

**30**  
Novembre  
2021



# LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial Restructuring



## LE CALME, avant la tempête?

Si le nombre des défaillances est en forte baisse en 2020 et 2021, certaines sociétés restent très impactées par les mutations rapides de leur secteur. De fait, les solutions pour sortir les entreprises de l'impasse durablement obligent à repenser les business, redéfinir les périmètres et s'adapter au nouvel environnement réglementaire. Nos 8 experts reviennent pour nous sur les évolutions constatées et imaginent les conséquences du déséquilibre des bilans.

**MDA : Bonjour à tous. Pour commencer, je vous propose de faire un point sur l'environnement et les tendances. On entend partout qu'il y a moins de défaillances, mais pour autant certaines sociétés sont en pleine transformation et on retrouve une certaine volatilité. Quel est votre sentiment sur 2021 ?**

**Nadine Veldung, Oddo BHF :** C'est vrai qu'il n'y a jamais eu aussi peu de défaillances en France depuis des années. C'est épatant. Il y a eu -13% entre le Q4 2020 et le Q1 2021, puis -14% sur le trimestre suivant, et encore -10% au Q3 2021. C'est assez contre-intuitif, mais les défaillances ont notablement baissées depuis 2019. Le seul moment où elles ont augmenté, c'est au 2e trimestre 2020, lorsque nous étions au pic de la crise et que les aides n'étaient pas encore distribuées. Ce qui est assez étonnant, c'est qu'en France cela a bien plus baissé que dans d'autres pays : on est passé de 55 000 défaillances en 2018 à 35 000 en 2020, alors qu'en Allemagne, le nombre n'a pratiquement pas bougé.

**Lionel Spizzichino, Willkie Farr :** C'est à mettre, je pense, en corrélation avec les mécanismes de soutien du gouvernement, dont certains mis en place très tôt dès le début de la pandémie, qui ont démontré leur efficacité. Le "quoi qu'il en coûte" a clairement

été l'une des fondations de la reprise très forte de l'économie qui a suivi.

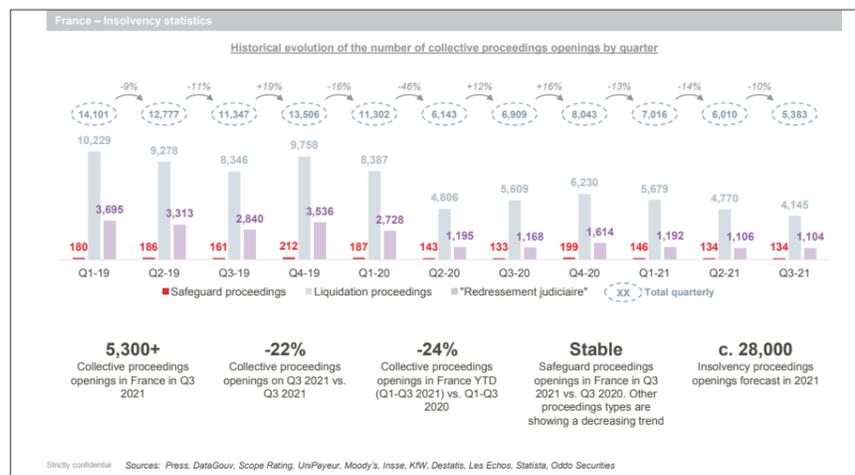
**Nadine Veldung :** Oui, c'est exact. On constate effectivement que le montant total des PGE est de 143 milliards d'euros, alors qu'en Allemagne il est de 59 milliards.

**Franck Michel, AJAssociés :** Là vous évoquez les PGE, mais en réalité nos finances publiques vont devoir supporter un coût total lié au covid de 424 milliards d'euros en 2020, 2021 et 2022 ce qui a été rappelé par Olivier Dussopt, ministre de l'action et des comptes publics. Si on compare la France à une entreprise cela revient à passer une provision de 170 % de son budget (250 milliards en 2020) avec un endettement de 2500 milliards soit

10 fois le CA, quel beau dossier de restructuration !

**André le Tulzo, FactoFrance :** N'oublions pas que ceux qui accordent les PGE sont les banques. L'Etat est en garantie, et on ne sait pas encore comment cela va se passer quand il sera appelé au titre de cette garantie.

**Lionel Spizzichino :** On commence à connaître quelques restructurations de PGE pour les entreprises qui ont intelligemment anticipé les premières échéances de remboursement qui vont arriver en mars 2022. Pour certaines il s'agit juste d'une demande d'extension du PGE et de prorogation de la garantie de l'Etat accompagnée parfois d'une demande d'un nouveau PGE, pour d'autres nous avons commencé à



### Nadine Veldung

► Avant de rejoindre ODDO BHF, Nadine a démarré sa carrière à la Dresdner Bank. Elle a ensuite rejoint le groupe West LB et où elle a acquis une solide expérience dans la structuration et la restructuration de financement notamment en tant responsable pour la France, l'Italie et l'Espagne de la Banque d'Orsay.

► Entre 2009 et 2012 Nadine a été Associée Gérant de DC Advisory Partners. Elle est depuis 2012 chez ODDO BHF où elle est Senior Managing Director, Head of DCM and Restructuring, Head of Real Estate et Head of Corporate Finance Germany.

► L'équipe Corporate Finance d'Oddo BHF compte aujourd'hui une quarantaine de professionnels.



voir des demandes de *write-off*. Il est intéressant de noter que dans ce cas là, la garantie de l'Etat ne peut être appelée qu'en une seule fois dans sa totalité. Le poids d'une telle restructuration est donc portée par l'Etat davantage que par les banques, ces dernières agissant ensuite comme organisme collecteur pour le compte de l'Etat pour que ce dernier soit remboursé, sauf bien sûr pour la partie non couverte par la garantie. Il n'y a en effet pas de subrogation des banques par l'Etat. Cela étant, au moins pour l'instant, certains établissements refusent tout *write-off* sur les PGE dont elles ont contribué à la création et pour éviter de faire un premier précédent pour leur établissement.

