

Hélène Bourbouloux



Cesar Rodriguez Montes



Marc Santoni



Paul Talbourdet



Nicolas Theys

Gonzague de Bliignières



Philippe Dubois



Sophie Moreau-Garenne



Laurent Mabilat



Christophe Talon

Jacques Henrot



Vincent Batlle



Jean-Pierre Farges



LES RENCONTRES D'EXPERTS

Les LBO en difficulté

Guillaume Bouclier



Jean-Louis de Bernardy



Pascal Fouache



Mathieu Guillemain



Xavier Moreno





Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Les défis à relever en matière de LBO en difficulté sont nombreux : qualité de l'information et de l'équipe de management, usage de la new money, relations emprunteurs - investisseurs - banquiers, reconstruction d'un financement adapté... Option Droit & Affaires a réuni 10 experts des problématiques des LBO et de la restructuration afin de dresser un état des lieux de la matière.

LBO en difficulté

LE DIAGNOSTIC FINANCIER, UN PRÉALABLE NÉCESSAIRE AUX PREMIÈRES NÉGOCIATIONS

Sophie Moreau-Garenne : La problématique des entreprises de taille moyenne sous LBO est la même que celle que l'on rencontre dans une entreprise classique : les difficultés sont souvent constatées trop tard. Au sein des grands LBO, avec des structures de groupes plus importantes, la maîtrise du calendrier est souvent bien meilleure. Quand le premier signal vient des banques en prévention d'une rupture des covenants ou plus grave d'une impasse de trésorerie, la crise est déjà avérée. Le premier diagnostic financier est alors primordial car il doit déterminer si les difficultés résultent d'un problème de covenants (un rééchelonnement de la dette sera suffisant), ou s'il est nécessaire d'injecter de la new money (les positions vont alors se cristalliser autour du sponsor et de sa capacité à rester autour de la

table des négociations). Ce diagnostic doit être réalisé rapidement et de manière indépendante de façon à évaluer le besoin de liquidités et pour comprendre l'origine de ce besoin : est-ce un problème d'endettement, de pertes d'exploitation, de BFR (perte de crédit fournisseurs ?) Même dans un LBO qui par définition met la trésorerie sous tension, il y a un vrai travail en profondeur à réaliser préalablement aux premières négociations. Car tous ces éléments d'analyse vont poser le débat et orienter la négociation.

L'état des lieux est primordial en ce qu'il cristallise les négociations et les rapports de force entre ceux qui sont capables de financer et ceux qui ne le sont pas. En cas de besoin de new money, les actionnaires sont rapidement mis au pied du mur et doivent annoncer s'ils continuent ou pas à soutenir l'entreprise.

Hélène Bourbouloux : Il n'est en effet pas simple d'identifier si l'on est en présence de simples difficultés conjoncturelles

liées à la crise, ou si le montage s'est avéré dès l'origine trop ambitieux. Dans les deux hypothèses, les parties autour de la table ont à traiter deux sujets : une adaptation de la situation à la conjoncture et/ou une réadaptation de la structure financière. Le diagnostic préalable est donc très important car la tentation est grande pour les parties de se contenter de « pousser le tas de sable devant », c'est-à-dire de donner un souffle de quelques années à l'entreprise sans nécessairement traiter le fond du problème. En 2009, nous avons été confrontés à ces différentes typologies de dossiers, certains cumulant les deux difficultés, d'autres simplement un problème conjoncturel.

Gonzague de Blignières : Selon moi, si le fonds d'investissement apprend par la banque que le LBO est en difficulté, c'est souvent trop tard. Lorsque les fonds d'investissement réalisent des opérations de LBO, ils savent trois à six mois à l'avance qu'il y a un problème de liquidités et de covenants. Dans la plupart

des cas, le fonds de private equity a anticipé la réunion avec les banques et a refait ses calculs. A partir du moment où l'on reconnaît que l'on a payé trop cher une affaire et qu'il faut réinjecter de l'argent, il y a une attitude différente à tenir vis-à-vis du management et de l'entreprise. Quatre parties vont discuter autour de la table des négociations : le management qui a son package – et qui est d'ailleurs souvent traité en dernier et c'est un problème – le fonds et son equity, le mezzaneur et le banquier. C'est dans cette hypothèse d'ailleurs que l'on perçoit des différences de sincérité entre les fonds. La force d'un fonds d'investissement, allié à un bon management, est d'anticiper les difficultés financières de l'entreprise.

Vincent Batlle : De plus en plus fréquemment, les équipes de management ou les fonds d'investissement nous consultent en amont des difficultés, effectivement de trois à six mois avant les ruptures de covenants, pour confirmer leur jugement et pour

«Le premier diagnostic financier est primordial car il doit déterminer si les difficultés résultent d'un problème de covenants ou s'il est nécessaire d'injecter de la new money.»



Sophie Moreau-Garenne,
managing director,
Duff & Phelps

Christophe Talon,
président,
Green Recovery

«Les entreprises opérationnelles qui perdent 5 à 10 % par an sont vraiment en difficulté, et cela n'a rien à voir avec le fait qu'elles soient sous LBO.»

que nous les aidions à réfléchir aux solutions à mettre en place pour se préparer au mieux. Cela démontre de leur part une plus grande maturité sur les problématiques de refinancement que ce que l'on observait il y a encore un an.

Christophe Talon : Depuis deux ans, on promet un nombre incroyable de LBO en grande difficulté, pourtant nous n'avons pas vu grand-chose. Je m'explique. Les entreprises opérationnelles qui perdent 5 à 10 % par an sont vraiment en difficulté, et cela n'a rien à voir avec le fait qu'elles soient sous LBO. Selon moi, les sociétés opérationnelles connaissent beaucoup moins de difficulté que les sociétés-mères.

Hélène Bourbouloux : Vous avez raison de préciser cette typologie. Néanmoins les ressources de la mère viennent de la fille. De plus, la qualité de la société opérationnelle sous LBO se transforme en faiblesse dans des situations de crise. En général, la trésorerie est déjà optimisée, les charges sont bien tenues et ce sont les politiques d'investissement qui ont permis, années après années, d'améliorer les produits. Ne diabolisons donc pas le LBO qui a contribué à la croissance dans un rythme plus soutenu que les autres sociétés.

Christophe Talon : Je serai quand même très étonné qu'un directeur de l'investissement mette en péril la société fille sous prétexte de rembourser une échéance de la mère.

Gonzague de Blignères : Je ne suis pas totalement d'accord avec vous. Les ressources de la mère ne sont pas issues uniquement de la fille, elles proviennent également des actionnaires ou d'éventuels abandons de la mezzanine.

Marc Santoni : A ce stade des discussions, je voudrais faire une

observation sur l'impact de la crise sur ces sociétés cibles, qui continuent en général à bien se porter. Ce sont des sociétés que les fonds ont sélectionnées pour leur historique et leur rentabilité. Survient néanmoins un impact majeur sur leur financement lorsque le holding doit faire face à une rupture de la dette senior. Les répercussions sont alors importantes sur la fille, on se retrouve face à un arrêt du tirage des crédits revolvers, un arrêt de la ligne capex, etc. Il faut dès lors plus souvent s'atteler avec les mandataires à retrouver une source de financement court terme dans les cibles avant de traiter le vrai sujet qu'est la dette LBO. La première tâche des mandataires et des conseils est de restaurer le financement d'exploitation du bas car les banquiers ont tendance à rapidement montrer leurs muscles en retirant les crédits, ce qui est très dangereux pour la cible.

S'agissant de l'attitude des investisseurs, j'estime qu'ils prennent aujourd'hui rapidement conscience des difficultés car j'ouvre mes dossiers un an avant la survenance des problèmes. Particulièrement pour les dossiers dont la dette est supérieure à 400 ou 500 millions d'euros. On voit donc une certaine maturité des acteurs du private equity. En revanche, force est de constater le massacre réalisé au niveau du timing des négociations. Si vous me permettez une image, c'est comme si on partait du 23^e étage d'un immeuble, et aucun deal ne se signe tant qu'on n'est pas arrivé à l'entresol. Pourtant, nous n'avons pas le temps de jouer avec les allumettes.

Hélène Bourbouloux : J'ajoute même qu'une fois l'accord trouvé, il faut faire face à l'intervention des «serial closers» dont les processus rallongent les délais de la signature définitive. Compter plusieurs semaines, voire plusieurs mois pour peaufiner le closing, désespère le management et les investisseurs. On arrive même à des pratiques incroyables dans lesquelles la forme de la documentation est décidée avant

même l'homologation, et il est vrai que nous devons prendre en compte cette phase-là très tôt pour implémenter au plus vite l'accord de peur qu'une nouvelle dégradation intervienne dans la phase de closing.

Pour ma part, je n'ai pas connu d'expérience de comportements déraisonnables de la part des investisseurs. Les messages sont parfaitement passés. Très vite, les investisseurs choisissent d'investir et d'apporter de l'argent, ou de ne pas se réengager et de laisser les clés sans être contraignants.

