



5
Décembre
2023

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial Restructuring



chez Willkie Farr, 21 Bd Malesherbes 75008 Paris

LES ENTREPRISES FRANÇAISES font face à de multiples difficultés

Avec 10 979 procédures ouvertes entre le 1er juillet et le 30 septembre 2023, le nombre de défaillances augmente de 23 % par rapport au 3e trimestre 2022. Pour la première fois depuis janvier 2022, la hausse générale ralentit. La situation des PME-ETI continue cependant de se dégrader avec près de 900 défauts ces derniers mois. Plus de 37 000 emplois sont menacés à l'issue de ce trimestre, un seuil évocateur de celui de la crise financière européenne de 2016. En moyenne, 4500 entreprises font défaut chaque mois depuis janvier. La proportion de PME-ETI (8,2 %) est au plus haut depuis une quinzaine d'années. Sur le terrain, les professionnels notent une grande diversité de secteurs et une difficulté à se financer. Etat des lieux.

MdA : Après plusieurs crises sanitaires, on vit toujours une crise géopolitique et énergétique et des tensions toujours palpables sur les supply chain. Quelle est votre vision de la situation sur le terrain ?

Nadine Veldung, Oddo BHF : Il est bien de voir dans quel contexte on s'inscrit et avec les grandes masses en tête. Je commencerai par la dynamique des marchés de capitaux. Typiquement, les sociétés en difficulté sont souvent en mal de fonds propres. L'appel au marché peut sembler une bonne solution mais le moins que l'on puisse dire c'est que cela n'est pas simple. Or actuellement, 2022 a été très mauvais, 2023 a été un peu meilleur avec seulement 2 introductions en Bourse. L'essentiel des deals equity est fait par des Add On et des ABB pour des grandes sociétés, qui sont des "Frequent Issuers". Pourquoi est-ce intéressant ? C'est que l'on avait une série de sociétés qui étaient en forte croissance (tech, biotech..), qui avaient pris l'habitude de miser sur l'IPO pour se financer. Or, ces sociétés ne connaissent absolument pas les restructurations et se retrouvent dans des situations très compliquées alors que les marchés se referment.

Souvent elles ne passent pas par les cases sauvegarde / redressement et vont directement en liquidation car elles n'ont pas les bons réflexes. Pour les financements HY la situation s'est améliorée mais se concentre sur les entreprises qui émettent régulièrement et sont connues des investisseurs, qui ont cette possibilité, essentiellement sous la forme de refinancement. Les nouvelles obligations servant à refinancer les précédentes émissions. Les nouveaux deals sont finalement assez rares. Les investisseurs préfèrent la qualité et les sociétés qu'ils connaissent. Le marché pour les primo émetteurs est très difficile. Donc si on a des difficultés de trésorerie, c'est une voie plus difficile. Troisième constat, les émissions de dette privée sont très dynamiques. Un deal sur 2 est négocié via la dette privée. Et là encore les investisseurs restent sur les sociétés qu'ils connaissent. Dans ce contexte, pour régler un problème de liquidité, on peut aussi faire appel à la cession. Et là je rappelle les chiffres de l'indice Argos Soditic sur le mid cap européen. On est passé d'un multiple moyen de 11,6x en 2021 à 9,2x l'Ebitda au T3 2023. Ce qui est encore plus intéressant à relever, c'est que les deals dont la valorisation est inférieure à 7x

l'Ebitda représentent désormais 30% du total. Dans les secteurs délaissés la baisse est vraiment importante. Pour les sociétés en difficulté, l'equity cushion devient de plus en plus faible. Voilà pour l'essentiel le contexte de marché.

Barema Bocoum, KPMG : Je suis d'accord avec Nadine. Je pense qu'il y a 2 catégories de sujets. D'une part, il y a les entreprises sur lesquelles on était déjà intervenu. On avait alors résolu des problèmes de haut de bilan à court terme sur le financement, sans intervenir pour autant sur les sujets opérationnels. Aujourd'hui, les investisseurs sont plus regardants et les entreprises doivent se restructurer en profondeur. Cela peut être une entrée en procédure collective ou encore la cession d'actifs. D'autre part, on a des entreprises dont les business models ne sont pas fragilisés mais qui le deviennent du fait de l'inflation et de la hausse de l'énergie. On voit que celles qui sont le plus fragilisées sont celles qui ont du mal à répercuter la hausse de leurs charges. Et dans ce cas-là, on ne fait pas appel aux mêmes solutions. On est plus dans la soute. Il faut des managements solides et prendre des décisions difficiles pour la

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.



perennité de l'entreprise. Ensuite, si on se projette un peu, il y a la CSRD qui va s'appliquer à partir du 1er janvier. Les entreprises ciblées sont celles dont le chiffre d'affaires est supérieur à 50 M€, qui emploient 250 salariés et qui réalisent un bilan total égal à 25 M€. En tout, ce sont 50 000 entreprises qui seront concernées. Elles doivent s'organiser et cela a un coût qui se répercute dans leur reporting pour apporter des indicateurs de durabilité. A l'opposé, les entreprises qui ont des business model plus durables pourront utiliser la CSRD pour bénéficier de financements à des coûts moins élevés. La réalité ne sera certainement pas aussi manichéenne. Il y a du financement, mais plus ou moins cher. Dans un marché à flux tendu, ce sera plus compliqué, bien que nous ne soyons pas dans un contexte de crise comme en 2008. On n'a donc pas de problème en termes de liquidité mais en termes de qualité des actifs. Il faut pouvoir s'adapter à ce nouvel environnement.