**André le Tulzo :** D'autant plus que les PGE devaient être accordés sans qu'on touche aux autres concours déjà existants. En réalité, l'octroi d'un PGE a parfois été l'occasion d'un discret toilettage des concours existants. Donc à mon avis la discussion pourrait se révéler difficile quand il s'agira d'appeler l'Etat.

**Arnaud Joubert, Rothschild & Co :** Sur les petites entreprises peut-être, mais sur les entreprises de tailles moyenne et les grandes entreprises, il

**“Sur le marché du high yield en Europe les émissions levées ont servi à du M&A/LBO, pas mal de refinancements et énormément de recapitalisations. C'est une tendance très marquée qui reflète la bonne tenue du marché.”**

Nadine Veldung

ya quand même des prévisions de trésorerie assez précises pour comprendre comment il a été utilisé et l'ordre de grandeur du besoin, surtout concernant les enjeux sociaux.

**Nadine Veldung :** Effectivement on a demandé des prévisions de trésorerie pour accorder les PGE, mais rapidement ces prévisions sont devenues un peu obsolètes, souvent dans le bon sens, et résultat : certains PGE qui ont été accordés pour soutenir l'entreprise dans les moments difficiles, ont finalement servis à d'autres choses.

**Arnaud Joubert :** Mais pas partout. J'ai l'exemple d'une entreprise qui la semaine dernière a appelé le CIRI pour dire qu'elle remboursait son PGE de plusieurs centaines de millions d'euros avant la date d'extension. C'est ce que nous avons recommandé à nos clients : à partir du moment où vous avez la possibilité d'obtenir un PGE, que vous avez un aléa fort sur la sortie du premier confinement, ça paraissait sensé de prendre ce financement sécurisé quitte à ce que quelques mois plus tard il soit remboursé.

**Franck Michel :** Je trouve tout de même que la situation est assez dangereuse parce qu'il y a tout un mouvement qui se développe et qui consiste



### Arnaud Joubert

- Arrivé chez Rothschild & Co en 2001, Arnaud Joubert est Associé-Gérant de la prestigieuse banque d'affaires et co-responsable de l'activité Debt Advisory & Restructuring pour l'Europe.
- Au cours des dix-huit derniers mois, Arnaud Joubert a notamment participé aux opérations de restructurations de Europcar, Accorinvest, FC Girondins de Bordeaux, LFB, Comexposium, Pierre & Vacances, Fitness Park, Liberty Steel France, etc
- Depuis vingt ans, Rothschild & Co s'est illustrée en étant la banque d'affaires la plus active en matière de conseil en restructuration sur le marché français : l'équipe compte une trentaine de professionnels et intervient sur une vingtaine de dossiers de taille significative chaque année.

à dire aux entreprises et aux acteurs économiques qu'il faut emprunter, qu'il n'y aura pas de problème et que de toute façon vous serez gagnants à un moment ou à un autre dans un emprunt PGE parce que cette dette ne sera pas remboursable dans sa totalité. En tant que professionnels du restructuring, nous savons très bien que la négociation, si elle aboutit à une renégociation partielle de la dette, se traduit par une décote de l'entreprise et donc une réduction de sa solvabilité et de sa capacité d'emprunt sur le futur. Malgré la reprise économique la vigilance s'impose donc et dans quelques secteurs nous allons assister à des impossibilités de rembourser la première annuité des PGE dès le printemps 2022 qui vont atteindre les plus fragiles.

**Lionel Spizzichino :** Pour revenir à la question initiale, l'injection massive d'argent public a permis de stabiliser l'économie et de passer le choc, mais nouvelle vague ou mutation du virus mise à part, nous allons voir arriver dans les deux années qui viennent des sociétés qui ont consommé cette trésorerie et qui se retrouvent

désormais avec un bilan alourdi et l'impossibilité, au moins auprès des établissements bancaires classiques,

**“L'environnement social est vraiment propice à l'accélération de restructuration opérationnelle et de transformation digitale des entreprises. L'acceptabilité est beaucoup plus importante sur ces deux aspects actuellement.”**

Arnaud Joubert

de contracter de nouvelles dettes. Il va donc leur falloir se tourner vers des sources de financement alternatifs ou réaliser des cessions d'actifs ou des adossements.

**MDA : Arnaud, est-ce que ces entreprises n'ont pas profité du PGE pour**

**entamer une transformation ?**

**Arnaud Joubert :** Dans celles que l'on accompagne, on voit effectivement que l'environnement social est vraiment propice à l'accélération de restructuration opérationnelle et de transformation digitale. L'acceptabilité est beaucoup plus importante sur ces deux aspects actuellement.

**MDA : Donc il y a des carve-out, des PSE, et des changements en profondeur sur des sujets opérationnels qui avaient été un peu négligés jusqu'à aujourd'hui.**

**Arnaud Joubert :** Un responsable d'une banque française me disait qu'ils avaient dépensé en 18 mois l'équivalent de 5 ans de budget informatique et que l'acceptabilité chez les clients de cette transformation digitale était très importante. C'est un vrai facteur d'amélioration de la compétitivité.

**Sari Maalouf, Eight Advisory :** Le télétravail a mis les organisations sous tension, c'est à ce moment que nous avons découvert qui était équipé et qui

### Lionel Spizzichino

- Lionel Spizzichino est avocat associé co chair européen du de la pratique restructuring de Willkie Farr & Gallagher. Spécialisé dans la prévention et le traitement des entreprises en difficulté, que ce soit du côté de la société, de ses actionnaires, des créanciers ou des investisseurs, il conseille également des groupes industriels français ou étrangers dans le cadre de carve-out de leurs filiales sous-performantes ou de build-up. Il conseille de nombreux fonds d'investissements, fonds de retournement et hedge funds. Il a une grande expérience des opérations de restructuration, notamment transfrontalières. Il a également développé une compétence reconnue dans certains secteurs comme l'aérien, l'aéronautique ou encore la chimie.
- Au cours des dernières années, il a été impliqué sur quelques-unes des plus importantes opérations du marché français et a été reconnu comme tel par la revue Chambers Europe, Chambers Global, Legal 500 EMEA et le Magazine des Affaires.



devait investir pour enclencher un certain nombre de transformations.