Jean-Pierre Farges : Tout dépend du diagnostic que l'on fait de la situation économique et financière de l'entreprise. Une difficulté supplémentaire se manifeste lorsqu'un tiers intervient pour faire la new money alors qu'il n'est pas l'investisseur d'origine. Le tiers a alors pour but de maximiser son profit, et cela n'a rien d'illégitime. De la même façon, les prêteurs qui, dans le cadre de la restructuration, ont accepté de dégrader leur risque de crédit voire d'écraser une partie de leur dette, essaieront à tout le moins de maximiser leur marge ou de retrouver tout ou partie de la dette écrasée dans l'hypothèse de retour à meilleure fortune à l'entreprise. Investisseurs et prêteurs réagissent donc, tout naturellement, selon une logique voisine où risque et profit sont corrélés.

Il faut bien avouer que l'on est souvent contents de trouver ces investisseurs «sauveurs», même s'ils sont dans une logique de maximisation de leurs profits. Mais je trouve relativement naturel que les prêteurs entrent dans une certaine mesure en «concurrence» avec eux sur le partage des profits de l'entreprise. Il est donc également logique qu'au moment de la rédaction de la documentation ces divergences se cristallisent et que les divers mécanismes juridiques susceptibles de rassurer tant les investisseurs que les prêteurs soient âprement discutés. En effet, les prêteurs ont souvent accompagné l'entreprise depuis

le début de l'aventure, contrairement à l'investisseur «sauveur» qui n'a pas participé au risque initial. Même dans l'hypothèse où c'est l'investisseur originaire du dossier qui réinvestit, il est normal que les prêteurs discutent la documentation dans la mesure où ils prennent des risques supplémentaires, qu'ils assument en contrepartie d'un profit limité en comparaison de celui de l'actionnaire. A fortiori, lorsqu'il y a écrasement partiel de la dette, il n'est pas illégitime que les prêteurs défendent leurs intérêts et tentent d'encadrer la situation nouvelle dans laquelle il va se trouver après l'effort considérable qu'il a accepté de faire.

Marc Santoni : Mais les statistiques de dossiers LBO mettant en scène l'intervention d'un nouvel entrant sont très faibles. Il y a en effet un fossé énorme entre la valorisation qu'un entrant peut faire d'une entreprise sous LBO, et la valeur de la dette. Rapprocher les parties a toujours été un exercice très difficile.

Gonzague de Blignères : D'ailleurs, on avait prédit un déferlement d'interventions de fonds de retournement pour racheter de la dette...

Marc Santoni : Quels sont les dossiers que l'on a vu passer ? On les compte sur les doigts d'une main.

Gonzague de Blignères : Absolument.

Jean-Pierre Farges : Les actionnaires et les sponsors du LBO actuel ont un degré d'information qui est totalement différent par rapport au nouvel entrant.

Marc Santoni : Ils s'impliquent ainsi. Il y a très peu de gens qui jettent les clés dans un LBO.

«Il faut prouver que nous ne sommes pas de simples acheteurs d'entreprises mais des financeurs de projets d'entreprise et des accompagnateurs du management, le cas échéant.»

Gonzague de Blignières,
président,
Barclays Private Equity



Jean-Pierre Farges : On revient donc à la question du diagnostic : lorsque le LBO est dans une situation particulièrement difficile et où il est nécessaire d'injecter des liquidités, un certain nombre d'acteurs (fonds d'investissement ou prêteurs) ne peuvent pas nécessairement suivre pour des raisons structurelles.

Marc Santoni : C'est pourquoi je pense qu'un des premiers exercices à faire avec l'ensemble des partenaires du LBO est l'analyse du passé et du business plan futur. Il faut ensuite rapidement parler de la valeur et de l'état de chacune des parties dans la dette. Très vite, le débat va se cristalliser sur le partage du gâteau futur.

LES PARTIES ENCOURAGÉES À NÉGOCIER PAR LA VOIE AMIABLE

Hélène Bourbouloux : A chaque dossier, je constate une posture différente des parties en présence. Néanmoins, quelques mouvements intéressants sont apparus durant l'année 2009. D'abord l'affaire Monier – qui n'a pas été réalisée en France mais qui concernait une entreprise bien connue de l'Hexagone – a marqué une certaine libération des créanciers et notamment des banques françaises. Elles ont en effet renforcé leur position en annonçant qu'elles porteraient elles-mêmes une solution si aucun accord n'était trouvé. Jusqu'à présent, cette attitude était plus connue chez les financiers anglo-saxons que chez les Français. Le dossier Monier était inimaginable pour les banques françaises il y a encore 24 mois.

Deuxième mouvement à noter : durant les huit premiers mois de 2009, les mezzaneurs ont été «carbonisés». Pendant une bonne partie de l'année 2009, ils ne constituaient pas une

source de proposition. Mais depuis octobre ou novembre dernier, une vraie rébellion est en marche. Il s'agit peut-être d'un phénomène conjoncturel lié à des dossiers moins abîmés que ceux connus jusqu'à présent. Force est néanmoins de constater que les mezzaneurs sont aujourd'hui prêts à aller au bout de la logique de leur investissement d'origine en fonction du risque, de trouver un compromis avec les investisseurs en place et de participer avec eux à l'effort de demain. Quatre temps doivent être respectés pour que les négociations se déroulent efficacement :

1. Le partage de l'information : diagnostic, solution et fixation de la valeur ;
2. l'émergence de la solution ;
3. la négociation de la solution ;
4. l'implémentation.

L'idéal est que toutes les étapes soient réalisées dans un délai de 12 mois. En effet, certains dossiers ont mis 18 ou 24 mois, au risque d'exposer le business et de venir à bout du management. D'autres ont bénéficié de la meilleure conjoncture de fin d'année et ont pu accélérer les délais.

La professionnalisation des acteurs est en cours. Notamment des créanciers étrangers qui, après avoir été tétanisés par l'idée d'une restructuration en France, ont été amenés à revoir leur position et se rendre compte de l'avantage de l'homologation d'une conciliation qui vient sécuriser leur éventuel réinvestissement dans l'entreprise.

Cesar Rodriguez Montes : Demeure néanmoins l'éternelle problème : la banque ne cherche pas à devenir actionnaire de l'entreprise, mais à simplement obtenir un pouvoir de négociation afin de convaincre l'actionnaire de prendre des mesures fortes et éventuellement de remettre du capital.

Hélène Bourbouloux,
administrateur judiciaire,
Etude Facques Hess
Bourbouloux



Hélène Bourbouloux : Dans les dossiers comme CPI, SGD et Terreal, il y a eu une unanimité des parties prenantes. Dans le cas Thomson, les deux tiers des prêteurs considèrent heureuse la sauvegarde puisque conforme à l'accord préparé en amont. Les banquiers et les créanciers se sont montrés dans la plupart des cas raisonnables et sérieux. Une fois que l'accord a été négocié dans ses principaux termes économiques, ils ne veulent pas être otages d'un entrant qui vient «trader» la dette au dernier moment alors que toutes les parties se sont déjà mises d'accord. Les créanciers ont donc besoin d'un outil dans lequel les deux tiers d'entre eux permettent d'implémenter les positions et d'éviter les chantages des minoritaires pour avoir l'unanimité. Certains dossiers de la place donnent une très mauvaise image de la sauvegarde. Notez néanmoins que très peu de ces dossiers ont fait l'objet de procédure de négociation amiable avant l'ouverture de la sauvegarde. Je crois que les juridictions devraient s'assurer que des alternatives pour engager le dialogue avec les créanciers ont été recherchées avant l'ouverture de la procédure de sauvegarde. Dans le cadre d'un mandat ad hoc ou pas, peu importe. Mais au moins, s'assurer qu'un dialogue ait été ouvert. La brutalité d'une sauvegarde peut en effet être effrayante, mais s'en priver revient à empêcher les deux tiers des créanciers d'une solution.

Marc Santoni : Votre réaction en tant que banquier est très importante. La première question que je pose à une mezzanine ou aux banquiers dans un dossier LBO, est : êtes-vous prêts à prendre le capital ? Dans la documentation que vous signez, votre seule vraie garantie est le nantissement sur les titres. Si vous prenez cette garantie, il faut être capable d'aller jusqu'au bout. C'est justement en ayant cette capacité que votre négociation s'affirme.

«La brutalité d'une sauvegarde peut être effrayante, mais s'en priver revient à empêcher les deux tiers des créanciers d'une solution.»

La sauvegarde est simplement l'échec de la documentation folle que vous avez signé au préalable. Quand il s'agit de négocier 7 milliards d'euros la sortie, on sait comment faire. Mais lorsqu'il s'agit de négocier en matière de restructuration, la documentation contient un principe de subordination, un nantissement et des règles d'unanimité dès que l'on touche à des sujets sensibles comme la maturité ou la rémunération. Nous sommes donc condamnés à rechercher en permanence cette unanimité qui bloque l'avancée des dossiers. Il faut l'arrêter.