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : C'est plutôt sain

d'être revenu sur des fondamentaux et d'avoir fait le constat que les entreprises de fintech et de biotech sont des entreprises comme les autres. La problématique, comme toute

“Les financements sont réservés en 2023 principalement aux entreprises qui émettent régulièrement et sont connues des investisseurs. Une part importante des nouveaux financements est allouée aux refinancements.”

Nadine Veldung

startup, c'est l'absence de trésorerie à la veille éventuellement d'une procédure collective. Et souvent la frustration vient du fait qu'elles sont très proches de la phase de commercialisation mais

qu'il leur est impossible de procéder à une nouvelle levée. Sinon pour rebondir sur le panorama du marché de la dette privée de Nadine, les fonds de dette sont venus remplacer les banques qui ont été habituées pendant la pandémie à prêter sans risque ou presque avec les PGE. A la décharge des établissements bancaires, les taux de refinancement sont désormais élevés et les entreprises se retrouvent après covid avec un taux d'endettement trop élevé et un bilan par trop déséquilibré. Certaines n'ont de ce fait même plus accès au crédit bail et se retrouvent dans l'impossibilité d'investir pour soutenir leur croissance. Certaines de ses entreprises qui ont fait appel à des fonds de dette à la sortie du Covid avec des taux d'intérêt élevés se retrouvent déjà dans l'impossibilité de faire face à leurs obligations. Avec certains prêteurs qui n'hésitent plus à accélérer et à saisir les actifs. Ces financements ayant été structurés avec des fiducies, des golden shares et d'autres mécanismes facilitant cette prise de contrôle.



Laurent Jourdan

- Actif depuis près de 30 ans dans le domaine du restructuring et du distressed M&A, Laurent Jourdan est l'un des 3 associés responsables du pôle Restructuring de Racine, qui compte 10 avocats. Laurent Jourdan assiste des entreprises, des dirigeants et des actionnaires (essentiellement des fonds) dans le cadre des procédures de mandat ad hoc, conciliation, sauvegarde, redressement et liquidation judiciaire. Il enseigne parallèlement à Sciences Po Paris.
- Laurent Jourdan et ses équipes ont pris part à la plupart des dossiers mettant en œuvre le règlement communautaire : Parmalat Eurofood, Cœur Défense, Rover, EMTEC. Ils sont également intervenus dans une centaine de dossiers depuis quatre ans parmi les plus importants de la place dont Fram, Fagor Brandt, Cauval (Dunlopillo-Treca), Gad, Clestra, Guy Degrenne, Ascometal, LFoundry, Gascogne, Tilly Sabco, Presstalis, IKKS, Casino, Iziwork, Seropic, Grand Large Yachting, Adeo/Alice Delice.

Philippe Hery, Odéris Consulting : J'aurais sans doute une vision moins macro compte-tenu de la clientèle sur laquelle j'interviens au quotidien, mais je rejoins globalement ce qui a été dit. Après plusieurs crises successives, les entreprises, et notamment les PME et ETI, doivent faire face à un niveau d'endettement important qui pose la question de leur capacité à y faire face. Dans ce contexte, on constate une volonté forte des prêteurs d'avoir une analyse plus approfondie des business models et de la rentabilité opérationnelle. L'objectif n'est plus seulement de donner du temps à l'entreprise, mais de s'assurer qu'elle pourra honorer ses engagements, et sa pérennité sur le plus long terme. Ce que je ressens également au quotidien, c'est un climat de tension dans les discussions avec les prêteurs, mais aussi avec les actionnaires. Sur les deux derniers mois, nous avons été sollicités pour réaliser des IBR pour le compte d'actionnaires qui veulent se rassurer sur le besoin de cash estimé par leurs participations et qu'on leur demande de financer. Ces discussions,

menées dans le cadre de procédures de prévention mais sans implication des banquiers, sont pour moi une situation

“Le PGE a aussi pas mal changé le rapport de force. On a perdu un levier de négociation car les banques sont garanties donc le risque pour elles de la procédure collective est moins évident.”

Laurent Jourdan

assez nouvelle, et assez caractéristique de la période.

Laurent Jourdan, Racine : Je souscris à ce qui a été dit. L'effet ciseau entre le poids de la dette qui s'accroît d'une part et la réduction de l'accès au crédit, d'autre part crée la situation dans laquelle nous sommes et conduit

à une augmentation au nombre des procédures. On est quand même beaucoup plus dans le dur qu'on l'était précédemment. Au 31 Octobre, on est à 43 740 procédures soit +32% par rapport à l'année passée. Ce qui ne veut pas dire grand chose en réalité car les chiffres bas des deux années antérieures correspondent à celles pendant lesquelles l'économie a été mise sous cloche. Ceci dit, on devrait dépasser 2019 si on suit le même rythme. Encore une fois, il y a un effet rattrapage donc pas si inquiétant. D'autant que 94% des entreprises en défaillances sont des entreprises de moins de 10 salariés et qui pour beaucoup ont moins de 3 ans d'existence. Néanmoins, nous avons connu des dossiers significatifs. Il y a eu 14 ouvertures de procédures collectives pour des entreprises de plus de 100 M€ de chiffre d'affaires. On a tous en tête les dossiers dans le retail. Les secteurs de l'immobilier et de la construction, sont également dans une situation compliquée compte tenu de la hausse des matières premières, des problèmes d'approvisionnement

