

Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Les conséquences de la crise sanitaire sur les entreprises

Le nombre de défaillances d'entreprises a chuté de 38 % en 2020, selon le cabinet Altares, de 50 000 enregistrés habituellement par an, à 32 184. Les aides d'Etat mises en place en urgence dans le sillage de la déflagration de la crise Covid y ont massivement contribué avec près de 700 000 sociétés ayant bénéficié d'environ 130 milliards d'euros de prêts garantis par l'Etat (PGE). Le point, avec un panel d'avocats, de consultants et un représentant des pouvoirs publics, sur les effets de la crise de la Covid-19 sur la santé économique et financière des entreprises et sur ce qu'elles peuvent attendre de la future transposition de la directive européenne relative aux cadres de restructuration préventive.



De gauche à droite, de haut en bas :

- Guilhem Bremond, associé, Paul Hastings
- Aurélien Loric, of counsel, Eversheds Sutherland -
- Hélène Bourbouloux, administrateur judiciaire et associée gérante, FHB
- Guillaume Cornu, associé, EY Services
- Guillaume Cadiou, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises
- Aurélien Gore Coty, associé gérant, Lazard Frères
- Sophie Moreau-Garenne, associée, SO-MG partners
- Alexandra Bigot, associée, Latham & Watkins

Un an de crise sanitaire au compteur pour les entreprises : quel est l'état des lieux ?

Guillaume Cadiou, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises : La délégation interministérielle est un outil récent, créé en 2017. Son rôle est de coordonner l'action du gouvernement en matière de restructurations. Elle est placée sous l'égide des ministres du Travail, de l'Economie, des Finances et de l'Industrie et s'appuie sur plusieurs départements, tels que le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) ; la Direction générale des entreprises (DGE) qui s'occupe des restructurations de sociétés plus petites ou à composante moins financière avec l'aide du précieux réseau des CRP (commissaires aux restructurations et à la prévention des difficultés des entre-

prises) et la Délégation générale à l'emploi et à la formation professionnelle (DGEFP) pour la gestion des gros plans de sauvegarde de l'emploi. Ces services ont connu depuis près d'un an une forte augmentation de la charge de travail, qui a profondément modifié leur façon de travailler. En six mois, nous avons traité autant de dossiers qu'en un an.

La mobilisation des pouvoirs publics a été totale. Il y a eu des mesures législatives avec les ordonnances du 27 mars et du 20 mai, qui ont simplifié le mode de fonctionnement des tribunaux de commerce, mais aussi des mesures d'ordre financier, comme les PGE, les reports massifs de charges fiscales et sociales ou encore le recours important à l'activité partielle. Ces mesures visaient à protéger les emplois et à favoriser une meilleure gestion de

e sur le traitement des difficultés

la liquidité qui est soudainement devenue l'affaire de tous. Des mesures plus spécifiques pour les entreprises les plus fragiles et qui n'arrivaient pas à mobiliser le PGE ont également été mises en place.

Autre changement radical : nous nous sommes mis à traiter des dossiers dans des secteurs que nous ne voyions jamais. Les dossiers traditionnels concernaient des industries en transformation depuis des années : dans le papier, certaines industries de base, des sous-traitants du secteur automobile, le retail. Les entreprises des secteurs de l'aéronautique, du prêt-à-porter et de la restauration ont constitué un nombre important de nouvelles saisines alors qu'ils étaient peu touchés auparavant. Nous nous y sommes adaptés. Résultat, il y a eu moins de procédures collectives en 2020 que les années précédentes. Mais également moins de procédures amiables. Nous abordons l'année 2021 avec beaucoup de prudence puisque nous continuons de voir affluer les dossiers.

Les crises provoquent en général des prises de conscience et cela a été le cas cette fois-ci. Nous allons ainsi renforcer les liens entre certaines équipes et certains professionnels de la restructuration. Le garde des Sceaux et la ministre de l'Industrie ont demandé à Georges Richelme, président de la Conférence générale des tribunaux de commerce, de travailler sur la prévention et l'accompagnement des difficultés des entreprises, notamment pour les plus petites, les TPE/PME, qui ne sont pas toujours enclines à solliciter l'aide de professionnels de la restructuration, surtout lors de phases amiables. Nous attendons beaucoup de cette mission. Par ailleurs, les services du ministère des Finances et les professionnels de la Place travaillent sur d'autres dispositifs de financement comme les prêts participatifs.

Tout ce que nous avons fait depuis un an, c'est essayer d'aplanir la courbe des faillites pour éviter un choc brutal et majeur qui n'aurait pu être absorbé par notre économie.