Contrairement à ce qui est dit sur la place, il y a très peu de LBO qui font l'objet de sauvegardes. Ce sont d'ailleurs tous des échecs, sauf les prépacks, car la mécanique de la sauvegarde n'est pas adaptée à un LBO. Parvenir à rembourser une dette LBO en 10 ans est mathématiquement difficile. Je l'ai simulé dans une quinzaine de dossiers, il est rare que les cash-flows permettent le service de la dette et on est obligé de retomber dans de la dette «bullet». En revanche, elle est utile pour permettre de contourner la règle idiote de l'unanimité et retourner vers celle des deux tiers. Dans un dossier récent, l'entreprise devait faire face à une dette d'un milliard d'euros. Après une bataille d'un an et demi pour arriver à un accord unanime, les parties avaient laissé dans la nouvelle documentation la règle de l'unanimité. Je pense que c'est à chacune des parties de faire le ménage dans les futures documentations. Dans Autodistribution, le premier prépack a été réalisé car deux tiers des banquiers soutenaient la solution proposée. La sauvegarde a donc été utilisée pour faire passer l'accord. La sauvegarde ne crée pas de valeur, même si on la fait passer en éclair. Il faut donc que banquiers et mezzaneurs mettent en place des règles permettant de restructurer sans bloquer le dossier. Il y a un important effort à réaliser sur ce point.

«Aujourd'hui, une communauté de vue peut se former. Souvent en 2009, cette communauté de vue entre l'investisseur initial, les banquiers, les managers et les investisseurs externes appelés en renfort n'existait pas.»

Vincent Batlle, associé,
responsable de Deloitte
Reorganisation Services



Jean-Pierre Farges : Sur le risque d'ouverture abusive de sauvegarde, on peut ajouter que les arrêts Cœur Défense et Mansford de la Cour d'Appel de Paris du 25 février dernier marquent un véritable coup de semonce. En effet même si les motifs décisifs notamment sur "les difficultés affectant l'activité" soient discutables, ces décisions rappellent avec force que pour les juges du fond, l'esprit de la loi de sauvegarde n'est pas de permettre librement au débiteur de "modifier unilatéralement les obligations découlant des contrats de prêt" qu'il a pu souscrire....

LE REMPLACEMENT DES MANAGERS, UNE VOIE PEU EXPLORÉE

Gonzague de Blignières : Je suis surpris que personne ne parle des managers. Derrière toutes les négociations autour d'un LBO en difficulté, il faut ne pas mettre trop de pression sur les managers. Quel camp doivent-ils choisir : celui de la dette, de la mezzanine, de leur propre package, de l'equity ? J'ai été très frappé de l'attitude de certains managers totalement perdus. Le fonds d'investissement responsable doit mettre en place une équipe de management chargée d'effectuer un business plan. Ensuite, s'il croit au nouveau business plan, il remet de l'argent en l'annonçant rapidement et en négociant avec tout le monde.

Barclays Private Equity investit en Angleterre, en Allemagne, en Italie et en France. Il est intéressant de voir les différents raisonnements suivant les pays. Chez les Anglais, si la valeur de la participation ne vaut plus rien, on laisse les clés à la banque sans état d'âme. Chez les Français et les Allemands, ce raisonnement est impossible pour de multiples raisons. Chez les Italiens, ils se débrouillent toujours !

Nicolas Theys : Je partage totalement votre avis sur la question des managers. Effectivement ce sont eux qui tiennent l'entreprise, qui négocient durant les réunions, qui sont les responsables légaux de l'entreprise et qui doivent régulariser, ou pas, une déclaration de cessation des paiements. Tout le poids repose sur leurs épaules. Les managers sont les acteurs clés des restructurations.

Hélène Bourbouloux : En réalité, les managers demandent à passer dans une phase encadrée des négociations, pour restaurer les rapports de force et ne pas se trouver en tenaille entre les intérêts des investisseurs et ceux des créanciers. Ils ne sont pas tentés d'aller ailleurs s'ils se sentent soutenus par un investisseur stable et responsable. En revanche, à défaut de solution portée par l'investisseur pour sauver l'entreprise, le management montre qu'il peut s'adapter.

Créanciers et investisseurs ont conscience de l'importance de préserver les intérêts des managers. Ils font en sorte de calibrer les management packages dans le but de ne pas faire payer au management la difficulté présente. Ce raisonnement suppose, bien entendu, une bonne équipe interne, c'est-à-dire que les difficultés de l'entreprise ne soient pas liées à un problème de management. Les quelques sanctions d'investisseurs que l'on a constatées ces derniers mois s'expliquent souvent par une question de choix de management. Quant aux crispations entre investisseurs et banquiers, elles s'expliquent souvent par les reproches des créanciers de ne pas avoir su mettre en place les bons managers au bon moment.

Philippe Dubois : Les managers demandent en effet un encadrement des négociations qui soit confidentiel, car ils pensent au business. La problématique suivante est celle de l'homologation qui confère une publicité à l'accord négocié.

Hélène Bourbouloux : Ce sujet de la confidentialité est déterminant et il est parfois rageant de voir que les négociations de la veille sont résumées dès le lendemain dans certaine presse financière. Certes les créanciers ont besoin de conserver la fluidité de leur titre de dette pour le négociateur et pour cela certains d'entre eux communiquent parfois l'information au marché.

Philippe Dubois : Dans la majorité des dossiers, la confidentialité est préservée : quand il y a des fuites, elles sont le plus souvent le fait du débiteur lui-même.

Hélène Bourbouloux : Je suis d'accord. La révélation de l'existence de procédure amiable, de mandat ad hoc, ou conciliation, a en général été plutôt bien respectée.

Marc Santoni : Malheureusement il n'existe pas d'outil pour les éviter. Il faut accepter les fuites. Le gros problème, c'est l'impact sur le BFR. Dans un de mes dossiers, la fuite nous a coûté 100 millions d'euros de BFR. Le lendemain de la publication dans la presse, il fallait retrouver 100 millions d'euros de new money. S'agissant des managers, j'observe que dans 3 dossiers LBO sur 4 qui présentent une dette de moins de 150 millions d'euros, on change le management...

Sophie Moreau-Garenne : ... au moins la direction financière, en tout cas, qui joue le rôle de fusible dans les négociations, parce qu'elle n'aurait pas été clairvoyante sur l'ampleur des difficultés. Tous les scénarios doivent être discutés, même le pire, avec une mesure du point bas en trésorerie tenant compte d'une dégradation substantielle du crédit fournisseurs et de l'assurance crédit. Très souvent les managers sont dans l'incapacité de prévoir ce «BFR de crise».

Marc Santoni : Oui quand je dis management, j'inclus la direction financière.

Jean-Pierre Farges : Absolument. Il y a une différence de segment entre les petits et les gros LBO. En dessous de 150 millions d'euros de dette, on voit très souvent un changement de directeur financier.

Marc Santoni : La responsabilité du manager est d'ailleurs souvent plus importante dans une petite société. On y voit plus régulièrement des erreurs de management qui influent sur l'entreprise. Dans les plus grands LBO, les difficultés sont plus liées à la crise.

Vincent Batlle : Pour notre part, nous avons vécu dans un certain nombre de dossiers un changement de directeur financier soit avant, soit au cours de notre intervention. Ces changements, qui se justifient souvent par un défaut de maîtrise et d'anticipation des besoins de trésorerie court ou moyen

terme, engendrent des délais supplémentaires nécessaires à l'appropriation, par le nouveau directeur financier, d'un nouveau business plan et de nouvelles prévisions de trésorerie. A contrario, le regard neuf qu'il va porter sur la situation est un avantage indéniable.

Christophe Talon : Nous avons organisé au sein de l'AFIC une table ronde «Relations dirigeants-investisseurs en période de crise» avec de nombreux investisseurs. Pour eux, le changement de l'équipe dirigeante n'est absolument pas systématique et ils ne l'envisagent que dans certains cas isolés. Ils considèrent qu'ils doivent être véritablement acculés avant de procéder à une telle mesure.

Gonzague de Blignières : Le changement de management sur des dossiers supérieurs à 150 millions d'euros ne va pas modifier sensiblement la vie de l'entreprise. Ce sont dans les opérations plus modestes que cela va avoir des répercussions notables avec une prise de risque énorme. N'oublions pas que cela coûte également très cher, sans garantie aucune que le nouveau manager soit plus efficace.

Je suis fondamentalement opposé au changement de l'équipe de management et ce pour une raison de fond : si notre profession souhaite être valorisée et que nous pouvons la défendre efficacement, il faut prouver que nous ne sommes pas de simples acheteurs d'entreprises mais des financeurs de projets d'entreprise et des accompagnateurs du management, le cas échéant. De plus, le changement de l'équipe de management nuit au taux de rentabilité interne de l'entreprise du fait du retard qui en résulte. Je suis partisan de payer davantage en doublant le management pour une durée déterminée. Ainsi, le manager maintenu à son poste poursuit ses objectifs de croissance et une nouvelle personne est engagée pour tenter de gommer les difficultés, sans accumuler de retard.

