



SOPHIE MOREAU-GARENNE A FONDÉ LE CABINET DE CONSEIL INDÉPENDANT SO-MG PARTNERS EN 2012,

cabinet gérant des situations complexes dans des environnements internationaux au sein du *Private Equity* et de la PME française, pour intervenir sur des problématiques de restructuration opérationnelle et financière, d'optimisation de BFR, de financement et de transaction. Sophie Moreau-Garenne débute sa carrière en 1995 chez Deloitte à Paris puis rejoint les équipes *Corporate Finance* d'Arthur Andersen (devenu Ernst & Young) où elle a réalisé à la fois des missions de conseil en restructuration et des audits d'acquisition pour le compte de fonds d'investissement. En 2007, elle devient associée dans le département *Corporate Restructuring* d'Ernst et Young. En 2008, elle rejoint le cabinet américain Duff & Phelps pour y créer et développer l'activité *Restructuring* en Europe.

Acquérir une entreprise à faible valorisation, est-ce toujours une bonne affaire ?

2017 s'annonce comme 2016, une année avec d'importants capitaux disponibles à investir. Les grands fonds LBO étant poussés à la surenchère, les possibles opérations sur de belles entreprises à prix raisonnables restent limitées. La persistance de cibles rares et chères incite alors certains acquéreurs à se tourner vers des cibles en retournement. Comment s'assurer d'avoir toutes les chances de son côté pour réussir une transaction en situation spéciale ?



malgré un ralentissement du nombre de défaillances en France, le marché crée toujours des opportunités : l'accès au crédit y est rare pour les situations spéciales et nos banques préfèrent étendre les maturités plutôt que de constater des abandons. Les actionnaires se trouvent alors contraints de céder leur participation dont la dette est devenue disproportionnée au regard des capacités de remboursements de la société.

Nombre d'entre eux savent désormais utiliser la large palette de solutions offerte par la loi de Sauvegarde de juillet 2005 qui encadre la négociation de la dette de manière amiable et confidentielle. Depuis l'innovation majeure de la loi du 12 mars 2014, les procédures de prévention permettent aux actionnaires d'entreprises en difficulté de chercher en amont des

solutions alternatives à la procédure collective et, éventuellement, de faire constater la cession par le tribunal de commerce dès l'ouverture de la procédure. Le mandat *ad hoc* et la conciliation créent désormais un terrain favorable à la mise en place de solutions de refinancement mais aussi de recapitalisation et, éventuellement, de vente par appartements (actifs non essentiels, *spin off*, *split off*...).

Les dirigeants d'entreprises

en difficulté, hors actionnaires majoritaires, vont eux chercher une modification de la carte actionariale si une solution n'émerge pas rapidement, y compris en passant par le redressement judiciaire.

Les banquiers, devenus principaux créanciers et, donc, quasi-proprétaires de l'entreprise, entament alors avec les actionnaires un bras de fer qui, s'il n'aboutit pas à une négociation en amont d'un redressement judiciaire, se

DISTRESSED M&A IN FRANCE - DO'S AND DON'T

Default rates, bankruptcies, recapitalizations, distressed M&A, over-leveraged capital structures, willingness of banks to pretend, amend and extend. Distressed targets seek alternatives to a distressed sale-bankruptcy, including refinancing, recapitalization, be forced into non bankruptcy rescue sale (non-core assets, spin offs, split offs or entire business) be forced into bankruptcy where unable to close a rescue sale. Opportunistic buyers will be driven by unique opportunity for strategic acquisitions at depressed valuations, opportunities to increase market share and acquire "crown jewels".

Sophie Moreau-Garenne, SO-MG
April 2017 - www.sfaf.com
La revue Analyse financière

soldera par une perte totale pour les deux. Les acheteurs opportunistes cherchent de leur côté à acquérir les bijoux de la couronne à des valeurs d'entreprises très faibles.

CONSTITUER UNE ÉQUIPE DE CRISE

Comment l'acquéreur va-t-il pouvoir concilier les intérêts divergents des actionnaires, dirigeants, salariés et créanciers, pour boucler son rachat en un temps record, dans un calendrier imposé par la trésorerie de l'entreprise ?