Guillaume Cornu, associé, EY Services : Entre les 15 et 16 mars 2020, de nombreuses entreprises en bonne santé et positionnées sur des secteurs porteurs se sont retrouvées du jour au lendemain dans une situation « typique de restructuring » : pour faire face à l'arrêt brutal d'activité lié au premier confinement mais plus généralement à la crise sanitaire, elles ont dû prendre des mesures d'urgence pour préserver leur cash et se mettre dans une position « d'attente » : décalage de leurs échéances fiscales et sociales, du remboursement des emprunts, du paiement des loyers, des charges, etc. Elles ont mis en place l'activité partielle et ont activé des « bridge loans » que l'on a appelés PGE.

Cette crise a quelque chose de particulier. Tout le monde a été touché. Contrairement aux crises précédentes, où il pouvait être tabou de parler de « difficultés », je pense que personne, en dehors

de certains secteurs privilégiés, ne peut dire qu'il a été épargné. Il faut saluer ce qui a été fait par l'Etat et les banques pour éviter une catastrophe économique. Aujourd'hui, les entreprises ont ainsi pu disposer d'un « bien précieux » en situation de crise : du temps et donc du cash. Nous avons bien sûr enregistré, nous professionnels du restructuring, une accélération de nos activités. Les dossiers qui sont arrivés le plus rapidement, dès le premier confinement, sont ceux des entreprises déjà fragilisées dans des secteurs éprouvés. Aujourd'hui, la vraie question est de savoir combien de temps ces entreprises tiendront ? L'espoir réside notamment dans le fait qu'il y a moins de tabous, et que les entrepreneurs sont plus ouverts aux solutions de procédures préventives, voire collectives. En tant que professionnels, nous devons adapter notre démarche vis-à-vis des entreprises. Je pense notamment aux plus petites, car les plus grosses ont toujours plus de moyens pour se battre et prendre les bonnes mesures avec assez de recul et bien sûr de réserves. Mais aujourd'hui, la situation à laquelle nous sommes confrontés est artificielle avec un nombre très limité de défaillances mais un important volume de dossiers à traiter.

La question du temps est donc essentielle, pour savoir notamment comment préserver son cash avant une reprise d'activité : il est nécessaire de prendre le temps de réfléchir aux différents scénarii et aux différentes procédures à utiliser, sans en exclure aucun. Dans certains secteurs, la question de la trésorerie ne se pose pas sur six mois mais peut-être sur deux ans. Il sera nécessaire d'envisager et d'étudier le recours à tous les outils offerts par le législateur, des procédures amiables aux procédures collectives. Je pense que ceux qui anticiperont et feront ce travail d'analyse des scénarii en amont s'en sortiront mieux. Clairement, il ne s'agit pas que d'un sujet strictement financier, il est également stratégique et opérationnel même si, in fine, il faut poser les bons diagnostics, notamment pour préserver sa trésorerie. Notre travail consiste justement, en équipe avec les autres conseils de l'entreprise, à aider les entrepreneurs à poser les différentes options sur la table et à choisir la bonne, en se faisant accompagner. Chose sûre, nous devons faire preuve de beaucoup d'humilité, car l'exercice en matière de prévisions est particulièrement difficile du fait de l'évolution erratique de cette crise sanitaire. Donc extrême prudence et adaptation en permanence !

Aurélien Gore Coty, associé gérant, Lazard Frères : Ce qui me frappe le plus dans cette crise, c'est sa différence avec la crise de 2007 où il y avait des problématiques de financement et de bilan. Nous nous trouvons aujourd'hui confrontés à une crise beaucoup plus globale. Les dossiers sur lesquels nous sommes intervenus avaient un important volet « liquidités » et « financement ». Mais, au-delà de ces aspects et des mesures positives mises en place par

l'Etat pour reporter la vague des restructurations, nous avons sur nos bureaux des dossiers mid et large cap, pour lesquels la crise a révélé un vrai besoin structurel de changements opérationnels et surtout stratégiques. Ce sont donc des questions plus fondamentales qui se posent dépassant le « simple » problème de liquidités. Des secteurs comme le tourisme, l'aérien, le retail, etc. affrontent des problèmes liés à l'accélération de la digitalisation, liés aussi aux changements des habitudes de consommation. Ces questions de repositionnement stratégique entraînent souvent en aval des cessions ou des acquisitions. Cette situation nécessite donc une appréhension plus globale des restructurations au sens large par rapport à la situation de 2006-2007, un peu plus classique en somme.