Nicolas Theys : Dans les dossiers plus modestes, le management n'est pas remplacé, mais il est souvent encadré avec des équipes dédiées sur des marchés particuliers. Parfois, le cas échéant, le directeur administratif et financier sera supplanté, mais rarement le manager, car cela n'envoie pas un signal positif aux banques.

Sophie Moreau-Garenne : Et tout dépend si l'on se situe dans un cas où une restructuration lourde est nécessaire. Si le manager doit mener une restructuration, très souvent le manager de la croissance n'en est pas capable ou a de vraies difficultés à mener cette restructuration. Il a alors un vrai besoin d'encadrement par une équipe financière opérationnelle. N'oublions pas que, dans ce cas de figure, le manager perd alors tous ses repères car il ne se trouve plus dans les schémas du LBO initial mais avec des business plans complètement modifiés. Cette situation est très complexe et très difficile à gérer pour un manager de développement.

«Dans la majorité des dossiers, la confidentialité est préservée : quand il y a des fuites, elles sont le plus souvent le fait du débiteur lui-même.»



Philippe Dubois,
associé, De Pardieu
Brocas Maffei



Cesar Rodriguez
Montes, responsable
de financements
structurés,
ING Finance

«Le changement doit être également initié par les fonds d'investissement car finalement les transactions les plus problématiques sont celles où la syndication a été trop poussée car les conditions étaient simplement trop agressives.»

UNE INQUIÉTANTE TENDANCE À REPOUSSER LES DIFFICULTÉS

Christophe Talon : Pour l'instant, l'ensemble des acteurs arrive encore à discuter des difficultés entre eux. Mais dans deux à trois ans, tout le monde s'attend à l'apparition d'un mur de dette renforcé par les fameuses debt bullets. Tous les plans de restructuration déjà repoussés, avec l'idée que le marché serait plus sain dans deux ans, devront l'être à nouveau. Alors les relations entre les différents acteurs risquent de se tendre sérieusement.

Marc Santoni : C'est ce que j'appelle pousser le tas de sable.

Hélène Bourbouloux : A nous également, professionnels, de traiter le problème sans en repousser l'issue. A l'exception de certains secteurs d'activités, que nous évoquons plus tôt, qui ont connu en 2009 de tels effondrements, ce qui a eu pour conséquence l'impossibilité pour les entreprises de projeter un quelconque business plan. Pour ces cas particuliers intervenus début 2009, nous avons alors fait le choix de protocoler sur l'année et de convenir de revoir le dossier dès que la visibilité le permettra. Mais les acteurs doivent être conscients que par la suite, il faudra traiter véritablement le fond du problème car nous ne pouvons pas nous satisfaire de protocoles qui repoussent l'issue à deux ans.

Marc Santoni : Malheureusement, il y a très peu de parties qui soient prêtes à geler la dette pendant deux ans et à dire à tout le monde, «on ne sait pas», ce n'est pas un discours audible par les parties, alors que c'est la réalité.

Jean-Pierre Farges : Ce que l'on considérait parfois, il y a

un an, comme un simple problème de covenant reset, s'avère être aujourd'hui plus difficile à gérer. Les prêteurs font alors face à deux catégories de sponsors. Ceux qui assument leurs responsabilités et prouvent qu'ils ont confiance dans le business plan en injectant à nouveau de l'argent, sans exiger des conditions de rémunération et de séniorité inhabituelles ; et ceux qui, même s'ils refusent de l'admettre n'ont plus réellement confiance dans l'entreprise. D'autres ne veulent pas rentrer dans cette logique et refusent de réinjecter des liquidités. Les relations se tendent alors nécessairement car les prêteurs échaudés doutent et considèrent que la solution est inefficace. Elles ont besoin de garanties et donc d'un engagement plus fort de la part du sponsor. Cette situation est d'autant plus difficile à gérer lorsqu'il y a eu un refinancement dans les années qui ont précédé, lequel a permis au sponsor d'avoir d'ores et déjà un retour significatif.

Gonzague de Blignières : L'attitude du fonds varie également en fonction du degré d'investissement. Un fonds d'investissement bien calibré et intelligemment géré garde au moins 15 % de sa capacité d'investissement pour des follow-ups. Lorsqu'un fond s'engage à hauteur de 30 %, il n'aura aucune difficulté à réinvestir si l'entreprise rencontre des difficultés passagères. En revanche, un fonds qui investit 80 % et qui doit par la suite réinjecter de l'argent va se heurter au LP qui doutera de la viabilité du dossier.

Vincent Batlle : Nous menons de nombreux IBR pour des LBO mais également pour des corporates et souvent le point de départ remonte à un an. Lorsque nous sommes intervenus fin 2008, personne n'avait de visibilité à trois mois ni le moindre repère : deux mois étaient particulièrement mauvais,

on regardait alors ce qui se passait aux Etats-Unis et en Chine et tout le monde s'interrogeait sur le sursaut des ventes de fin d'année qui, au final, n'a pas eu lieu. Aujourd'hui, les acteurs ont davantage de visibilité et une communauté de vue peut se former. Souvent en 2009, cette communauté de vue entre l'investisseur initial, les banquiers, les managers et les investisseurs externes appelés en renfort n'existait pas. L'investisseur initial était toujours dans la perspective d'appliquer un multiple d'Ebitda 2007 en pensant que le problème était conjoncturel et ne durerait pas plus de deux ans. Il restait persuadé que sa sortie se ferait trois ou quatre ans après, à ce niveau d'Ebitda avec peut-être un multiple plus faible. A l'inverse, les banquiers et les éventuels nouveaux investisseurs appelés pour de la new money appliquaient ce multiple dégradé aux budgets fortement révisés de 2009, aboutissant ainsi à une valeur d'entreprise dans la dette senior. Tant que les différents acteurs ont eu de telles divergences d'appréciation, il leur a été impossible de discuter de manière constructive.

Philippe Dubois : Je pense que le diagnostic est objectivement le même mais ce sont les intérêts qui divergent selon que l'on est investisseur «entrant» ou non.

QUELS OUTILS DE NÉGOCIATION PRIVILÉGIÉ ?

Hélène Bourbouloux : Effectivement, les acteurs se mettent réellement en ordre de bataille et ne s'organisent pour trouver une solution que lorsqu'il y a une crise de liquidité identifiée à court terme. Lorsqu'il n'y a en a pas, les mandataires ad hoc ou conciliateurs n'interviennent que dans un second temps, les négociations ayant déjà été engagées de longue

date, afin de relancer et accélérer le processus. Pour certains dossiers, un dispositif de sauvegarde semble la seule issue pour le manager qui se sent acculé. Il n'a pas de crise de liquidité, mais il ne sait pas comment se sortir des difficultés, il n'a aucune maîtrise du calendrier, de ses coûts, il ne sait plus comment dialoguer avec ses clients et ses fournisseurs... Nous intervenons parfois lorsqu'un important consensus s'est dégagé avec les créanciers et lorsqu'il devient nécessaire de convaincre les minoritaires refusants. Pour ma part, je préfère intervenir en amont du consensus afin de m'assurer que les rapports de forces sont respectés et que la solution trouvée est équilibrée entre tous les intérêts en présence. Mais après tout, l'important, c'est de trouver une solution pour l'entreprise et même si nous n'intervenons que dans un second temps. Notre rôle sera alors de marquer le calendrier. Nous mettons largement en avant notre reporting au tribunal et nous valorisons la procédure afin d'obliger les parties à trouver une solution, notamment grâce à la conciliation. N'oublions pas qu'elle ne dure tout au plus que cinq mois et les parties prennent alors conscience du calendrier et de l'avantage de la sécurisation de leurs accords en conciliation.

Alors évidemment, je ne parle pas que du privilège de new money, mais plutôt du montage d'origine parfois un peu ambitieux voire déraisonnable accompagné parfois d'une documentation qui n'est parfois pas loin de caractériser l'immixtion dans la gestion par empêchement de faire. Lorsqu'elle a été à ce point intrusive de la part des créanciers, elle entrave la bonne gestion d'une situation de crise par le management. Ce phénomène de sophistication de la documentation financière est surtout apparu ces cinq dernières années et il faudra veiller dans les prochains montages à éviter ces excès. Nous

«Parfois, le directeur administratif et financier sera supplanté, mais rarement le manager, car cela n'envoie pas un signal positif aux banques.»



Nicolas Theys, associé,
SJ Berwin

devons également nous pencher sur les limites et les faiblesses des prises de décision à l'unanimité des prêteurs, mais il y en a d'autres, notamment le niveau de contrainte sur l'affacturage, sur l'investissement, sur la liquidité... Les créanciers deviennent parfois des actionnaires en puissance en déclarant que la valeur étant dans la senior, l'entreprise leur revient. Pourquoi pas, mais il faut aller au bout et le cas échéant assumer alors cette responsabilité. Je suis volontairement caricaturale dans mon propos. Mais dans une telle situation d'un montage excessif, l'outil de la conciliation permet également de donner de la sécurité aux parties et de «nettoyer» le passé.