Barema Bocoum

- Associé, Head of Restructuring, Deal Advisory France
- KPMG France Baréma est spécialisé dans l'accompagnement dans le cadre de deals complexes et situations spéciales (Restructurations financières, Turnaround, accélération du Cash, Fermetures de sites, distressed M&A). Baréma est membre du conseil d'administration de la Fondation KPMG France. Baréma dirige les activités Restructuring de KPMG en France depuis 2020 et dans les pays de la zone EMEA depuis 2021.
- KPMG dispose d'une des plus importantes équipes en France (130 collaborateurs) et en Europe (1500 collaborateurs). Le cabinet est intervenu en 2023 sur environ 400 dossiers dont 133 IBR dont certains des plus importants dossiers de place auprès du CIRI.



et surtout la réduction drastique du nombre de clients parce qu'il n'ont plus de crédit. Clairement, tout le secteur de la promotion est en train de souffrir. Et dans l'hôtellerie c'est également très compliqué. Bien entendu je ne parle pas des deux dossiers hors normes que sont Orpéa et Casino. L'activité est extrêmement soutenue et de nombreux dossiers reviennent. On a trop souvent simplement repoussé le tas de sable. Et aujourd'hui, comme on ne trouve plus de financement, on doit entrer dans le dur. C'est ce qui nous occupe principalement.

Arnaud Joubert, Rothschild & Co : Je partage ce qui a été dit jusqu'ici. De notre côté, nous sommes confrontés à de plus en plus d'entreprises de taille moyenne, cotées ou détenues par des groupes familiaux, qui font face à des échéances de refinancement beaucoup plus compliquées à appréhender : la performance opérationnelle peut être au rendez-vous, mais si le levier d'endettement est dans la fourchette haute, la charge des intérêts pèse tellement dans le service de la dette

que les cash flows générés par l'activité

“Je suis d'accord avec Nadine. Je pense qu'il y a 2 catégories de sujets. Il y a des entreprises sur lesquelles on était déjà intervenues. On a résolu des problèmes de haut de bilan à court terme sur le financement mais on n'était pas intervenu sur les sujets opérationnels. Désormais les investisseurs sont plus regardants et les entreprises doivent se restructurer en profondeur.”

Barema Bocoum

ne permettent plus d'y faire face. Et ces refinancement deviennent

donc impossibles à mettre en œuvre sans recours à des fonds propres ou à des cessions d'actifs, voire, à une restructuration de la dette. De leur côté, les participations de fonds de private equity semblent avoir été plutôt épargnées par cette situation, probablement parce qu'elles sont dans l'ensemble des sociétés dont les cash flows sont de meilleure qualité, et parce que les financements de ces sociétés requièrent la couverture du risque de taux. Lorsque les couvertures de risque de taux expirent dans les 12 à 18 prochains mois, on peut s'attendre à des refinancements compliqués du côté du Private Equity également.

MdA : Julien, au CIRI, vous avez une vision d'ensemble car vous traitez la plupart des gros dossiers. Si vous deviez dresser un panorama de l'activité de l'année, quel serait-il ?

Julien Bracq, CIRI : Il y a un panorama un peu macro sur les chiffres que l'on peut avoir au ministère des finances et un panorama que l'on peut avoir



Franck Michel

➤ Franck Michel est l'associé fondateur d'AJAssociés 1er cabinet d'administrateurs judiciaires qui poursuit sa croissance de manière discrète et régulière depuis plus de 30 ans. La taille de ce cabinet totalement intégré est à ce jour de plus de 100 salariés avec seulement 8 associés : Maîtres Franck Michel, Nicolas Deshayes, Christophe Bidan, Serge Préville, 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 a reçu plus de 1500 missions en 2023. Franck est notamment intervenu sur des dossiers comme Maranatha, Frans Bonhomme, Financière Immobilière Bordelaise, Naos, DURALEX. Il milite pour une transparence des coûts des traitements des missions de préventions et insiste sur la spécificité du mandat de justice à la Française.



de la fenêtre du CIRI. Et ce qui est intéressant de constater que les deux ne se recoupent pas totalement. Si on prend le panorama macro, je souscris totalement à ce que vient d'indiquer Laurent. C'est à dire que l'on revient à des niveaux de faillites qui sont à peu près dans l'étiage de ce que l'on constatait pré crise. Il y a un peu plus de faillites au premier semestre qu'il n'y en avait en 2019 et c'est confirmé par d'autres indicateurs avancés. Les délais de paiement des cotisations sociales se sont allongés. Tous ces indicateurs convergent pour dire que l'on est en train de revenir sur le même nombre de dossiers qu'avant crise. Pour autant, il n'y a pas non plus de vague. Ce qui est intéressant aussi c'est de voir c'est qu'il y a une très grande hétérogénéité de taille d'entreprise et de secteur. Sur les tailles d'entreprises, l'effet rattrapage est très fortement porté par les PME/ETI GE. Par rapport à 2019, plus de 30% de dossiers sur les PME et +17% sur les ETI/GE. Concernant les secteurs d'activité, on ne va pas revenir sur les secteurs, les transports/ entreposage, le

retail, on constate également un certain nombre de dossiers dans le sanitaire et le médico-social. Il y a des sous-jacents dans le dossier Orpéa qui frappent

“Aujourd'hui on assiste à une augmentation des procédures collectives et concomitamment de la baisse de la prévention. Autant on a vu venir l'augmentation de l'endettement avec les PGE autant on n'avait pas vu venir l'augmentation des taux d'intérêt.”