**“Dans le secteur de la presse payante, on assiste d'ailleurs à une consolidation du secteur pour faire face à ces coûts, source d'inquiétude pour le pluralisme et pour l'emploi.”**

Lionel Spizzichino

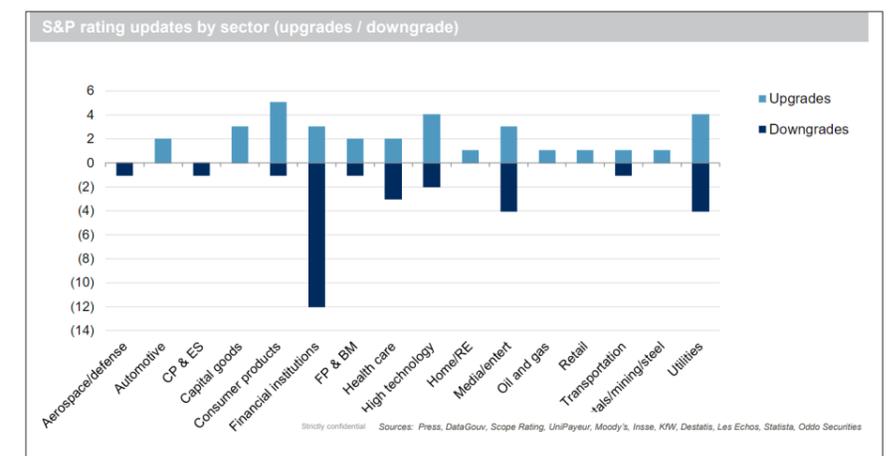
**MDA : Vous avez ces pôles de compétences pour accompagner les entreprises ?**

**Sari Maalouf :** Nous avons plus d'une centaine de personnes dédiées au sein de nos activités de transformation. Dans un premier temps, l'hypothèse de travail « simple » a été de chiffrer l'impact sur les besoins de trésorerie

des entreprises d'un décalage d'un an des différents budgets et plans. Ce n'est qu'au retour de l'été avec le second confinement, puis les annonces de l'hiver 2020, et des changements dans les habitudes de consommation, que nous sommes rentrés dans le dur des sujets de transformation qui devaient accompagner ces changements.

**André le Tulzo :** Je pense qu'il y a dans le paysage deux catégories d'entreprises : les ETI et les plus grosses PME-PMI qui sont capables d'envisager

les transformations et profiter de la situation pour gérer les changements, et puis les toutes celles qui subissent et qui par exemple n'ont pas les moyens de négocier avec les donneurs d'ordre. J'ai découvert récemment la notion de *power pricing* (le pouvoir de répercuter sur son client les augmentations de prix subies en amont) : toutes les entreprises n'ont pas cette capacité, certaines sont étranglées par les augmentations qu'elles doivent absorber bon gré mal gré et qu'il leur est impossible de répercuter en tout ou partie.





### André le Tulzo

- André Le Tulzo est Directeur Régional et Head of Restructuring de FactoFrance. André a rejoint les équipes de FactoFrance en 1990 à la direction commerciale de diverses régions au gré de ses évolutions. Actuellement à la Direction Commerciale Grand Ouest, il dirige en parallèle depuis 3 ans la mission Restructuring de FactoFrance de lié au monde des entreprises en difficultés.
- Pour mémoire, FactoFrance est leader de l'affacturage sur le marché français et compte 500 collaborateurs. Fac accompagne depuis 55 ans les entreprises sur tous leurs enjeux de financement du cycle d'exploitation qu'ils soient ponctuels ou structurels.

**Lionel Spizzichino :** Cela serait intéressant André d'avoir ta vision sur l'évolution de l'affacturage pendant le covid ?

**André le Tulzo :** Le marché du crédit court terme a été complètement asséché par la distribution industrielle des PGE. Notre activité est par nature en prise directe et sans grand délai avec celle de nos clients : sur le second trimestre 2020, nous avons constaté un recul de -20% de nos encours, du jamais vu, même en 2008-2009. Heureusement, recul de courte durée puisque l'activité a entamé son redressement dès le troisième trimestre et s'est consolidée en 2021 avec la perspective de retrouver quasiment le niveau d'activité d'avant-crise. Toutefois, on voit bien que le crédit court-terme n'a pas encore retrouvé sa structure et son rythme d'antan. Beaucoup de TPE et PME sont encore avec un niveau de liquidités conséquent.

**Franck Michel :** De mon côté je ne suis pas certain que les banques vont considérer que l'exposition d'une

entreprise au PGE doit être abordée de manière différente d'une exposition classique parce qu'il y a une garantie d'Etat. Quand on va se retrouver avec

**“La reprise, vue d'un comité de crédit, est un peu inquiétante : le ratio d'endettement commence à s'élever, les budgets ne sont pas maîtrisés . Mais nous y sommes habitués dans l'affacturage...”**

André le Tulzo

des plans d'apurement du PGE et quand les entreprises vont solliciter des financements supplémentaires, les comités de crédit vont apprécier la situation globale de l'entreprise, quand bien même une partie de la dette est garantie à 90%.

**Lionel Spizzichino :** Le CIRI sera derrière de toute façon. C'est clairement un comportement de créancier normal, et on le voit sur les derniers PGE qui sont en train d'être faits : les banques demandent toutes des garanties supplémentaires à l'entreprise parce que le levier est trop gros maintenant - donc elles demandent des garanties alors que c'est déjà garanti à 90%.