Gonzague de Blignières : Côté fonds, je tire trois leçons principales de cette crise. Les fonds doivent accepter des TRI en baisse car les précédents étaient exceptionnels. Par ailleurs, les fonds d'investissements doivent retrouver le goût du challenge. Habités à obtenir des TRI de parfois 30 % sans aucune difficulté, les fonds avaient perdu de vue que des problèmes pouvaient surgir. Il faut à nouveau se positionner comme l'accompagnateur d'une équipe et de son business plan. Enfin, il ne faut plus reproduire les erreurs que nous avons pu faire en matière de titrisation de dettes. Il est ahurissant que la décision de l'équipe de syndication prime sur celle de l'équipe de prêt, et nous avons tous été complices de cela. Il faut être dorénavant vigilant.

Marc Santoni : Il est également primordial que l'on puisse contrôler sa dette et son mouvement. Il faut peut-être développer les clauses sur le contrôle du transfert de la dette.

Nicolas Theys : Comment peut-on remettre de la new money dans une société en prenant la mère sachant qu'elle peut avoir

une valorisation négative ? Pourquoi ne mettez-vous pas de la new money uniquement dans la fille ?

Gonzague de Blignières : Nous ne pouvons pas en injecter dans la fille car généralement la structuration nous l'interdit. Par ailleurs, le raisonnement est simple : «J'ai mis 100, j'ai provisionné à 100 % ; ça vaut 0, je ne peux rien faire, s'il y a un problème c'est le banquier qui en récupère l'intégralité. Mais si je mets 15 ou 20, je peux peut-être récupérer 50, donc j'ai peut-être deux fois et demie la mise sur les 20 dans la mère.»

Nicolas Theys : Lorsqu'il est versé dans un holding pur, le privilège de new money a vocation à jouer une fois que la société est en redressement judiciaire. Dans le cas où le holding pur ne détiendrait que des titres, le pourcentage de recouvrement est proche de zéro. Alors, effectivement, on a tout intérêt à verser la new money au niveau de la société opérationnelle.

Marc Santoni : Nous avons tout de même progressé en deux ans. Précédemment, dire «new money» ou «equity avant une dette mezzanine ou une dette senior» était passible de pendaison. Aujourd'hui, on commence à comprendre qu'il est tout de même souhaitable que la new money soit là et prioritaire plutôt qu'il n'y ait rien du tout.

Gonzague de Blignières : Une leçon d'ordre social doit être retenue par les fonds d'investissement à travers l'application de la promotion du partage de la valeur. Cette idée ne prévaut pas seulement lorsque tout se passe bien. Il faut également garantir aux salariés, que si des difficultés surviennent, leurs contrats de travail ne seront pas à risque. Le fonds d'investissement, en injectant de nouveaux capitaux, peut garantir les emplois.

Ce cas de figure s'est présenté chez nous et cela ne coûte pas extrêmement cher. Mais les LPs anglo-saxons ont beaucoup de mal à accepter cette idée. La promotion du partage de la valeur doit passer par cette application concrète.

Cesar Rodriguez Montes : L'ensemble des acteurs, y compris les banquiers, doit se discipliner. Alors que le marché redémarre, nous observons que de nouveaux acteurs sont très agressifs et cela m'inquiète particulièrement car sans règles de conduite, nous pourrions être à nouveau dans la même situation dans trois ans.

Gonzague de Blignières : Les démons ne sont pas loin.

Cesar Rodriguez Montes : Il est nécessaire de véhiculer l'idée que le buy-out a plutôt bien passé la crise car le private equity demeure une classe d'actifs attractifs en termes de création de valeur ; mais la discipline est primordiale afin de ne pas reproduire les mêmes excès du passé. Il y a de nombreux points sur lesquels il faut travailler, notamment les propositions de financement et la typologie des acteurs entrants dans la dette... Ces changements doivent venir des banquiers, traditionnellement plus conservateurs car plus exposés aux risques sans pouvoir bénéficier de la plus-value potentielle. Mais le changement doit être également initié par les fonds d'investissement car finalement les transactions les plus problématiques sont celles où la syndication a été trop poussée car les conditions étaient simplement trop agressives. Avec de telles conditions, seuls les acteurs non traditionnels étaient en mesure d'apporter de la liquidité et aujourd'hui, dans le cas de restructurations, ce sont eux qui bloquent la mise en œuvre de solutions.

Jean-Pierre Farges : Il faut être réaliste, nous ne pouvons pas empêcher la dette de se «trader». N'oublions pas que dès lors qu'une syndication va être réalisée, elle impliquera les CDOs et les CLOs lesquels sont soumis à leurs propres contraintes. Les différents acteurs ont tendance à oublier ces contraintes inhérentes au statut des CDOs et CLOs lors de la négociation. Naturellement, il faut tenir compte des contraintes du sponsor, mais ne diabolisons pas les hedges fund dont un certain nombre ont montré non seulement leur créativité mais aussi leur efficacité. Tout le monde était ravi de travailler avec les CDOs et les CLOs lors de la syndication et aujourd'hui, on ne peut pas feindre de découvrir comment cela fonctionne réellement.

Gonzagues de Blignières : Le régulateur doit réguler les hedge funds, mais ne doit pas réguler le private equity comme les hedge funds.

Jean-Pierre Farges : La situation est cependant différente lorsque le pool de prêteurs est conséquent. Il faut également en tenir compte que l'on soit côté sponsor ou côté entreprise. Il faut également que le sponsor et l'entreprise en tiennent compte dans le cours des négociations. Il ne peut pas être

demandé à des différents acteurs même s'ils ne sont représentés que par un seul cabinet, d'avoir une position la veille pour le lendemain. C'est le meilleur moyen d'arriver à l'échec car plus le pool est important en nombre, et international, plus le travail de conviction de la part des conseils est important. C'est le rôle des différents conseils banques d'affaires que d'expliquer ce qui est faisable ou ce qui ne l'est pas. C'est pourquoi l'absence de conseil pour les prêteurs peut se traduire par un résultat qui est mauvais et ce, tant pour les prêteurs que pour l'entreprise. Par ailleurs, le calendrier précédemment évoqué n'est pas nécessairement un problème. En règle générale, lorsqu'il est bien fixé par les différents intervenants (et donc l'œuvre d'une pédagogie collective menée en amont) on arrive à ce que les différents acteurs se concentrent et respectent les délais. Ce détail est omis trop souvent. Il ne s'agit pas de mauvaise volonté de la part des prêteurs. Il ne peut pas être demandé à des résidents de l'autre côté de l'Atlantique de faire des allers-retours parce qu'ils sont convoqués à différentes réunions organisées. Il faut leur donner l'occasion de participer de façon constructive.

Hélène Bourbouloux : Pour ma part, je me suis adaptée à ces cas de figures, en passant d'une approche de la collectivité exhaustive à la pratique des groupes de travail au sein des créanciers, cocom, steering committees... En revanche, sauf à renoncer dès l'origine à l'unanimité et à se tourner vers le prépack parce que l'on considère que les délais seront plus brefs, on peut avoir recours à un cocom représentatif d'un montant significatif de la dette. Mais lorsque le pool est très important, le cocom représentatif des deux tiers compte déjà 50 établissements. Pour ma part, je préfère susciter et initier les prêteurs à s'organiser avec un groupe de travail qui représente les positions les plus éloignées du pool. Ainsi, si l'on arrive à travailler avec un échantillon représentatif des créanciers dont les positions sur le dossier sont les plus sévères, alors on peut espérer obtenir l'unanimité. Lorsque par la suite, on arrive à dépasser les 75 ou les 80 %, on évite alors le recours à la sauvegarde. A nous, par la suite, d'utiliser les différents outils à notre disposition. Et pourquoi ne pas se demander à un moment ou à un autre si la jurisprudence relative à la responsabilité de l'actionnaire ne trouve pas un certain parallélisme avec la responsabilité du créancier, lorsque la valeur de l'entreprise est dans la senior ? Car lorsque l'actionnaire minoritaire abuse de son droit de minorité pour entraver le fonctionnement de la cible, il peut être sanctionné. Aujourd'hui, nous n'avons pas encore franchi ce pas.

Philippe Dubois : Il existe des documentations contractuelles qui donnent le pouvoir décisionnaire aux créanciers susceptibles d'être affectés par la baisse de valeur des actifs sous-jacents donnés en garantie, dès lors que certains, eux, d'être remboursés, les créanciers seniors n'ont plus nécessairement voix au chapitre.

Marc Santoni : C'est le cas de Cœur Défense.

«Naturellement, il faut tenir compte des contraintes du sponsor, mais ne diabolisons pas les hedges fund dont un certain nombre ont montré leur créativité mais aussi leur efficacité.»



Jean-Pierre Farges,
associé, Ashurst

Hélène Bourbouloux : Aux Etats-Unis, c'est celui qui est dans la valeur qui a la voix au chapitre. Si le senior n'est pas affecté, son avis sur le plan n'est pas déterminant.