Franck Michel

les autres entreprises du secteur. En revanche, on ne voit pas de situation particulière dans l'industrie et pour les énergies intensives. A ce stade le nombre de défaillances dans ces secteurs sur la base des indicateurs macro est plutôt

en dessous des niveaux de 2019. De la fenêtre du CIRI, c'est un peu différent. Autant pendant la crise sanitaire on s'est beaucoup occupé de sociétés touchées par les conséquences du Covid, dans l'événementiel, le tourisme, l'hébergement, le retail. Autant aujourd'hui on revient à une population accompagnée un peu plus classiques comme les industriels. Si je prends le cas typique des sous traitants automobiles ils sortent de la période que l'on vient de connaître avec des bilans très dégradés et sont aujourd'hui confrontés avec les basculements vers les véhicules électriques à des besoins d'investissement extrêmement lourds et qui comportent une dimension de pari. Tout cela fait des dossiers de restructuration assez difficiles à traiter.

Franck Michel, AJAssociés : Aujourd'hui on assiste à une augmentation des procédures collectives et concomitamment de la baisse relative des missions de prévention. Pour moi, il y a trois causes. Autant on



Julien Bracq

- Secrétaire général adjoint du CIRI.
- Le CIRI est un service de l'État dédié à l'accompagnement des entreprises en difficulté de plus de 400 salariés pour les soutenir dans la mise au point et le financement de leurs plans de retournement. En lien étroit avec les dirigeants des entreprises qui le saisissent et les organes de la procédure, le CIRI agit dans un cadre confidentiel et a pour mission de piloter l'action de l'Etat et de bâtir un consensus autour de plans d'affaires crédibles et équilibrés et d'en négocier le financement afin de sécuriser le retournement des entreprises concernées et préserver le plus grand nombre d'emplois.

a vu venir le mur de l'endettement avec les PGE autant on n'avait pas vu venir l'augmentation des taux d'intérêt. Et la réalité aujourd'hui c'est que dans les missions de préventions les dirigeants nous disent à quoi bon négocier pour payer plus in fine. Paradoxalement les procédures collectives deviennent plus attractives car le passif bancaire va être gelé sur une durée plus longue et avec le maintien du taux d'intérêt actuel. Le deuxième phénomène c'est que la position des établissements bancaires s'est durci récemment, le stand still n'est plus accordé systématiquement et quand il est accordé c'est pour des durées parfois très courtes et assorties au respect d'engagements très contraignants. Encore plus qu'hier les préventions sont des moments de fortes tensions. Enfin troisième phénomène, les procédures collectives donnent l'opportunité à des chefs d'entreprises de remettre en cause des garanties réelles qui ont été données dans le cadre restructurations antérieures parfois dans un rapport de force déséquilibré.

Par rapport à ces 3 phénomènes on se retrouve aujourd'hui avec une vraie

“Tous ces indicateurs convergent pour dire que l'on est en train de revenir sur le même nombre de dossiers qu'avant crise. Pour autant, il n'y a pas non plus de vague. Ce qui est intéressant aussi c'est de voir c'est qu'il y a une très grande hétérogénéité de taille d'entreprise et de secteur.”

Julien Bracq

question. Est ce que la période collective a toujours son effet épouvantail et la

réussite de la prévention est elle aussi définitive quand on voit finalement les sinistres de toutes les grandes enseignes du retail ?

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : Je suis d'accord avec Franck. Force est de constater que l'amiable n'est pas toujours la solution mais surtout malheureusement les usages qui ont fait de l'amiable un outil d'une redoutable efficacité sont battus en brèche. Un exemple : le standstill donné par les banques était automatique à l'ouverture de la procédure amiable. Aujourd'hui il arrive que l'on passe plusieurs semaines voire mois avant d'obtenir ce standstill, sous prétexte d'obtenir d'abord des prévisions de trésoreries validées par un tiers ou un IBR. Et pendant ce temps-là la trésorerie de l'entreprise continue d'être ponctionnée. Il devient compliqué dans ces circonstances de convaincre un dirigeant de l'intérêt de l'ouverture d'un mandat ad hoc ou d'une conciliation. Sans parler de l'attitude de certains, lors



des négociations, à l'encontre des dirigeants ou même des mandataires ou conciliateurs, rendue possible notamment par la tenue des réunions en virtuel au cours desquelles la parole s'est libérée cachés derrière leurs écrans.

Laurent Jourdan, Racine : On arrive à des situations totalement ubuesques, on continue à prélever les échéances sur la trésorerie des entreprises car on n'a pas obtenu de "standstill" alors même que nous sommes en procédure de prévention et on obtient que très rarement la restitution des sommes perçues. Le PGE a aussi pas mal changé le rapport de force. On a perdu un levier de négociation car les banques sont garanties donc le péril de la procédure collective est moins évident. Tout ceci menace la prévention telle que nous la connaissons. Au niveau macro, il faut souligner que la majorité des PGE sont remboursés normalement.