**Arnaud Joubert :** Ce n'est pas surprenant. Les PGE des grandes entreprises sont sur arrêté ministériel, et donc il y a la faculté de payer des intérêts différents de 0%.

**Lionel Spizzichino :** On voit que les conditions d'obtention de nouveaux PGE commencent à être plus difficiles et que l'accès à de la dette bancaire classique se réduit alors qu'un certain nombre d'entreprises souffrent de l'inflation sur les matières premières, le transport ou encore le prix de l'énergie ou d'un besoin de financer leur BFR face à une reprise trop rapide de leur activité. Nous allons sans doute voir le retour des fonds de dette qui vont

### Michel Ressayguier

- Ancien conseil financier en restructuration chez Arthur Andersen, Michel Ressayguier est Managing Partner et fondateur du cabinet Prosperes qui emploie 21 dirigeants de la transformation et de la crise dont sept associés. Pour mémoire, Michel Ressayguier et son équipe sont intervenus en tant que mandataire sociaux dans plus de 180 sociétés parmi lesquelles : Anovo, Librairies Chapitre, Altia, ATM, Autodistribution Poids Lourds, Continentale Nutrition, PVL Bolloré Thin Papers, Midmark, Nutrisens, Thomas Cook, CMG, Baccarat, Cultura, Triballat-Noyal, Centigon, Ati Industries, mais aussi NeoForm Industries ou Arts Affaires.
- Depuis dix ans, Prosperes est régulièrement récompensé pour la qualité de ses interventions dans les restructurations à l'occasion des Grands Prix Restructuring du Magazine des Affaires dans la catégorie Manager de crise et pour ses interventions sur les Deals retournement de l'année.



pouvoir de nouveau déployer les fonds levés après ces derniers 18 mois où les opportunités pour eux étaient rares.

**Arnaud Joubert :** Et cela va alimenter les situations de défaillances : entre l'inflation, le prix des matières premières, de l'énergie, l'inflation des salaires et les intérêts...

**Franck Michel :** Sans compter les pressions sociales.

**Arnaud Joubert :** Et puis les restructurations ne se feront pas sans contrepartie juste parce que c'est garanti par l'Etat. Il y aura un impact sur le capital.

**André le Tulzo :** Et on ne parle là que du PGE. Il y a aussi tous les différés accordés par l'URSSAF sur les charges sociales, les reports de l'administration fiscale, les renégociations avec les bailleurs ...

**Nadine Veldung :** Si je nous écoute, on a tous quand même une petite tendance conservatrice. On parle

de PGE, des difficultés à s'endetter, des tensions futures, mais en même temps quand on voit ce qu'il se passe

**“Les actionnaires sont conscients de leur position et prennent des mesures structurelles à long terme pour anticiper les transformations de leurs marchés.”**

Michel Ressayguier

sur les marchés, je n'ai pas l'impression que notre vision soit nécessairement partagée. Les émissions *high yield* en Europe vont être au même niveau qu'en 2020 à 53 Md€, année record après les 29 Md€ en 2019 et 22 Md€ en 2018. Quant au "pricing", les BB sortent à 2,8 % et pour un *single B*, on est à 4.48 %. Ce n'est plus vraiment du *high yield* ! Les émissions

levées ont servi à du M&A/LBO, pas mal de refinancements, et énormément de recapitalisations. C'est une tendance très marquée qui reflète la bonne tenue du marché. En même temps, nous voyons une situation économique des entreprises beaucoup plus contrastée avec des inquiétudes sur le prix des matières premières et de réelles difficultés d'approvisionnement. Pour revenir sur les fonds de dette privés, ils n'ont pas été aussi actifs qu'ils le voulaient mais principalement parce que le marché *high yield* est dans cet engouement, et qu'il est difficile pour un fonds de dette de descendre à 4-6 pour un B rating, et deuxièmement parce qu'ils ont d'autres soucis de liquidités.

**Arnaud Joubert :** Et puis avec la fin du mécanisme des PGE je pense que les fonds de crédit privé vont quand même pouvoir reprendre du poil de la bête, car le fonds de transition et ses 3 milliards ne suffira pas je pense.

**Franck Michel :** On va se retrouver avec un phénomène bien connu : ceux



### Franck Michel

- Franck Michel est l'associé fondateur d'AJAssociés 1er cabinet d'administrateurs judiciaires qui poursuit sa croissance de manière discrète depuis plus de 30 ans. La taille de ce cabinet totalement intégré est à ce jour de 100 personnes dont 9 administrateurs judiciaires : Maîtres Franck Michel, Alain Miroite, Nicolas Deshayes, Christophe Bidan, Serge Prévile, Lesly Miroite, Céline Maschi, Hervé Coustans, Maxime Lebreton. Leader par sa taille et ses implantations, AJAssociés dispose de 25 bureaux en Métropole et dans les DOM. Les derniers bureaux créés en 2019 sont Chartres, Melun et Laval
- L'étude traite entre 500 et 1000 missions de prévention et procédures collectives par an dont 200 missions en administration civile. Franck est notamment intervenu sur des dossiers comme Maranatha, Frans Bonhomme, Nortel Networks, Louis Dreyfus Armateur, DURALEX. Il milite pour une transparence des coûts des traitements des missions de préventions et insiste sur la spécificité du mandat de justice.

qui n'ont pas la capacité d'emprunter sur le marché bancaire classique vont emprunter à un prix plus coûteux que les autres.

**André le Tulzo :** En même temps que les entreprises bénéficiaient d'aides, les comptes de résultats n'ont pas été bons en 2020, et les faiblesses en fonds propres se sont accentuées. La reprise, vue d'un comité de crédit, est un peu inquiétante : le ratio d'endettement commence à s'élever, les budgets ne sont pas maîtrisés mais nous y sommes habitués dans l'affacturage.