FAUT-IL REMETTRE EN CAUSE LE MODÈLE DU LBO ?

Gonzague de Blignières : Une entreprise sous LBO a davantage de chances de survivre qu'une entreprise sans, car elle a à sa disposition des fonds qui a priori peuvent réinjecter de l'argent. Si l'entreprise est seule lors de LBO secondaires ou tertiaires, seule avec des actionnaires familiaux ou seule en bourse avec une bourse qui dégringole, elle n'a pas d'issue. Ce que je trouve dommage c'est que nous n'ayons pas réussi à faire passer le message que c'est une véritable chance pour une économie moderne d'avoir des fonds de private equity qui peuvent remettre de l'argent et négocier avec des banques pour sauver des entreprises. Dans un rapport publié récemment, sur 950 entreprises sous LBO, 14 étaient en administration financière, 25 % ont rompu leurs covenants et 15 % d'entre elles ont réinjecté de l'argent. Lorsque les covenants ont été rompus, les fonds d'investissement et les banquiers étaient ensemble pour résoudre le problème. Il y a 2 000 LBO en stock en France, ils en ont questionné 980 et peut être ont-ils choisi les meilleurs, mais cela démontre tout de même que nous avons une économie moderne relativement protégée.

Philippe Dubois : Je crois que le breach de covenant est parfois un faux problème.

Gonzague de Blignières : Il serait intéressant, compte tenu de ce qui s'est passé, de savoir si les banquiers vont attacher plus d'importance aux covenants.

Cesar Rodriguez Montes : En règle générale, lorsque les covenants sont rompus, nous considérons cela comme un drapeau rouge et cela marque le point de départ des discussions. En tant que banquiers, nous souhaitons savoir le plus rapidement possible si l'entreprise rencontre des difficultés et que les sponsors prennent les mesures qui s'imposent. C'est la meilleure façon de commencer, de manière constructive, les négociations. Les covenants sont de bons indicateurs mais pas les seuls éléments d'analyse du risque.

Nous nous sommes rendu compte que les entreprises en difficulté qui étaient tirées d'affaires avaient des caractéristiques communes. La première est la taille, car les grandes entreprises ont davantage de réserves pour se restructurer ; elles ont plus de management disponible, ainsi que la capacité de payer la mise en œuvre de restructuration. Le deuxième facteur est le fond d'investissement et le troisième le levier. Nous avons donc tendance à être plus attentifs à la taille du dossier, à la sélection du sponsor et au montant de dette. Lorsque l'effet de levier est important, la société perd sa flexibilité financière pour affronter l'inattendu.

Hélène Bourbouloux : Je n'ai pas traité de dépôts de bilan retentissants de dossiers d'entreprises sous LBO qui étaient en difficulté à cause du LBO. Nous avons eu quelques sociétés sous LBO en procédure collective, mais les difficultés étaient dues à la situation opérationnelle et non strictement au montage LBO.

En revanche, nous avons eu beaucoup de dossiers en mandat ad hoc et en conciliation. Ce sont des outils attractifs qui permettent d'avoir des rapports de force équilibrés.

Marc Santoni : Nous avons un grand problème de conviction vis-à-vis des managers. Il est très difficile pour eux d'apporter

Marc Santoni,
associé,
Santoni & Associés



le dossier chez le mandataire et ils attendent souvent le dernier souffle en pensant qu'il vaut mieux une négociation consensuelle. C'est un environnement qu'ils ne connaissent pas et souvent on se présente chez les mandataires lorsque les trois quarts du chemin sont faits. Le mandataire est donc celui qui a la tâche la plus difficile car il ne part pas d'une page vide, il ne construit pas la proposition, et il n'a pas conscience des intérêts des parties.

Hélène Bourbouloux : Nous avons assisté en 2009 aux chocs des cultures. C'était assez exceptionnel de mettre dans la même salle certains profils d'affaires spéciales de banques françaises avec des CLO new-yorkais qui ont une approche de traitement du dossier totalement différente car influencée par leur législation locale de l'insolvabilité.

Jean-Pierre Farges : L'un des changements majeurs, aujourd'hui, est que l'on est de moins en moins confrontés à l'équipe des affaires spéciales traditionnelles. Les équipes impliquées sur les gros LBO ne sont plus nécessairement les mêmes, même si parfois elles sont mixtes.

Hélène Bourbouloux : Vous avez raison, ces acteurs sont moins en première ligne. Elles ont pourtant acquis une bonne culture de la situation spéciale et sont très attachées à juste titre à la qualité du business plan. On les retrouve tout de même sur les petits LBO ou en renforcement des équipes de financements structurés dans les dossiers plus importants. On les sent d'ailleurs critiques sur les montages d'origine.

Gonzague de Blignières : En France il y a quand même eu beaucoup moins de dossiers où le banquier a pris les clés du holding. Car cela ne fait pas partie de la culture.

«Le mandataire est celui qui a la tâche la plus difficile car il ne part pas d'une page vide, il ne construit pas la proposition, et il n'a pas conscience des intérêts des parties.»

Marc Santoni : Et de la technique juridique.

Hélène Bourbouloux : Culturellement, on a la question du conflit d'intérêts. Pendant quatre heures, on négocie toutes les contraintes inhérentes à la position du créancier. Et dans la suite de la discussion, ces mêmes prêteurs se retrouvant parties au capital prennent la mesure des contraintes du début des discussions.

Se pose aussi la question de la gouvernance future, le créancier étant exposé à un conflit d'intérêt en étant à la fois actionnaire et créancier. Je pense que la culture anglaise est bien plus affranchie du respect de séparation des genres.

Gonzague de Blignières : Même s'il existe des black lists de fonds d'investissement chez les banques, le modèle n'a pas vraiment été remis en cause. Selon vous, existe-t-il un dossier exemplaire de restructuration de dette LBO ?

Hélène Bourbouloux : Dans le cadre de mandats ad hoc et de conciliation, oui plusieurs, les investisseurs se sont généralement très bien comportés.

Nicolas Theys : Encore une fois, il est difficile de voir un manager et un fonds aller ensemble rencontrer un administrateur judiciaire. C'est un monde qui leur est totalement étranger.

Hélène Bourbouloux : Le mandat ad hoc apporte des solutions dans ces cas-là. L'investisseur qui souhaite être plus proche de sa participation est en effet bien plus confortable dans un mandat ad hoc, car on ne pourra pas lui faire demain le reproche d'avoir pris une casquette qui n'était pas la sienne.

Il faut aussi que certains investisseurs assument la réalité du contexte actuel. En période de crise, l'investisseur doit être plus proche des managers et de sa participation. Je considère qu'un certain nombre de fonds peuvent par exemple assumer une position au sein du conseil d'administration, pour ensuite en ressortir.

Christophe Talon : La plupart des fonds de LBO n'ont jamais connu de telles difficultés. Ils ne savent pas toujours comment gérer la situation.

BANQUIERS ET INVESTISSEURS RASSURÉS PAR LA PROCÉDURE FRANÇAISE DE RESTRUCTURATION

Sophie Moreau-Garenne : Paradoxalement, les fonds d'investissement qui ont goûté au mandat ad hoc en 2009 y retournent assez volontiers. Le modèle français d'aide aux entreprises en difficulté s'avère souvent surprenant lors d'une première confrontation et encore plus d'un point de vue étranger. Mais quand les fonds d'investissement ont compris qu'il existait en France un arsenal de mesures très informelles qui leur permettaient de maîtriser leur calendrier et de sécuriser juridiquement leurs opérations, ils poussent la mise en place de ce type de procédure.

Hélène Bourbouloux : Les banques, qui reprochaient à l'entreprise d'être entrée en mandat ad hoc sans leur en parler, se sont progressivement rendu compte que ce n'était pas une trahison mais une façon d'organiser le débat. Certains créanciers et investisseurs sont aujourd'hui prêts à entrer dans ce dispositif.

Jean-Pierre Farges : Il est clair qu'aujourd'hui, de tous les cotés de la table, on réclame les mandataires. Y compris les banques et ce, a fortiori, lorsque le mandataire qui se doit de défendre l'entreprise le fait de façon impartiale et arbitre la relation sponsor/prêteur.

Hélène Bourbouloux : Nous n'avons pas vu beaucoup de dossiers LBO qui sont allés jusqu'en redressement ou liquidation judiciaire, donc il est difficile de savoir comment les juridictions consulaires vont les régler. En revanche, je suis certaine que des responsabilités pourraient être recherchées. Investisseurs, banques, managers, deal makers, tout le monde est susceptible d'être concerné dans le cas de quelques montages exorbitants.

Marc Santoni : Il serait également inquiétant que surviennent des désordres sociaux à cause de montages seniors.

Jean-Pierre Farges : Il y a un problème d'image du LBO devant les différentes juridictions, et tout spécialement devant les juridictions civiles ou sociales.