Julien Bracq, CIRI : J'aimerais réagir à ce qui a été dit. Il y a trois points très intéressants qui viennent d'être évoqués. Le premier point, c'est que les PGE mettent le CIRI dans des situations compliquées, dans la mesure où la capacité du CIRI à jouer

son rôle de médiateur est entravée dès lors que l'Etat directement ou indirectement partie lié au dossier et exposé financièrement. Ce n'est pas seulement le PGE, c'est le rôle de l'Etat joué ces trois dernières années, qui a conduit à ce que l'Etat soit financièrement exposé, directement ou indirectement, à un nombre important d'entreprises. Au demeurant, je pense que maintenant qu'un retour à la normale est recherché, l'Etat ne doit plus être considéré comme une source de financement parmi d'autres, que ce soit en prêt ou via la constitution de passif public. Cela va prendre du temps pour réhabituer l'ensemble des acteurs. Le deuxième point sur les PGE, en termes de sinistralité, pour le moment on constate que beaucoup de PGE ont été remboursés. C'était 146 Md€ pour 686 000 entreprises à fin juillet 2023, et à ce jour près de 66 Md€ ont été remboursés. Les estimations qui sont faites en termes de sinistralité font état de chiffre situé entre 4 à 5%. Soit un coût net pour l'Etat d'environ 3,5 Md€. Le message, c'est que les PGE sont globalement bien remboursés. Après cela est valable d'un point macro. Cela cache des cas particulièrement difficiles que l'on a tous à connaître autour de

la table, en particulier des entreprises qui n'allaient pas très bien avant la crise et qui doivent aujourd'hui rembourser cette dette supplémentaire. Dans ce contexte, où des restructurations de PGE se profilent, le CIRI entend diffuser une doctrine de restructuration des PGE qui repose sur le principe selon lequel le PGE doit être remboursé comme si la garantie de l'Etat n'existait pas. La question qui va se poser dans les prochaines années, si cette doctrine n'était pas respectée dans un cadre amiable, c'est de faire en sorte qu'elle le soit autrement.

Franck Michel, AJAssociés : Justement, sur une frange d'entreprises les PGE ont souvent servi à rembourser tous les concours bancaires de souplesse (crédit de campagne) qui finalement n'ont jamais été renouvelés. Et finalement les banques disent j'ai la garantie de l'Etat et refusent tout nouveau concours... Sur les 45% des PGE qui ont été remboursés a-t-on la granularité? J'ai l'impression que les grands PGE ont été remboursés.

Michel Ressaygues, Prospères: Je trouve que les dossiers arrivent très tardivement. Je crains une persistance



Philippe Héry

- Après 27 ans d'expérience acquise au sein de grandes firmes (Deloitte puis EY), Philippe Héry a rejoint le cabinet ODERIS en 2020, dans le cadre d'un projet plus entrepreneurial, avec pour objectif de développer l'activité Restructuring pour les PME/ETI, qui bénéficient ainsi de l'expertise d'un « big » mais avec la souplesse d'un cabinet à taille humaine.
- Depuis plus de 30 ans, Philippe conseille des entreprises sous performantes dans un cadre préventif, mais également dans un contexte judiciaire pour des sociétés en plus grande difficulté. Il possède une grande connaissance de la restructuration de la dette et des opérations de refinancement. Il anime une équipe d'une douzaine de personnes à l'heure actuelle, mais qui continue sa montée en puissance.

de la croyance chez certains acteurs économiques, sans doute inconsciente, que l'État va les sauver. Un chef d'entreprise me consultait récemment en disant devoir € 900,000 à l'Urssaf mais en énonçant que "cela ne compte pas...". Donc je vois des entreprises dans un état compliqué. Pour compléter ce qui a été dit, j'observe trois choses.

1) La relative facilité des levées de fonds a conduit certaines entreprises à faire croire qu'elles développent des technologies nouvelles alors qu'elles sont des opérateurs tout à fait classiques. C'est ainsi que nous accompagnons une entreprise réalisant 15 M€ de chiffres d'affaires et 15 M€ de pertes. L'équipe de direction vivaient dans une croyance culturelle selon laquelle son métier consistait, non à vendre un service à la société civile au juste prix, mais à lever des fonds. Quand nous leur expliquons qu'il va falloir équilibrer le compte de résultat, certains interlocuteurs sont profondément déstabilisés.

2) Certaines de ces entreprises,

heureusement rares, n'ont en réalité pas de modèle économique viable à ce jour. Par exemple, les Eh pads ont parfois été montées comme des foncières.

“Ce que je ressens au quotidien, c'est un climat de tension dans les discussions avec les prêteurs, mais aussi avec les actionnaires. C'est pour moi une situation assez nouvelle, et assez caractéristique de la période.”

Philippe Hery

3) Enfin, de nombreuses PME ou ETI, bien redressées, atteignant des niveaux de performance parmi les meilleurs de leur secteur, ne peuvent pas rembourser une dette PGE provoquée par un an de

chiffre d'affaires manquant. Tous les business n'ont pas 10% de rentabilité par an. Prospères accompagne plusieurs entreprises dans cette situation délicate. Nous réévaluons la dette mais il pourrait être difficile de surmonter la moindre nouvelle difficulté, or la vie des entreprises est jalonnée de difficultés à surmonter.