**Nadine Veldung :** C'est vrai pour certains, mais globalement on voit aussi que 2021 a été une année historique d'upgrade de Rating de Standard & Poor. On a 33 upgrades pour 30 downgrades, et pour ces derniers la plupart sont dans le secteur des banques notamment en Allemagne.

**André le Tulzo :** De manière générale, l'ensemble des banques constate une baisse de leurs provisions, parce que c'est une année extrêmement calme du fait de la suspension de l'économie.

Ce n'est pas forcément une bonne situation, et il faut revenir à un niveau

**“On voit une baisse quantitative des missions, une situation de trésorerie des entreprises qui est plutôt bonne mais qui est très superficielle. Cela donne l'impression que la majorité des entreprises ayant eu recours au PGE sont encore en phase d'endettement et pas de remboursement.”**

Franck Michel

d'activité qui génère des provisions et des prises de risque.

**MDA : Lionel, certains secteurs sont plus visés ?**

**Lionel Spizzichino :** Évidemment. On parle de l'aérien, du tourisme, de l'événementiel mais derrière c'est toute la chaîne de valeur qui est touchée. Pour l'aéronautique, je pense que les constructeurs et les sous-traitants solides vont s'en sortir grâce au nouveau paradigme du green, qui va mécaniquement entraîner un renouvellement des flottes qui est déjà en cours avec l'A220 par exemple chez Airbus et l'avancée considérable des recherches sur les biocarburants et l'hydrogène notamment. Ensuite le transport aérien est en train de se réinventer : il va falloir notamment compenser la baisse des voyages en business, à forte rentabilité, car pendant la pandémie et avec le développement de la visioconférence, beaucoup d'entreprises vont hésiter, notamment pour une question de coûts mais aussi de protection de la santé de leurs salariés et de communication sur l'écologie, à envoyer des équipes entières à l'autre bout du monde. Mais le transport qui permet aux familles de se retrouver va continuer de se renforcer. Des rapprochements de compagnies aériennes vont avoir lieu. Malheureusement au sein

### Sari Maalouf

- Sari Maalouf est associé de l'équipe restructuring d'Eight Advisory. Il a rejoint Eight Advisory en 2010, et devient associé Restructuring en 2013, développant l'offre sur les dossiers internationaux.
- Au cours de sa carrière, ses différentes expériences lui ont permis d'acquérir une expertise dans de nombreux secteurs parmi lesquels la distribution, les biens de consommation, les services, le tourisme. Il s'est notamment illustré sur les dossiers récents suivants : Technicolor, Europcar, Pierre & Vacances, Solocal, Alcatel Submarine Networks, Thomas Cook
- L'équipe restructuring d'Eight Advisory compte parmi les acteurs européens de référence en restructuration opérationnelle et financière. Avec plus de 100 professionnels et 150 dossiers traités par an, elle est caractérisée par la largeur de son spectre d'intervention : du retournement opérationnel à la restructuration financière in bonis ou judiciaire.



de l'Union Européenne, la DG Comp interdit cette consolidation tant que les aides d'Etat ne sont pas remboursées. Dans l'aérien comme dans d'autres secteurs particulièrement touchés par la crise Covid, c'est un véritable frein à la consolidation alors que ni les Etats-Unis ni la Chine n'imposent une telle restriction. Bref on joue contre notre propre camp. A voir si avec la France qui prend la présidence de l'Union pour 6 mois en janvier, nous allons arriver à assouplir cela dans l'intérêt de l'industrie européenne.

**Sari Maalouf :** Il en va de même d'autres secteurs : si vous prenez l'exemple du tourisme urbain avec la baisse des déplacements professionnels qui impactent les hôtels mais également la location de voitures... Les hypothèses de travail sur ces secteurs supposaient un retour à la normale en 2024 ! A l'inverse, pour les activités dépendantes du tourisme individuel ou familial ont retrouvé leurs niveaux d'avant crise dès la levée des restrictions sanitaires. La partie déplacement professionnelle a beaucoup changé et mettra du temps à revenir à des niveaux historiques.

**Nadine Veldung :** Je serais un peu plus nuancée. Le tourisme français n'a pas

**“Aujourd'hui, les dossiers sur lesquels nous intervenons intègrent une vision stratégique en amont. Même si le management ne l'adresse pas directement vous pouvez être certain qu'un créancier autour de la table posera la question pour être sûr que le business model reste pérenne.”**

Sari Maalouf

été impacté durablement parce qu'on voit bien qu'en Europe les gens veulent partir en vacances, et continueront à le

faire, mais on peut quand même penser que les gens vont partir moins loin et moins souvent, ce qui implique un gros impact pour des pays plus lointains, et donc pour le long-courrier, les acteurs des voyages exotiques... Eux auront plus de mal à reprendre et je dirais même que cela va creuser les inégalités avec les pays qui dépendent beaucoup du tourisme lointain.

**André le Tulzo :** Mais dans l'aérien d'une manière générale c'est un secteur qui a été pris en main avec une vraie volonté de restructuration, avec l'émergence d'ACE en particulier. L'objectif est de réorganiser la filière surtout pour le bénéfice des compagnies aériennes ou des constructeurs et des sous-traitants des premiers rangs... Aujourd'hui il faut bien se rendre compte que ce n'est plus la même chose de les avoir dans son portefeuille clients, vous n'avez plus de garanties offertes les yeux fermés par les assureurs-crédit.

**Lionel Spizzichino :** Pour une simple raison : il y a eu un changement total de paradigme de la part des constructeurs aériens, qui contrairement aux



**Franck Michel :** Mais la hausse sur les prix n'apparaît pas encore sur les biens de consommation courante mis à part le prix de l'énergie .