Hélène Bourbouloux : Certains magistrats cherchent à sanctionner le montage du fonds d'investissement et lui demandent même de reclasser les salariés dans leurs participations. Cette décision isolée de première instance a été heureusement sanctionnée au deuxième degré de juridiction mais elle est révélatrice d'une très forte méfiance vis-à-vis des fonds et plus généralement de la communauté financière dans les juridictions civiles ou prud'homales.

Jean-Pierre Farges : Exactement, il y a un important travail pédagogique à effectuer.

Hélène Bourbouloux : Les chambres sociales et les juridictions civiles sont beaucoup moins matures à l'évolution du financement des entreprises et de leurs acquisitions que le sont les juridictions commerciales.

Nicolas Theys : Comme pour toute entreprise en difficulté, il faut prendre en compte l'impact local.

Gonzague de Blignières : A l'époque, Patrick Sayer était allé voir les présidents de chambres de commerce et le Sénat pour les informer de notre travail. Nous devons être pédagogues, même au sein de l'entreprise. Il faut par exemple tenir informés les salariés. Ceci sans mettre en péril le TRI bien sûr.

Marc Santoni : L'avocat a un rôle pédagogique immense pour expliquer un schéma de LBO, même au sein d'un tribunal de commerce. Le juge consulaire ne comprend pas forcément qu'il y ait deux fois et demi le montant du chiffre d'affaires en dette.

Jean-Pierre Farges : Par la suite, il faut également aller l'expliquer à la Cour d'appel. Il faut également jouer ce rôle pédagogique auprès des Cours d'appel. L'ensemble des acteurs du monde de la restructuration ont totalement oublié de communiquer auprès de ces magistrats.

Marc Santoni : Il y avait eu un début de communication par Patrick Sayer sur les statistiques de LBO, la création de valeur, les emplois, etc. C'était un bon début de communication, mais maintenant la tâche est un peu plus difficile.

Gonzague de Blignières : Je pense effectivement que la communication a été mauvaise, alors qu'on aurait pu capter le débat. A mon avis, le mot sur lequel tout le monde s'entend est «responsable». Je pense qu'autour d'une entreprise, que l'on soit prêteur, banque d'affaires, avocat ou conseil, il faut être responsable. Nous l'avons sans doute tous un peu oublié durant ces dernières années. ■■

Débat animé par Ondine Delaunay et Guillaume Benoit

Portraits des intervenants



Nicolas Theys est avocat associé au sein du cabinet **SJ Berwin**, spécialisé dans la prévention et le traitement amiable des entreprises en difficultés. Il a débuté sa carrière au sein du cabinet d'avocat **S.G. Archibald**, avant de rejoindre **Willkie Farr & Gallagher** puis **Weil Gotschal & Manges** à Paris. Nicolas Theys est par ailleurs Président du chapitre français de **Turnaround Management Association** et également membre d'**Insol International** et de l'**Institut Français des Praticiens des Procédures Collectives**.



Philippe Dubois est avocat associé au sein du cabinet **De Pardieu Brocas Maffei**. Il est, avec Jacques Henrot, responsable des équipes restructuring, contentieux et arbitrage (haut de bilan, garanties de passif, contentieux de la responsabilité...) du cabinet. Avant de rejoindre **De Pardieu Brocas Maffei** en 2008, il a précédemment exercé chez **Jeantet** (1984-2005) et **Sonier Poulain** (2005-2007). Agrégé des facultés de droit, Philippe Dubois enseigne également le droit des affaires à l'Université de Paris X Nanterre.



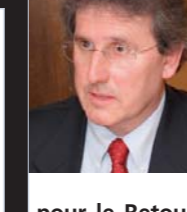
Vincent Batlle est associé en charge de **Deloitte Reorganisation Services**. Depuis 2003, il est intervenu dans le cadre de nombreux dossiers de restructuration financière. Plus récemment, il s'est concentré sur le refinancement de groupes industriels de premier plan et de LBO. Diplômé du MBA de l'**INSEAD**, il a débuté sa carrière au sein des bureaux parisiens et new-yorkais d'**Ernst & Young**, en 1997, avant de rejoindre l'activité **Transaction Services**. Vincent Batlle rejoint **Deloitte**, en 2006, afin de participer au développement de l'activité **Private Equity** en tant qu'associé **M&A TS**.



Sophie Moreau-Garenne est managing director de **Duff & Phelps Paris** et dirige le groupe «Restructuration Financière» au sein du département Conseil en restructuration. Elle a de nombreuses années d'expérience dans le redressement et la restructuration d'entreprises. Avant de rejoindre **Duff & Phelps**, elle a précédemment été associée au sein du département **Corporate Restructuring** chez **Ernst & Young**, après avoir exercé plusieurs années chez **Arthur Andersen** et **Deloitte**.



Jean-Pierre Farges est avocat associé au cabinet **Ashurst** et exerce au sein des départements contentieux, arbitrage et restructuring. Il possède une grande expérience des règlements de contentieux devant les juridictions étatiques et arbitrales. Il est par ailleurs ancien Secrétaire de la Conférence des Avocats au Conseil d'Etat et à la Cour de cassation. Il est titulaire d'un magistère de droit des activités économiques et d'un **DESS** de droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I, Panthéon-Sorbonne.



Marc Santoni est associé fondateur du cabinet **Santoni & Associés**, crée il y a 20 ans. Il est spécialisé dans la gestion des difficultés des entreprises et dans l'assistance de fonds d'investissements. Il intervient dans le traitement des LBO sous performants pour de nombreux fonds d'investissements. Marc Santoni est membre de l'**ARE** (Association pour le Retournement des Entreprises) et de la **TMA** (Turnaround Management). Il est titulaire du **MBA ISA/HEC**.



Hélène Bourbouloux est administrateur judiciaire au sein de l'étude **Facques Hess Bourbouloux (FHB)**. Elle présente une expérience de près de 10 ans dans le domaine du traitement des entreprises en difficulté et des faillites communautaires. Elle est inscrite sur la liste nationale des administrateurs judiciaires depuis 2002 après avoir obtenu une licence de droit et un diplôme de l'école **HEC**. Elle est par ailleurs membre de l'**ARE**, de l'**ASPJA** et de l'**Association Droit et Commerce**.



Gonzague de Blignières a débuté sa carrière au sein de la **BNP**, d'abord à la direction de l'organisation puis en tant qu'analyste financier au sein de la direction financière. Il rejoint ensuite la **Banexi** comme chargé de mission, avant d'intégrer **Charterhouse Associates** en tant que Directeur associé. En 1992, il rejoint **Barclays Capital Développement**, devenu **Barclays Private Equity** en 1999. Il en est aujourd'hui le Président. Il a par ailleurs été Président de l'**AFIC** entre 2005 et 2006.



Cesar Rodriguez Montes est responsable des financements structurés chez **ING Finance**. Il possède une expérience dans le **private equity**, le rachat et l'acquisition de sociétés ainsi que dans les produits de financement structurés. Avant de rejoindre **ING**, il a précédemment travaillé en qualité de trader en equity chez **Multinvest**, puis exercé en tant que banquier au sein de la banque d'investissement **Citigroup**.



Christophe Talon, 48 ans, est président de **Green Recovery**, société française spécialisée dans la reprise et le redressement d'entreprise en difficulté, principalement dans le secteur industriel. Après avoir obtenu son diplôme de Centrale Lille, Christophe Talon a co-fondé **Quaternaire Informatique** dont il était par ailleurs le directeur général. Il a ensuite rejoint **Safe Data System** en tant que Président directeur général, puis **CDC Innovation** comme Directeur associé. Il est par ailleurs Président de la Commission entreprise en difficulté de l'**AFIC**.

Holding de LBO et sauvegarde : quelles conséquences tirer des arrêts Cœur Défense et Mansford ?

Depuis la première sauvegarde de holding d'acquisition (aff. GAL/CAT, TC Nanterre 2 mai 2006) - critiquée à l'époque par ceux qui considéraient que la loi de 2005 ne devait protéger que les «véritables entreprises» - faire bénéficier d'une sauvegarde une «pure» holding est devenu pratique admise, si ce n'est reconnue.

Préparée dans le cadre de la délégation confiée par le législateur de 2005 au gouvernement pour lui permettre de compléter et d'amender par voie d'ordonnance le texte de la loi de sauvegarde, l'ordonnance du 18 décembre 2008 a conforté les partisans d'une telle pratique. L'objectif, affiché par le gouvernement avant même la promulgation de son texte, était en effet, à chaque fois que les difficultés réelles ou supposées avaient été identifiées, de faciliter, en les supprimant, le recours à la procédure de sauvegarde¹.

Le propriétaire de l'ensemble immobilier Cœur Défense et son actionnaire unique luxembourgeois ont, en novembre 2008, sollicité et obtenu leur mise sous sauvegarde à Paris. Le fonds commun de titrisation (FCT), créancier, avait, sans succès en 1^{re} instance, formé tierce-opposition contre les jugements d'ouverture. En cause d'appel, le FCT soutenait que les deux sociétés n'étaient pas éligibles au bénéfice de la sauvegarde, les conditions légales n'étant pas réunies.