Philippe Hery, Odéris Consulting : Sur ce type de dossiers, pour lesquels on constate une génération de cash décorrélée du montant nécessaire pour servir la dette dans un délai raisonnable, la solution passe souvent par une recherche active de repreneurs, que ce soit dans le cadre d'une procédure collective ou pas. Cette recherche de solution d'adossment ou de reprise, même si elle est souvent douloureuse pour tous les stakeholders, emporte l'adhésion des banques qui peuvent espérer limiter leur perte, notamment si la dette est constituée de PGEs, en grande partie garantis par l'Etat. Cette option de restructuration est de plus en plus fréquente et on voit apparaître

Michel Resseguier

- Ancien conseil financier en restructuration chez Arthur Andersen, Michel Resseguier est Managing Partner et fondateur du cabinet Prospères qui emploie 17 dirigeants de la transformation et de la crise dont sept associés. Pour mémoire, Michel Resseguier 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, Prospères 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.



de nouveaux acteurs à la reprise à ce titre. Dans ce contexte, nous pouvons être sollicités pour simuler le coût de la reprise entre plusieurs scénarii, in bonis vs sauvegarde vs prepack cession.

Laurent Jourdan, Racine : Il y a un autre type de dossiers qui vient en force, c'est celui de l'immobilier d'entreprise notamment en Seine Saint Denis ou même le 92, les bailleurs n'ont pas trouvé de locataires et se retrouvent avec des locaux vacants sur les bras sans capacité de rembourser la dette et les banques ne souhaitent pas reprendre les clés. Les issues ne sont pas simples.

Nadine Veldung, Oddo BHF : J'abonde dans le sens de Laurent. Et j'aimerais aussi parler de la responsabilité des bailleurs. C'est un sujet qui me tient à cœur. Clairement tous les chiffres d'affaires des enseignes sont en baisse mais à y regarder de plus près, elles pourraient encore tenir si le prix des locations était actualisé au prix réel du marché actuel.

Malheureusement, ce que l'on constate sur le terrain, c'est que les bailleurs ne

“Je trouve que les dossiers arrivent très tardivement. Je crains une persistance de la croyance chez certains acteurs économiques, sans doute inconsciente, que l'État va les sauver. Un chef d'entreprise me consultait récemment en disant devoir € 900,000 à l'Urssaf mais en énonçant que “cela ne compte pas...””

Michel Resseguier

sont pas très adaptables et restent sur des prix d'il y a 3 ans. Or, les entreprises

sont asphyxiées et ne peuvent plus payer. Un grand nombre de bailleurs préfèrent avoir des espaces libres plutôt que de consentir un prix modéré.

Franck Michel, AJAassociés : C'est sans doute une posture. Mon expérience dans les centres commerciaux en procédures collectives, c'est que les nouveaux baux sont consentis à des prix correspondant à la réalité actuelle du marché. Mais il est vrai que c'est un peu caché et ils ne communiquent pas dessus. Mais je rejoins Nadine, c'est la prochaine vague de sinistres.

Michel Resseguier, Prospères : La période n'est pas simple, y compris pour des commerces situés au centre de Paris. Les droits au bail ont perdu beaucoup de valeur. Nous fermons actuellement le très beau magasin The Conran Shop, faute d'investisseur pour pérenniser ce projet entrepreneurial.

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : Pour revenir sur les dossiers des maisons de retraite évoqués précédemment, ce qui était



considéré comme un investissement en bon père de famille, est devenu un secteur pour lequel il est devenu difficile de trouver des investisseurs notamment au regard des normes ESG. Si Orpea a pu être sauvée grâce à l'intervention de l'Etat avec la Caisse des dépôts et consignation et le soutien des créanciers, l'Etat ne pourra évidemment pas intervenir de la sorte sur l'ensemble du secteur. En outre, les nouvelles normes à venir, pour assainir le secteur et préserver les résidents ce qui est essentiel, impacteront nécessairement la rentabilité du secteur. Et malheureusement le sujet de la petite enfance se pose à l'identique.

Barema Bocoum, KPMG : Avec la CSRD, il va y avoir des KPI visibles de toutes les parties prenantes. Pour un chef d'entreprise, les risques sont plus importants. On a réalisé une étude CEO au cours de laquelle on a interrogé plus de 1300 dirigeants dans le monde. Les résultats ont révélé deux priorités très fortes qui mettent en évidence le fait qu'il y a aujourd'hui des trous dans la raquette. D'une part, les talents : comment les entreprises vont-elles s'assurer qu'elles ont les reins assez solides pour en trouver ? De l'autre, la géopolitique : comment les chefs d'entreprise vont-ils faire

face à l'inflation salariale qui devrait toucher plusieurs sujets ? Il y a le haut de bilan mais aussi la base de bilan. De plus en plus d'entreprises vont regarder les process de cash. On sera moins en retard sur les délais de règlement. Derrière les grands groupes, le crédit inter entreprise va se tendre. Être un chef d'entreprise n'est pas un long fleuve tranquille aujourd'hui. Il doit avoir un œil sur énormément de choses...le tableau de bord et en même temps il doit transformer son business.

MdA : Michel, la transformation des PME/ETI, cela vous parle. Mais certains blocages psychologiques subsistent de la part des dirigeants qui ont connu le succès dans un passé proche.

Michel Rességuier, Prospères : Oui fondamentalement il faut restructurer les bilans mais la pérennité de l'entreprise passe par le modèle économique, donc le P&L et non le bilan. La plupart des dirigeants et leurs équipes de direction sont arrivés aux niveaux de responsabilité qui sont les leurs parce qu'ils sont très compétents dans un certain écosystème. Quand l'écosystème bouge significativement, il leur faut beaucoup de courage pour remettre en cause des recettes qui

ont toujours bien fonctionné jusqu'à présent. Le piège des actionnaires consiste souvent à recruter un dirigeant du même secteur qui a indiscutablement bien réussi par le passé mais qui arrive avec les mêmes recettes.

