprise concurrente ?**

**Franck Michel** : Oui, et il y avait vraiment un projet entrepreneurial derrière Cube, mais les banques avaient le contrôle économique de la restructuration.

**Arnaud Joubert** : Exactement. Et dans la Saur ils auraient dû effacer deux fois plus de dette. Ils ont voulu privilégier leur rôle de banquiers en limitant les pertes qu'ils prenaient dans leur bilan, parce que ce n'était que des banques. Et c'est la même chose qui s'est passée sur Terreal.

**Franck Michel** : Mais c'est une solution qui n'est pas du tout suffisante. Techniquement, c'est une très bonne solution mais le problème de gouvernance n'est pas réglé.

Ce n'est pas une solution pérenne, dans le sens où effectivement c'est un groupe qui dans son développement devra très rapidement s'adresser à un fonds qui représente un actionnaire de référence.

**X.L. : Oui, il y a eu des précédents dans ce sens-là, c'est-à-dire des banques qui avaient converti, et deux ans plus tard cela...**

**Arnaud Joubert** : Dans CPI, le dossier s'est compliqué parce que les banques n'ont pas exercé leur devoir d'actionnaires. Dans le cas de Terreal c'est un petit peu différent. Les banques en 2009 n'ont pas voulu prendre leur perte et ont construit une structure de bilan très complexe, mais sans véritablement ni provoquer un électrochoc chez l'actionnaire existant, ni elles-mêmes prendre le rôle d'actionnaire.

**O.B. : On a beaucoup parlé de Lender Led en 2013. Cette tendance va se poursuivre en 2014 ?**

**Arnaud Joubert** : Oui, il y a une attractivité de la dette pour des investisseurs qui cherchent à prendre le contrôle. On est rentré dans un cycle au niveau mondial, où il y a énormément de liquidité et pas assez d'opportunités, notamment aux États-Unis parce que l'économie marche bien, et que l'afflux de liquidité sur les marchés fait que n'importe quelle société en difficulté trouve à se refinancer très facilement. Les fonds américains de dette cherchent à déployer leur argent en Europe. Ils investissent non pas parce qu'ils trouvent que le pays est attractif ou que l'environnement juridique est attractif, ils investissent parce qu'ils ont trop d'argent. Et ils arrivent à acheter des créances sur des sociétés qu'ils ne connaissent que peu, dans des systèmes juridiques qu'ils ne connaissent pas et achètent parfois assez cher. Des opportunités s'offrent à eux car les banques ont besoin de faire tourner leur bilan du fait de Bâle 3. Et pour autant qu'on soit face à des actionnaires pragmatiques, comme l'a été Cinven sur Frans Bonhomme, qui cherchent avant tout à préserver la société et à la confier à un nouvel actionnaire, qui va être capable d'accompagner le développement





Michel Rességuier

- **Prospères** compte dix huit professionnels et intervient en qualité de managers de crise.
- Depuis trois ans, l'équipe emmenée par Michel Rességuier est leader en France dans ce métier.
- Les vingt professionnels sont intervenus sur vingt trois missions en 2013 parmi lesquelles on peut citer Continentale Nutrition, Invicta, Virgin, Armatures de France, les librairies Chapitre ou encore Thomas Cook.

ou le redressement de la société, je pense qu'on devrait voir plus de *Lender Led* investisseur (et non pas des *Lender Led* bancaire)

**Franck Michel** : Oui des *Lender Led* par vocation et non pas par défaut. Et c'est totalement différent comme approche.

**Nicolas Theys** : En effet la technique juridique de la conversion de la dette en equity n'est pas encore très développée en France, voire n'existe pas, alors qu'aux États-Unis celle-ci est tout à fait courante. Aujourd'hui, on ne peut pas forcer une conversion, ni forcer un actionnaire à vendre, cela n'est pas possible.

Les anciennes documentations ne faisaient pas d'avantage référence à des

pactes commissaires, entraînant de ce fait la mise en œuvre d'une procédure classique d'attribution des titres.

**Arnaud Joubert** : C'est tout à fait vrai, mais la beauté quand même de notre système juridique, c'est que tous les acteurs sont raisonnablement pragmatiques.

Sur Novasep qui est un dossier qui commence maintenant à dater un tout petit peu, où nous conseillions les créanciers, on était face à un actionnaire qui refusait jusqu'au dernier moment de donner les clés de la société, et rien ne pouvait l'y contraindre en droit français. Mais on a un environnement économique-juridico-politique qui permet in fine de réaliser les transactions un peu comme dans le monde anglo-saxon.

Et pour ce qui concerne les créanciers de Novasep, ils sont parvenus à un deal de conversion de dette en equity forcé, qui était meilleur que ce qu'ils auraient obtenu aux États-Unis, parce que quand un actionnaire résiste trop longtemps et de façon trop absurde, la pression qu'il finit par recevoir lui fait tout perdre. Et là où aux États-Unis il aurait peut-être gardé 5 % de la société, là, il a gardé 0 %.