Dans son arrêt du 25 février 2010, la 9^e chambre de la Cour confirme la recevabilité de la tierce-opposition et écarte la possibilité d'une procédure de sauvegarde en relevant que les débitrices faisaient seulement état de circonstances de marché imprévues rendant plus onéreuse l'exécution de leurs obligations contractuelles. Pour la Cour, ces difficultés jugées surmontables n'affectaient pas l'activité locative de la société propriétaire, ni celle de gestionnaire de son portefeuille de titres pour sa maison mère. C'est ce deuxième attendu qui a attiré l'attention des acteurs du LBO.

Le contentieux Cœur Défense avait ranimé le débat amorcé en 2005 sur l'éligibilité ou non à la sauvegarde d'une structure n'ayant aucun fonds de commerce, aucun salarié, aucune activité économique autre que la détention d'un unique immeuble loué, activité civile par nature, ou d'un bloc d'actions d'une filiale.

Les décisions déjà rendues par la même juridiction, et par d'autres tribunaux et Cours, admettant au bénéfice du redressement judiciaire des entités ad hoc sans personnel, et en particulier des sociétés civiles immobilières, laissaient planer un doute sur la solution qui serait retenue en l'espèce.

**«Sauvegarde :
la loi, le contrat
et le juge, ne faisons
dire à ce dernier
que ce
qu'il dit vraiment.»**

La Cour d'appel de Paris n'a pas eu à se prononcer sur la question dès lors que l'ouverture d'une procédure de sauvegarde ne pouvait pas pour la Cour dans ce dossier, être sollicitée à seule fin pour la holding actionnaire de faire échec à la réalisation forcée du nantissement des actions de sa filiale (et, pour sa filiale, à seule fin d'imposer unilatéralement la modification de la documentation de financement en obtenant du juge la suspension de certaines clauses contractuelles.)

Dans un dossier spécifique dans lequel un emprunteur aguerri avait sollicité moins d'un an auparavant en parfaite connaissance de cause un crédit immobilier sans recours avec ses deux attributs incontournables, hypothèque et cession Dailly des flux, la Cour a souhaité rappeler le prin-

cipe fondamental de la force obligatoire des conventions, et la nécessité de les exécuter de bonne foi.

A la lueur de ce prisme, la Cour a considéré que ne démontraient pas leur éligibilité à la sauvegarde, l'emprunteur et sa holding caution réelle :

- qui n'avaient tenté aucune négociation préalable avec leur unique créancier avant de solliciter la protection du tribunal,

- qui invoquaient un risque simplement éventuel de déchéance du terme pour le cas où le créancier déciderait de se prévaloir de la perte de rating de la banque ayant à l'origine fourni la couverture de taux, le caractère sans recours d'un crédit ne dispensant pas les actionnaires du débiteur de faire, s'ils le souhaitaient, le nécessaire² pour protéger à terme leur investissement en fonds propres.

La même chambre de la Cour, dans son arrêt Mansford³, a, le même jour, à nouveau refusé le bénéfice d'une sauvegarde, cette fois à un groupe de sociétés qui - tout en admettant être parfaitement capable de servir sa dette - se disait néanmoins menacé par un risque de voir ses crédits accélérés par un banquier dont on soutenait qu'il s'apprêtait à invoquer la défaillance d'un ratio LTV, situation banale si ce n'est fréquente dans le monde du LBO.

Ne faisons toutefois dire aux décisions rendues par la cour le 25 février 2010 que ce qu'elles disent vraiment : elles sanctionnent sans doute avant tout la manière dont la sauvegarde avait été sollicitée (Cœur Défense) ou le fait (Mansford) que les ratios LTV de la vaste majorité de l'ensemble des crédits immobiliers étaient violés depuis des mois, sans pour autant conduire les emprunteurs concernés à frapper à la porte du tribunal, ce qui ôtait de la crédibilité à la menace insurmontable alléguée.

On doit ainsi, à notre avis, éviter de jouer les Cassandra, et considérer que la décision

du 25 février 2010 de la Cour ne remet a priori pas en cause la possibilité pour une holding de LBO, d'être éligible à une sauvegarde (ou à un RJ) dans la mesure en particulier où l'engagement discuté de la holding résultait d'une «caution réelle» (et non, par exemple, d'une dette d'acquisition).

La loi permet au tribunal, saisi d'une requête de sauvegarde, d'entendre toute personne dont l'audition lui aurait paru utile : les décisions du 25 février 2010 sont peut-être aussi une invitation faite aux juridictions de première instance - parfois insuffisamment informées par la requête du débiteur - de faire usage de cette faculté. L'effet de surprise n'est pas toujours de mise et, dans certains dossiers, une telle audition préalable aurait évité des mois de contentieux et d'incertitude.

Jacques Henrot, Paul Talbourdet,
De Pardieu Brocas Maffei

1-Cf. par exemple la suppression en sauvegarde de l'article 626-4 qui permettait sur requête du parquet de contourner le refus d'un dirigeant actionnaire d'accepter la perte de contrôle éventuelle de sa société qui aurait pu résulter d'une conversion de créance, initiative d'autant plus symbolique que, par ailleurs, le législateur de 2005 et le gouvernement en 2009 ont cherché, à juste titre, à encourager le recours à la technique de conversion de créances dans les procédures collectives en général, et dans la sauvegarde en particulier.

2- L'achat d'une nouvelle couverture de taux dont les actionnaires ultimes, fonds d'investissement contrôlant plusieurs milliards d'actifs investis n'avaient pas jugé utile (possible ?) de supporter le coût (plus ou moins 1 %) pourtant minime, toutes choses égales d'ailleurs, rapporté au montant (1,65 milliard) du crédit.

3-Dans cette seconde affaire, le TC de Paris (saisi après l'appel du parquet à l'encontre de son jugement du 9 septembre 2009 approuvant le plan de sauvegarde Cœur Défense) avait adopté une position restrictive sur la requête de sauvegarde déposée par douze sociétés luxembourgeoises propriétaires en direct d'immeubles locatifs sis en France, le refus du TC étant toutefois fondé sur la compétence du tribunal français (problème de COMI). La Cour a ensuite (i) considéré les juridictions françaises compétentes, mais (ii) refusé d'accorder une sauvegarde, faute de difficultés insurmontables démontrées.

3 questions à... Philippe Dubois et Jacques Henrot

Comment voyez-vous évoluer la situation des LBO en difficulté ?

Il est difficile de dire si le plus gros de la crise est passé ; les comptes au 31 décembre 2009 puis au 30 juin et 31 décembre 2010 et le test, qui sera à effectuer à ces dates, des ratios dont sont assortis les crédits d'acquisition, vont peut-être «réactiver» la problématique. Par ailleurs, le temps sera le juge de l'adéquation des solutions apportées en 2008-2009 aux difficultés de certains LBO, et a fortiori à celles des LBO non traités : étaient-elles conjoncturelles ou vont-elles s'avérer structurelles ? Il est sans doute trop tôt pour répondre à la question faute de statistiques fiables sur le nombre de mezzanines retraitées/converties et, plus généralement, sur les dossiers «déleveragés», le plus souvent à l'issue de procédures confidentielles.

Quelles sont les particularités de votre équipe en charge des dossiers de LBO en difficulté ?

Notre équipe Restructurations/Contentieux (aujourd'hui composée de quatre associés et un of counsel) collabore étroitement depuis la création du cabinet avec les départements Fusions/Acquisitions/Corporate (sept associés) et Banque/Finances (cinq associés).

Les difficultés des LBO trouvant leur solution dans une réécriture de la documentation de financement (toujours) et/ou dans un changement d'actionnariat (parfois), la valeur ajoutée de ces départements est en effet décisive : le succès rencontré par le cabinet, confirmé chaque année dans les classements, tient certainement en partie au fait de les associer le plus en amont possible, c'est-à-dire dès le stade des négociations. Ce



qui permet, par exemple, de joindre au protocole d'accord la nouvelle documentation de crédit et, le cas échéant, la documentation corporate (pacte d'actionnaires...) dans une forme finalisée (et pas seulement en projet) pour éviter une (re)négociation entre la conclusion de ce protocole et la signature de la documentation définitive.

Comment accompagnez-vous vos clients dans le contexte actuel ?

Nous leur suggérons de venir nous voir le plus en amont possible, quelle que soit leur position à l'égard du LBO en difficulté ; management, sponsor, banquier, mezzaneur, hedge fund s'intéressant à une dette décotée, repreneur éventuel. En effet, en cette matière, plus encore sans doute que dans d'autres, anticipation des difficultés rime avec solution. Par ailleurs, nous accompagnons nos clients jusqu'à la finalisation judiciaire de la restructuration : constat ou homologation du protocole de conciliation par le Tribunal de Commerce, mise en forme et signature de la nouvelle documentation. La gestion des recours (tierce-oppositions, contestations diverses, etc.) est, avec la défense de nos clients visés par des actions en responsabilité, une activité historique du Cabinet depuis sa création, et particulièrement porteuse en ces temps de crise.