**André le Tulzo :** Là dessus ce que je comprends c'est qu'il y a encore régulièrement des tensions dans l'organisation de l'acheminement des matières premières ou marchandises ce qui contribue à peser sur les prix, mais les économistes semblent s'accorder pour dire que cela ne devrait pas durer.

**Michel Rességuier, Prospères :** Pour donner un ton un peu plus optimiste, même si je suis d'accord avec ces points macro-économiques qui sont

constructeurs automobiles voulaient à l'origine avoir un grand nombre de sous-traitants. Et aujourd'hui ils ont changé leur fusil d'épaule et exigent une consolidation du secteur, avec comme acteur l'ACE, le Groupe Rafaut ou Latecoere. L'augmentation de capital réalisée cette année pour cette dernière a justement pour objectif de procéder à des add-on. Comme toujours, une crise est aussi source d'opportunités pour les entreprises les plus solides.

**Franck Michel :** Quel est votre sentiment sur l'inflation ? C'est une réalité pour vous ?

**Nadine Veldung :** Oui, mais on voit surtout le prix des matières premières qui est absolument dramatique dans certains secteurs. Tout ce qui est matériaux de construction, par exemple, c'est inconcevable comme hausse. Pour donner quelques exemples très concrets : les linteaux en bois qu'on pose sur les toits étaient à 30 centimes. Aujourd'hui ils sont à 1 euro. Et du coup aujourd'hui vous avez des artisans qui refusent de faire des devis plus longs qu'une ou deux semaines parce que les prix peuvent exploser entre-temps. Et c'est la même chose pour plein de secteurs, sans parler de l'électricité et de l'énergie...



sensibles, j'observe que 2020 a été une année d'attentisme incroyable, tandis qu'au contraire, 2021 est une année avec beaucoup d'attention portée aux enjeux stratégiques par les dirigeants et leurs actionnaires. Je suis frappé de voir le nombre d'entreprises rentables disposant d'une trésorerie confortable, y compris parmi les PME et petites ETI, dont les actionnaires sont conscients de leurs risques à moyen terme et qui prennent des mesures structurelles afin d'anticiper les transformations de leur marché. C'était beaucoup moins prégnant en 2019.

**Sari Maalouf :** C'est probablement en réaction au vécu 2020 et les changements structurels subis suite à la crise de la Covid. Les entreprises qui disposent des moyens financiers et humains se doivent de mieux anticiper les impacts sur leurs activités

**Lionel Spizzichino :** C'est aussi qu'on voit bien que l'on va désormais devoir vivre avec le covid et potentiellement malheureusement de nouveaux variants ou d'autres crise sanitaires, et que les entreprises ne peuvent pas hiberner plus longtemps. Elles doivent s'adapter et pour certaines se réinventer.

**Michel Rességuier :** Mais il y avait moins d'anticipation avant. Aujourd'hui, je suis beaucoup plus sollicité qu'avant, par des entreprises performantes mais soucieuses d'anticiper les changements de leur écosystème.

**Nadine Veldung :** Je pense aussi qu'il y a une telle volatilité sur les marchés qu'un certain nombre d'actionnaires se disent qu'ils ne peuvent plus continuer sur le train-train habituel et qu'il faut reconstruire l'entreprise pour qu'elle soit capable de survivre à toute sorte de crise.

**MDA :** Vous observez la même chose que Michel ?



**Sari Maalouf :** Aujourd'hui, les dossiers sur lesquels nous intervenons intègrent une vision stratégique en amont. Même si le management ne l'adresse pas directement vous pouvez être certain qu'un créancier autour de la table posera la question pour être sûr que le business model reste pérenne.

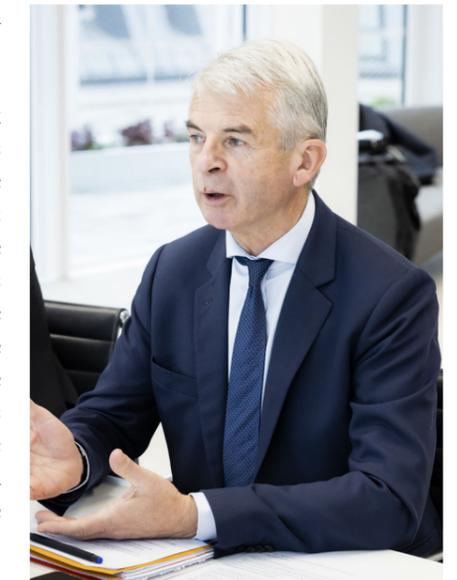
**André le Tulzo :** C'est pour ça que l'activité restructuring va revenir de mon point de vue. Cela rebondit en 2021 via de l'amiable, on voit bien que les entreprises essaient de passer par ce biais afin de contourner la contrainte temps du remboursement des PGE en 4 ou 5 ans.

**Franck Michel :** C'est vrai, mais dans tous les cas il y aura le sujet du ratio/résultat coût de l'amiable qui va se poser. Cela fait plusieurs années que je dis que le coût des procédures amiables doit être plus adapté notamment par les principaux acteurs du marché car ils sont en train de tuer la "poule aux oeufs d'or". A ce titre il est intéressant de souligner que dorénavant l'ordonnance n°202-1193 du 15 septembre 2021 impose que le conciliateur communique désormais au tribunal et au ministère public avant tout demande de constat ou d'homologation un état détaillé du coût de tous les conseils



du débiteur ainsi que ceux mis à sa charge.