La rapidité d'intervention pour mener à bien ces diligences au sein d'une société *distressed* passe par la constitution d'une équipe de crise, rompue aux contextes juridique (avocat spécialisé) et financier (spécialistes du chiffre).

Un bon diagnostic s'impose car les difficultés sont issues d'une multitude de facteurs intervenant simultanément. Combien s'étonnent, après avoir identifié la survenance d'un facteur exogène, de découvrir une organisation sclérosée, avec des anciennetés fortes au sein de l'effectif pour qui la règle d'or est « *on a toujours fait comme ça* », le biais des promotions internes n'ayant jamais permis à l'organisation de s'ouvrir au changement. L'acquéreur imagine trop souvent qu'en changeant un management vieillissant, l'entreprise va retrouver d'elle-même le chemin de la croissance, mais c'est sous-estimer l'inertie de l'organisation. Un vrai diagnostic permet d'identifier les risques et opportunités pour les performances futures ; il doit être mené au sein de l'entreprise - *la dataroom* n'est pas l'outil adéquat

dans ces contextes complexes. Une bonne compréhension des facteurs de blocage de l'organisation et/ou des hommes doit permettre d'identifier les freins au changement. Le diagnostic doit s'accompagner d'un volet financier permettant d'identifier l'origine de la consommation de trésorerie ainsi que les perspectives futures. Une donnée essentielle de l'acquisition possible, ou pas, dans l'entreprise en difficulté réside dans la maîtrise du calendrier, lui-même dicté par le *cash*. Le montant du besoin prévisionnel de trésorerie, et la date à laquelle il intervient, permettent de qualifier assez rapidement la faisabilité du projet.

Il permet également d'identifier les solutions de restructuration financière (refinancement, vente, conversion de la dette par capitaux propres) et d'envisager la mise en place de *Rescue financing* hors procédure collective, terme anglo-saxon dont l'image est parlante.

Seule une analyse dans un contexte *in bonis* permet à l'acquéreur potentiel de maîtriser sa relation avec les actionnaires vendeurs et de prendre connaissance d'une entreprise dans un contexte normal de fonctionnement.

PRIVILÉGIER LES PROCÉDURES AMIABLES

Les procédures de prévention permettent de maintenir l'entreprise dans ce contexte tout en protégeant les intérêts des parties pour lesquelles le conciliateur s'assurera de l'égalité de traitement. Une bonne connaissance des outils, des interlocuteurs et du calendrier

Combien s'étonnent, après avoir identifié la survenance d'un facteur exogène, de découvrir une organisation sclérosée, avec des anciennetés fortes au sein de l'effectif pour qui la règle d'or est « on a toujours fait comme ça », le biais des promotions internes n'ayant jamais permis à l'organisation de s'ouvrir au changement.

en procédure collective, à savoir nettoyée de tout passif, le législateur a mis en place des outils permettant à l'acquéreur de rester dans une relation privilégiée avec les vendeurs le temps des *due diligences* et de la négociation, de s'assurer du maintien du fonds de commerce et de la fidélité des principaux clients tout en actionnant les leviers de la procédure collective et de permettre une reprise totale ou partielle des actifs très rapide à la barre du tribunal. La solution de *prepack* cession emporte l'adhésion de la plupart des partenaires de l'entreprise, car une reprise des actifs à la barre vaut mieux qu'une mauvaise liquidation (cas de NetiraOne et FRAM).

La dernière option reste la reprise classique au tribunal, avec des délais plus longs et une mise en concurrence dans le cadre de l'ouverture d'un appel d'offres. La publicité du redressement judiciaire, assortie des délais, va entamer la destruction du fonds de commerce et transformer la bonne affaire en puits sans fonds pour financer le BFR et la relance de l'activité. Dans ce cadre, seuls les concurrents directs de l'entreprise ont une réelle chance de réussite.

Afin d'optimiser les chances de reprise d'une entreprise en difficulté et en optimiser le coût, une bonne reprise dans le cadre de procédures amiables reste souvent la solution qui s'avère la plus pérenne sur la durée. ■

imposé par la loi est nécessaire afin d'avancer rapidement avec chacun ainsi que des pratiques de place pour mener à bien les négociations avec les partenaires financiers.

Si la société en situation de difficulté a cumulé une dette trop conséquente et que les avantages d'une acquisition *in bonis* restent moins importants qu'une acquisition