Donc, la petite note d'optimisme avant que la loi ne soit changée, c'est que quand il y a une vraie volonté politique, on arrive quand même à faire des transactions raisonnables.

**Nicolas Theys** : Encore faut-il avoir un manager, un actionnaire et un mandataire social responsables... car c'est le mandataire social qui engage

ou pas la société dans un processus judiciaire.

**Arnaud Joubert** : Tout à fait.

**Marc Sénéchal** : Je crois qu'au-delà de la technique juridique, dont on parle, et qui finalement est à peu près la même où qu'on se trouve, on passe soit par un " Asset Deal ", soit par la dette, peu importe, mais il n'y a pas 36 façons de prendre le contrôle d'une société, ou de prendre possession de ses actifs. En réalité, ce qui fait la différence entre les systèmes juridiques, c'est l'idéologie qui les anime.

**Nicolas Theys** : Oui, très clairement.

**Marc Sénéchal** : Et je crois qu'on n'aura pas fait ce travail de refondation du droit français, tant qu'on n'aura pas instruit le procès de l'idéologie qui le traverse. Le droit français a une idéologie très clairement affirmée en 1985 lorsqu'a été fait le choix de défendre les intérêts de l'entreprise et du débiteur. Le droit anglo-saxon, lui, a une approche beaucoup plus pragmatique, beaucoup plus équilibrée des choses, c'est-à-dire tenant compte de l'environnement de l'entreprise en difficulté, et pas seulement de

“ Je ne crois pas que le levier social soit le premier moyen du redressement, surtout si la direction de l'entreprise sait reconnaître les premiers signes de dégradation de la performance économique ”

Michel Rességuier

l'entreprise elle-même. On ne dira jamais assez l'absurdité du droit social français dont nous mesurons tous, à l'occasion de l'accomplissement de nos missions, les effets destructeurs d'emploi et de richesse. Les juridictions, que ce soit en première instance ou en appel, ont des jurisprudences absolument contreproductives et en définitive contraires aux intérêts de ceux qu'il s'agit de protéger, contreproductives pour le pays lui-même, parce que ces règles font peur aux employeurs et aux investisseurs. Le droit français s'est bâti sur le sacrifice des droits des créanciers, très nettement. La meilleure illustration de ce choix est sans conteste le plan de

cession, outil d'éviction du propriétaire de l'entreprise et d'écrasement de la dette et partant de spoliation des créanciers. La réforme en cours devrait permettre d'avoir un dispositif plus équilibré d'une part à raison de l'introduction du " prepack cession ", dont il faut se réjouir si l'on parvient à concevoir un dispositif assurant la transparence dans la mise en concurrence des offres et d'autre part par la faculté offerte aux créanciers de prendre,

à certaines conditions, le contrôle de la société débitrice par la conversion de leur créance en capital. C'est évidemment un marché totalement nouveau qui est en train de s'ouvrir, qui pour l'instant était ignoré de nos banquiers. Ces deux illustrations témoignent sans doute de la mutation du droit français, ce qui me paraît une bonne chose pour nos dossiers.

**Nicolas Theys** : Un commentaire néanmoins sur le " prepack cession ", qui existe également en Angleterre, mais où il s'avère être très critiqué en raison des abus qu'il a





engendrés notamment en raison de sa trop grande rapidité...

**Franck Michel** : ...et surtout aux dirigeants, parce que chez les Anglo-saxons, le dirigeant peut reprendre sa propre entreprise avec l'accord des créanciers ce qui en droit français, effectivement, nous mettrait tous en difficultés pour infraction à l'indépendance du repreneur.

**Marc Sénéchal** : En droit anglais, les créanciers ont leur mot à dire sur le plan de cession, ce qui n'est pas le cas en droit français. On comprend mieux pourquoi les interdictions légales d'acquiescer prévues par notre code n'existent sans doute pas Outre Manche.

**Franck Michel** : J'en profite pour demander à Marc, dans le cadre de la réforme, il y a bien un point qui me paraît important, c'est le fait qu'en matière de sauvegarde, le Tribunal ait la possibilité de confier à l'administrateur judiciaire une mission 3.

**O.B. : Pouvez-vous nous rappeler ce qu'est une mission 3 ?**



**Franck Michel** : Une mission de représentation. Parce qu'on se retrouve, certes pas fréquemment, avec des typologies de sociétés qui ne sont pas en état de cessation des paiements mais pour lesquelles celui-ci risque d'apparaître par la permanence du conflit entre actionnaires. Dans cette hypothèse l'intérêt d'une procédure de sauvegarde avec un administrateur judiciaire dotée d'une mission de représentation serait de lui donner les outils pour régler à la fois le problème de la gouvernance et le problème de la restructuration de la dette en prévenant un état de cessation des paiements.