**Lionel Spizzichino :** Pour revenir aux secteurs touchés par l'augmentation des matières premières, alors que l'industrie du papier a été en crise pendant des années, nous manquons désormais de papier et le prix a flambé ces derniers mois. Avec comme conséquence, une tension dans le secteur du livre et de la presse notamment sur la presse gratuite qui voit en parallèle ses recettes publicitaires baisser. Dans le secteur de la presse payante, on assiste d'ailleurs à une consolidation du secteur pour faire



dossiers sur lesquels on voit l'impact de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières. Ce qui est marquant c'est que la hausse des coûts n'entraîne pas directement des difficultés, parce que l'impact peut être partagé via des accords d'entreprise. Mais par contre on a eu quand même un effet immédiat par rapport à la crise des composants, qui s'est traduit par un arrêt brutal notamment au niveau de l'industrie automobile. Comme beaucoup de professionnels on voit une baisse quantitative des missions, une situation de trésorerie des entreprises qui est plutôt bonne mais qui est très superficielle. Cela donne l'impression que la majorité des entreprises ayant eu recours au PGE sont encore en phase d'endettement et pas de remboursement.

**MDA :** Et quand est-il des comptes de résultats ?

**Michel Rességuier :** Ta question rejoint ce que je disais sur la capacité des entreprises à travailler à long terme. C'est une chose que d'avoir un bilan sain sur les trois derniers exercices, satisfaisant à l'analyse des banques. Mais c'est autre chose d'avoir un modèle économique porteur qui tiendra dans la tempête et face à l'évolution du secteur dans les années à venir. L'analyse du bilan peut

face à ces coûts, source d'inquiétude pour le pluralisme et pour l'emploi.

**André le Tulzo :** Même en mettant de côté la presse, l'imprimerie est un secteur qui a été particulièrement laminé depuis deux ans. Il y a de moins en moins de marché, c'est vu comme anti-écologique et plus largement les supports de communication évoluent...

**MDA :** Franck, vous avez une vision transversale, quels sont les secteurs que vous voyez le plus ?

**Franck Michel :** Je rejoins tout ce qui a été dit sur l'appréciation de la situation. Aujourd'hui on a effectivement des



constituer une fragilité dans le regard qu'on porte sur les entreprises. En fait, quand l'entreprise est en difficulté, tout le monde regarde le détonateur sans parfois se demander où se trouvaient les bombes, qui sont les vraies causes du problème. Par ailleurs, les entreprises vont connaître un défi social en 2022. Il va falloir assumer l'enjeu d'un retour de l'inflation que j'espère très ponctuel, c'est-à-dire seulement en 2022. Plus profondément, les enjeux

comportementaux sont également sensibles : la capacité des salariés à prendre des initiatives est-elle encore assez forte après bientôt deux années de grave infantilisation des citoyens sous prétexte de lutte contre l'épidémie de la covid-19 ? Or ces mêmes citoyens sont les salariés des entreprises. Comment redonnerons-nous aux citoyens et donc aux équipes dans les entreprises, le goût de l'initiative d'une part ? et le primat du sens sur la norme d'autre part ?

**Lionel Spizzichino :** Idem dans le secteur de la restauration ou le recrutement s'est encore compliqué. Ces secteurs vont aussi devoir se remettre en cause et probablement augmenter les salaires pour redevenir attractif. En outre, pour les emplois à faible revenus, le retour de l'inflation que nous n'avions plus connu depuis longtemps impose de réévaluer les grilles salariales.



**Sari Maalouf :** Il y a également un gros problème de recrutement dans de nombreux secteurs. La crise a radicalement changé le rapport de force dans des métiers difficiles comme la restauration, où les relations entre patrons et salariés peuvent être difficiles.

**André le Tulzo :** Après on parle de secteurs d'activités qui connaissent déjà des problèmes d'attractivité. Prenons par exemple le métier d'expert-comptable ou bien encore le transport routier de marchandises. C'est compliqué aujourd'hui mais cela l'était déjà avant, cela a juste pris de l'ampleur.



**Sari Maalouf :** Nous avons vécu une situation identique dans le conseil. S'ajoute à cela une explosion de l'activité, ainsi il est normal que cela se reflète dans la rémunération.

**Franck Michel :** Ce qui m'inquiète quand même, c'est qu'on a investi des milliards dans l'économie, mais je n'ai pas l'impression que cette manne ait permis de régler des problèmes structurels inhérents à la compétitivité de notre industrie mais simplement à maintenir l'existant.

**Sari Maalouf :** Il y a également une prime à la survie, dans certains secteurs cela pourrait s'avérer critique.

**Franck Michel :** C'est ce que disait Nadine, mais dans d'autres pays ils n'ont pas autant investi et je ne crois pas qu'ils soient particulièrement moins compétitifs.

**Arnaud Joubert :** Je ne suis pas sûr qu'on ne va pas assister aux mêmes troubles sociaux avec les salaires au bas de l'échelle, une montée des prix et l'exacerbation de l'appropriation des richesses par les plus riches à travers le monde. En France on est un pays assez équilibré là-dessus, mais le risque existe.

**Lionel Spizzichino :** N'oublions pas que nous avons déjà le mouvement des gilets jaunes avant le covid. Le risque existe sous cette forme ou sous une autre. On le voit dans la décorrélation totale de la réalité économique que vivent beaucoup de français avec à l'autre extrémité du spectre des richesses qui s'accroissent et des marchés actions qui explosent. La pandémie a d'ailleurs exacerbé ces différences car quand on regarde la carte de la mortalité liée à la covid cela a touché davantage les quartiers défavorisés. Nous sortons un peu du sujet, mais l'accroissement des inégalités, au-delà de l'aspect humain, va avoir un impact sur les relations sociales au sein des entreprises et de façon plus générale sur l'économie.



**Michel Ressayguier :** Je suis très attentif à la question des risques psychosociaux. Une des évolutions sociétales que j'observe au travers des entreprises que Prospères accompagne, c'est la fragilisation psychologique des individus en général et donc des salariés. Ce que nous vivons en luttant contre le l'épidémie de la covid-19, a encore exacerbé cette fragilisation des individus. Le chef d'entreprise doit en tenir compte, car il a "charge d'âmes".