Barema Bocoum, KPMG : Je pense que beaucoup de solutions vont passer par des concentrations. Aujourd'hui, il y a beaucoup de grands groupes qui ont des bilans solides et qui nous appellent. Avant, ces mêmes groupes avaient une liste d'actifs non core sous performants qui étaient en bas de la pile M&A. Désormais, ces dossiers remontent dans la pile et sont regardés avec beaucoup d'intérêt...

MdA : L'intérêt est là mais est-ce qu'ils ont le savoir-faire pour intégrer une équipe sous performante ?

Barema Bocoum, KPMG : On est là pour les aider...Aujourd'hui, quand je regarde notre activité qui a fait +25% de croissance, je note que nous avons été tirés en grande partie par ces grands groupes là. Ils se posent ces questions et n'ont pas l'habitude de travailler avec les équipes Restructuring. Ils n'ont pas le savoir-faire mais sont intéressés par l'idée de reprendre des actifs distressed



Lionel spizzichino

- Lionel Spizzichino est avocat associé co chair européen 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.

pour gagner des parts de marché par exemple. La solution c'est de changer les business model et la concentration est parfois la voie privilégiée pour préserver la valeur et l'emploi. L'enjeu est de savoir comment on arrive très rapidement à créer les conditions de ces adossements, notamment lorsqu'il y a de manière sous-jacente des enjeux de souveraineté.

Franck Michel, AJAassociés : J'ai une question pour le CIRI et le secrétaire général adjoint. Est ce que l'on ne pourrait pas concevoir que le CIRI puisse se déclarer compétent sur des dossiers en procédures collectives? Ce qui permettrait de négocier des restrictions sans avoir le poids du passif? Surtout que ce n'est pas une nouveauté, je me souviens de Mecachrome il y a quelques années...

Laurent Jourdan, Racine : ...Le Ciri suit également les dossiers en procédures collectives et intervient dans ce contexte, on peut citer notamment

Presstalis ou encore Geoxia. Souvent ce sont des dossiers commencés en prévention et qui sont poursuivis en procédure collectives.

“Le risque existe en effet, avec la complexité induite par la réforme, de réserver la sauvegarde avec classes de parties affectées aux grandes entreprises qui en ont les moyens, comme le Chapter 11 aux Etats Unis.”

Lionel spizzichino

Julien Bracq, CIRI : Il n'y a pas de restrictions proprement dites. D'ailleurs, pour faire la transition avec ce qui a été dit, je pense que dans le

nouveau cadre issu du 15 Septembre 2021, le CIRI peut avoir un nouveau rôle à jouer en sauvegarde ou même en redressement judiciaire puisqu'il y a davantage de place laissée à la négociation. D'ailleurs dans les dossiers Orpéa, Casino, c'est un peu ce qui s'est passé. C'est du semi amiable.

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : Au sujet de l'ordonnance du 15 septembre 2021, il faut rappeler que les deux objectifs principaux étaient de raccourcir les procédures et de les simplifier. Force est de constater, notamment avec notre expérience sur Orpéa et Casino, que ces deux objectifs ne sont pas atteints. La procédure n'est ni raccourcie ni simplifiée. En outre, les nombreux contentieux dans Orpéa rendus possible par la multiplication des étapes crantées par l'ordonnance rallongent la durée de la procédure. Un autre objectif de la réforme était d'adopter une approche plus financière de ces restructurations avec une notion de valorisation et l'intervention d'un

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 Casino, Accorinvest, Pierre & Vacances Center Parcs, Buffalo Grill et Solocal.
- 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.



nouvel acteur dans nos procédures à savoir l'expert indépendant chargé d'établir cette valorisation. Or en pratique, nous avons pu constater, pour ne pas dire regretter, que le rapport de l'expert arrivait après l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée soit postérieurement à l'accord trouvé en conciliation et à la conclusion de l'accord de lockup. Un tel rapport ne servant plus qu'à justifier a posteriori l'économie de l'accord trouvé. Autant de points à améliorer dans le cadre des ajustements de l'ordonnance à intervenir.

Franck Michel, AJAassociés : Ne pensez vous pas que l'on a présenté ces classes comme étant favorables aux créanciers alors que finalement ils sont favorables aussi surtout aux débiteurs

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : Disons qu'avec ces premiers précédents, il semble juste de dire que les classes de créanciers et le mécanisme

de cross class cramdown sont d'abord favorables aux créanciers seniors mais en effet aussi aux débiteurs qui ont, avec l'aide de leurs conseils, élaborer un plan avant même l'ouverture de

“La remontée brutale des taux d'intérêt rend certains refinancements impossibles en raison d'un service de la dette devenu supérieur à la génération de cash flow des entreprises les plus fragiles et/ou les plus endettées.”

Arnaud Joubert

toute procédure avec un besoin de new money très important et des délais très courts pour le trouver en favorisant le candidat choisi ab initio par le débiteur

et en laissant très peu de chance à une offre alternative, qu'elle émane d'un concurrent ou des créanciers d'aboutir.

Julien Bracq, CIRI : Pour rebondir sur ce qui a été dit, je peux dire qu'au CIRI, on a bien conscience qu'il va falloir améliorer cette réforme. On a tous en tête un certain nombre de points techniques qui auraient pu mériter une clarification législative. Je constate au demeurant que certains de ces points, qui étaient initialement perçus comme problématiques, ont depuis été résolus par la doctrine, la pratique et la jurisprudence. Par ailleurs, même si c'est assez loin de ce que l'on traite au CIRI, on a bien conscience que dans certains cas, la procédure est instrumentalisée, par exemple non pas au profit du débiteur mais de l'actionnaire du débiteur.