**Marc Sénéchal** : C'est pour ça que je ne suis pas du tout un militant fervent de la sauvegarde, pour la raison simple qu'elle privilégie la forme sur le fond, revêtant les atours d'une procédure négociée et amiable, là où elle est une authentique procédure collective, très proche du redressement judiciaire. Cette proximité explique que, contrairement à ce que l'on entend souvent, le dirigeant doit être assisté d'un administrateur judiciaire et il subit un dessaisissement inhérent à la discipline collective car en découlant nécessairement, s'agissant des actes de disposition étrangers à la gestion courante, lesquels nécessitent une autorisation du juge-commissaire. De là à prévoir une mission de représentation en sauvegarde, il y a un pas que je suis prêt intellectuellement à franchir puisqu'il y a la confirmation de mon intuition de l'absence de différence de nature entre la sauvegarde et le redressement judiciaire.

**Franck Michel** : Il y a une grosse différence, c'est qu'en sauvegarde, il n'y a pas de cessation de paiement, donc ça voudrait dire effectivement qu'on pourrait, à travers une sauvegarde, effectivement, à la fois régler le problème de la gouvernance, et le problème de la restructuration,



**Hervé Diogo Amengual** : Pour revenir sur ce que disait Marc sur l'idéologie et le pragmatisme, pas au regard du droit anglais, mais au regard du droit américain, il y a deux principes cardinaux aux États-Unis dont on ne retrouve pas trace en droit français. Le premier, est que chacun des créanciers doit percevoir dans le cadre de la procédure au moins autant que ce qu'il aurait perçu dans le cadre d'une liquidation. Le deuxième principe est que la hiérarchie des créanciers est tout à fait lisible et respectée dans le cadre de la procédure. Autrement dit, depuis les créanciers privilégiés, jusqu'aux les créanciers chirographaires, et ensuite les actionnaires, le poids de chacun dans la procédure et ce que chacun percevra dépend de son rang dans la hiérarchie.

A partir du moment où la société ne peut pas faire face à ses engagements, on estime que le centre de décision change, qu'il appartient aux créanciers de décider. Alors qu'en France, c'est au juge que l'on demande de décider et

de faire mieux que les professionnels du secteur qui n'ont pas réussi. Autant ce que l'on retrouve d'ailleurs dans les procédures amiables, que le juge s'assure qu'un accord qui est négocié par toutes les parties prenantes, est équilibré et que personne n'est injustement lésé me paraît un excellent mode de fonctionnement, autant je m'interroge sur le pouvoir de décision encore réservé au juge en procédure collective française.

**Franck Michel** : Le pouvoir juridique devrait céder la place au pouvoir économique, c'est ce qui me paraît évident.

**Bruno Courtine** : N'oublions pas un élément statistique essentiel : de quoi parle-t-on ? Vos réflexions me semblent surtout applicables aux entreprises de taille significative. N'oublions pas que 90 % des entreprises ont moins de dix salariés. La vraie question est de savoir si la loi répond bien à une question : savoir si on doit maintenir le pouvoir

aux dirigeants de cette petite entreprise pour lui permettre de régler sa propre problématique, ou si au contraire, en concédant le pouvoir aux créanciers en tant que tels, on ne risque pas d'aller à l'encontre de l'objectif de la loi - qui doit être la même pour tous. Si on considère que la loi ne doit pas être la même pour tous, ce qui est tout à fait imaginable après tout (en droit du travail, le droit du licenciement dans une PME n'est pas complètement le même que le droit du licenciement dans une grosse entreprise), alors il faut se poser la question d'avoir des règles ou des normes qui ne soient pas nécessairement les mêmes en fonction de la taille de l'entreprise.

**Hervé Diogo Amengual** : C'est une excellente réflexion. Je suis toujours un peu réservé sur le principe ou le dogme qu'il faudrait que tout le monde soit traité de façon identique. Pour les 35-40 sociétés de plus de 300 salariés dont parlait Marc, ayant des gros impacts en matière de plans sociaux, il faudrait

sans doute un dispositif plus approprié.

**Bruno Courtine** : Mais sur le plan social, cela crée le débat entre les représentants du personnel et les créanciers. Ce qui est déjà la réalité aujourd'hui, par les logiques de co-emplois, etc... Mais on risque de rétablir un rapport de forces entre les salariés et les créanciers, et non pas entre les salariés et l'administrateur judiciaire ou le mandataire en fonction de la situation.

**Hervé Diogo Amengual** : Bien sûr. Mais comme tu le disais, les rapports d'une entreprise avec ses différents partenaires, internes et externes, et notamment ses créanciers, ne sont pas du tout les mêmes dans des entreprises de 1 à 10 salariés, et dans des entreprises de 300 salariés ou plus. ■