**MDA :** Sari, on a parlé de la France, comment cela se passe dans les autres pays ?

**Sari Maalouf :** Si nous revenons sur les sujets d'inflation et d'énergie, les effets se font déjà ressentir dans certains pays, notamment aux Pays-Bas et en Allemagne. C'est là où nous voyons la différence entre un marché régulé par l'Etat et un système qui subit directement. C'est le principal sujet d'inquiétude aujourd'hui, nous sommes sur des situations où les aides ont été globalement présentes. Le problème est l'inflation des prix de l'énergie et des matériaux auxquels se rajoute un problème d'approvisionnement.

**MDA :** Tout le monde semble dire que cela ne va durer que quelques mois, cela dit...

**Sari Maalouf :** Pour donner un exemple pratique, si vous vous présentez aujourd'hui dans une concession pour commander un véhicule neuf, on vous annoncera neuf mois d'attente et vous n'aurez pas le choix de tous les composants





du modèle parce qu'il va y avoir des arbitrages pour privilégier certains modèles. Cela n'empêche pas de passer commande, mais il y aura encore tout un laps de temps avec un décalage sur ces aspects. C'est temporaire, mais c'est une perturbation. Je pense à l'industrie du cinéma comme exemple : quand la sortie d'un film est repoussée, c'est toute la chaîne qui se décale. Ainsi, des effets temporaires peuvent se maintenir beaucoup plus longtemps, et il faut s'assurer que ces éléments extérieurs ne deviennent pas l'élément déclencheur d'une crise pour l'entreprise.

**MDA : Quand est-il de 2022, ne va-t-il vraiment rien se passer jusqu'aux élections ?**

**Michel Rességuier :** Je suis mitigé. Les remboursements de PGE vont commencer. Donc il va y avoir des effets visibles sur les comptes des entreprises qui vont provoquer des déceptions chez ceux qui auront besoin de renouveler leurs crédits. L'URSSAF ne reprendra pas tout de suite les assignations mais les banques vont durcir leurs positions.

**Franck Michel :** Après il ne faut pas occulter et c'est un phénomène qu'on voit souvent en période d'élection, c'est qu'un certain nombre d'entreprises fragiles vont saisir l'opportunité de cette campagne électorale pour peser sur le débat politique.



**Arnaud Joubert :** C'est vrai que si c'est pour y aller de toute façon, autant y aller avant et essayer d'obtenir quelque chose.

**Lionel Spizzichino :** Pour conclure notre échange, nous pourrions évoquer la réforme de l'ordonnance du 15 septembre dernier, entrée en vigueur le 1er octobre. Nous n'avons évidemment pas encore de recul, même si une première procédure de sauvegarde a été ouverte quasiment dès le lendemain auprès du Tribunal de Commerce de Versailles. Pour moi, cette récente réforme de notre cadre juridique est positive pour l'efficacité du marché du restructuring notamment car elle donne beaucoup plus de lisibilité et de visibilité pour les débiteurs comme pour les investisseurs notamment étrangers, qui avaient beaucoup



de mal avec le regroupement par type de créanciers, banques, fournisseurs et obligataires sans prendre en compte leur séniorité. Avec cette réforme, nous sommes plus proches d'une réalité économique avec la constitution de classes de créanciers de même rang qui ont des intérêts communs. Avec l'apparition d'un nouvel acteur, à savoir l'expert, qui va établir un diagnostic sur la valeur de l'entreprise. Tout cela va renforcer l'attractivité du marché de la dette secondaire. A mon sens, les principaux perdants de cette réforme pourraient être les obligataires. En effet, ils avaient jusqu'ici un fort levier dans les restructurations, avec un droit de veto par leur vote en assemblée générale. Avec ces nouvelles règles, et pour le cas où ils seraient *out of the money*, ils risquent de se voir imposer un plan et ne bénéficieront plus de ce droit de veto. Deuxième point positif, c'est le raccourcissement de la durée de la sauvegarde et surtout l'impossibilité désormais d'imposer un plan à dix ans sauf en redressement judiciaire, et avant d'en arriver là les créanciers pourront présenter un plan concurrent. Ce qu'on a connu, notamment sur des dossiers comme Rallye qui a

été largement commenté, ne serait plus possible aujourd'hui. du fait des seuils pour la constitution des comités qui sont appréhendés en consolidé au niveau du groupe et de l'impossibilité de solliciter un plan à 10 ans en encore moins à 12 ans. Après cette réforme, comme toujours dans notre domaine, permet une certaine flexibilité des règles car le plus important demeure le sauvetage de l'entreprise et de ses salariés. Les premiers retours sur la réforme sont globalement positifs à l'étranger comme chez nous en ce qu'elle permet un meilleur équilibre entre les différentes parties à ses procédures. Enfin, il faut rappeler qu'au regard des seuils, cette réforme ne concernera qu'un petit nombre de dossiers mais qui nous occuperont collectivement autour de cette table.

**André le Tulzo :** Je partage l'avis de Lionel. Cela va permettre de redonner plus de sel à nos métiers en rééquilibrant les pouvoirs entre les différents stakeholders et en remettant la négociation rationnelle au centre du jeu. Cela permettra de mener des restructurations plus solides à mon sens.

**Sari Maalouf :** La notion de valeur qui rentre dans le droit français à cette occasion est très importante parce que nous nous éloignons des questionnements uniquement sur la base des fonds propres. Pour prendre du recul, nous pouvons regarder en Angleterre, où ils ont transposé la directive en 2020 : les premières applications ont donné lieu à des contentieux - et cela risque d'être le cas en France - car certains acteurs ont essayé de contester les expertises ou le classement des créanciers.

**Nadine Veldung :** La multiplication des experts va donner des situations intéressantes. Est-ce que la valorisation d'une entreprise en difficulté est une science ou un art ? Dans certaines situations je pencherais plutôt pour la seconde option, et pour nos métiers c'est intéressant. ■