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : Le risque existe en effet, avec la complexité induite par la réforme, de réserver la sauvegarde avec

classes de parties affectées aux grandes entreprises qui en ont les moyens, comme le Chapter 11 aux Etats Unis.

Franck Michel, AJAassociés : Autre sujet qui mérite un point d'attention, ce sont les seuls de compétences. Aujourd'hui sur un groupe de sociétés, seule la société holding qui détenait le contrôle va être soumise au seuil des parties affectées alors que ce n'est pas forcément elle qui a l'endettement. Je pense qu'il faudrait renforcer une certaine souplesse au niveau des seuils obligatoires.

Julien Bracq, CIRI : On convient qu'un certain nombre de choses sont à améliorer. Évidemment, vu du CIRI la vertu cardinale de la loi de 2021 c'est qu'elle réintroduit de la prévisibilité et surtout contraint au respect d'une certaine forme de hiérarchie.

Barema Bocoum, KPMG : Cela va dans le bon sens, car les mesures sont plus rationnelles et permettent davantage de prévisibilité. Au sein de l'ARE, on a mené un travail sur certains sujets à améliorer. Parmi ces sujets, il y a celui de la valo car il n'y a pas deux méthodes identiques au sein de l'UE et même en France. Cela interpelle...

Nadine Veldung, Oddo BHF : On a beaucoup parlé des projets et des gros dossiers emblématiques de ces derniers mois. On oublie qu'il y a quand même énormément de patrons de PME / ETI qui se retrouvent dans des situations extrêmement compliquées. Alors qu'ils ne se sont pas enrichis, ils ont bien géré leur entreprise. Aujourd'hui ils sont démunis face à leur loyer, face aux charges. Ils ont juste l'impression qu'ils travaillent pour rien. Ce n'est pas forcément glamour mais c'est la réalité des chefs d'entreprises notamment en région. J'observe que le soutien pour ces entrepreneurs est beaucoup moins important. Je pense que l'on pourrait

prendre un peu de ce temps pour venir en aide aux plus petits entrepreneurs.

Michel Rességuier, Prospères : Je suis d'accord. On en vient au sujet de la judiciarisation. En cas de sauvetage des activités et des emplois par voie de cession judiciaire, se développe désormais une espèce de mode grandissant qui consiste à poursuivre les dirigeants sur les 10 dernières années. J'ai été appelé en juin 2023 par la police judiciaire d'Evreux pour vérifier mon éventuelle responsabilité au sujet de la liquidation de Cinram jugée le 06 décembre 2017, société que j'avais quittée en juillet 2013...

Je constate que les liquidateurs ont tendance à attaquer tous les dirigeants, tels Simon de Montfort devant Béziers: "tuez les tous, Dieu reconnaîtra les siens", Dieu étant ici le tribunal de commerce. Il me semble que le législateur devrait se saisir de ce sujet et proposer une nouvelle approche plus protectrice des mandataires sociaux.

Une autre de mes préoccupations est plus sociologique. J'observe que pour redresser l'exploitation des entreprises, nous sommes contraints de demander des remises en cause aux salariés. Or j'observe que les personnes, concitoyens et salariés, sont plus fragiles et rigides : ils me font penser à du cristal, beau mais fragile et rigide. Évidemment, je ne généralise pas, mais ce pourrait être une évolution sociétale à laquelle nous devons prêter attention. Au fond, changer et s'adapter, c'est vivre. L'histoire des entreprises que Prospères découvre, est souvent magnifique. Mais la nouvelle page d'histoire à écrire le sera aussi, seulement si nous nous adaptons.

Lionel Spizzichino, Willkie Farr & Gallagher : La pandémie a multiplié le nombre de sociétés qui se sont retrouvées avec des capitaux propres négatifs. Heureusement un décret du 25 juillet 2023 est venu grandement

atténuer le risque de dissolution qui était une épée de damoclès inutile pour ces sociétés sans que cela ne protège d'aucune manière les créanciers. Cette dissolution automatique n'était en définitive utilisée quasi exclusivement au fil du temps que pour éliminer des concurrents.

Barema Bocoum, KPMG : Je pense que beaucoup d'aides sont appliquées sur les entreprises les plus fragiles. On arrive sur un sujet de transformation de l'économie. Il n'y a jamais eu dans l'histoire de l'humanité autant d'innovations qui vont changer notre vie. On a su s'adapter, même si on ressent encore un peu les effets du covid et du télétravail. Mais dans ce monde-là, il n'y a pas deux entreprises logées à la même enseigne. Les PME/ETI sont parfois fragilisées et doivent faire face à tous ces changements, il va y avoir des grands gagnants et des grands perdants. Il y a de gros changements de paradigmes, et certaines difficultés demandent à être résolues autrement qu'en donnant du financement. Sinon, c'est malsain. Il s'agit plutôt de savoir comment on les forme et comment on les amène vers le nouveau monde.

MdA : Au quotidien, Barema cela signifie t'il que les équipes de KPMG restructuring interviennent davantage sur la partie opérationnelle ?

Barema Bocoum, KPMG : le volet opérationnel représente environ la moitié de nos activités en Restructuring. C'est une évolution importante. La partie financière reste essentielle bien sûr mais il n'y a désormais une extension assez naturelle de nos interventions au-delà de l'IBR. ■