Guilhem Bremond, associé, Paul Hastings : En volume, le nombre de procédures de prévention et de procédures collectives a quasiment été divisé par deux. Je suis sans doute un des plus anciens autour de la table en restructuring, avec Guillaume Cornu. Je constate que nous sommes revenus à des volumes inférieurs à ceux que nous avons connus en tout début de carrière. C'est donc une situation totalement inédite. Néanmoins, c'est une vision en trompe-l'œil, car le volume global des dépôts de bilan n'est généralement pas représentatif de l'importance du phénomène en termes économiques. Au cours des derniers mois, les



**Guilhem Bremond, associé,
Paul Hastings**

« Le grand enjeu pour l'avenir n'est pas le restructuring des entreprises mais la recapitalisation de l'industrie française dans son ensemble. »

défaillances en chaîne que l'on pouvait craindre ont été évitées grâce aux injections massives de liquidités consenties par les pouvoirs publics, d'une part, et aux mesures de soutien à l'emploi permises par le recours massif à l'activité partielle, d'autre part. En revanche, 2020 a été une année très active sur le marché français tant en procédures collectives, qu'en procédures de prévention, en termes de nombre de grandes entreprises concernées, de volumes de dettes ou d'emplois concernés. Citons Technicolor l'été dernier, Vallourec, qui a converti plus de la moitié de sa dette en capital, Europcar qui est en procédure de sauvegarde financière accélérée, etc. Sans compter les restructurations par voie de reprise par les dirigeants faites en redressement judiciaire au cours des derniers mois comme Orchestra, BVA ainsi que le dépôt de bilan de Flunch encore récemment. Contrairement à ce qu'on a entendu, l'activité en restructuring n'a pas été faible en 2020, ni actuellement. Elle est au contraire très importante.

Selon moi, le vrai sujet d'attention n'est pas le restructuring à venir sur les 12 prochains mois mais la structuration de l'économie française sur les 12 années qui viennent car globalement, les entreprises se sont très fortement endettées, tandis que les investissements n'ont pas été réalisés et que leur rentabilité en a subi les contrecoups. Il va donc nous falloir œuvrer sur l'amélioration des bilans, et plus généralement sur le désendettement global de l'économie française ces prochaines années. Je ne doute pas que l'Etat prendra des mesures pour rééchelonner les emprunts souscrits durant cette période afin que cela n'obère pas la pérennité des entreprises surendettées dont les capacités d'investissement et d'innovation sont amoindries. Le grand enjeu pour l'avenir n'est pas le restructuring des entreprises mais la recapitalisation de l'industrie française dans son ensemble. Les entreprises ont été sauvées en dégradant leurs bilans. C'est ce qu'il va nous falloir retraiter, en usant non d'outils de crise, mais de structuration de l'économie française. Bien entendu, nous allons aussi être confrontés à des entreprises affaiblies en raison des secousses subies par leur secteur d'activité. Les filières de la restauration, du transport aérien, pour ne citer qu'elles, ont été directement touchées par la crise. Elles devront être relancées. Il y aura aussi un important remodelage de l'économie avec des acteurs prenant le dessus sur certains acteurs « classiques ».

Aurélien Loric, of counsel, Eversheds Sutherland : En 2020, la mobilisation a été très importante, à la fois des débiteurs, mais aussi de toutes les autres parties prenantes, qu'il s'agisse des créanciers bancaires, des créanciers publics, des fonds d'investissement, des fonds alternatifs et évidemment des conseils financiers et juridiques. J'ai été frappé de constater pendant cette période la bonne foi et la coopération de l'ensemble des parties sur ces dossiers, avec finalement très peu de comportements purement opportunistes, y compris de la part de ceux dont on se méfie souvent à tort, à savoir les créanciers et en particulier les hedge funds. Dans des délais très réduits et avec un confort moindre que ce à quoi nous sommes accoutumés, nous avons ainsi pu trouver des solutions avec tous les acteurs. Il faut espérer que cela continue sur les mois et années à venir une fois la situation normalisée.

Il en va de même des juridictions judiciaires. Dans un certain nombre de situations, les intervenants n'avaient pas connaissance ou n'étaient pas familiers des procédures de conciliation, notamment sur les questions de loyers et de baux, et lorsque les juridictions judiciaires dans ces contextes contentieux ne pouvaient pas se fonder sur la force majeure ou sur l'imprévision pour bloquer les paiements de loyers, elles ont pu s'appuyer sur l'exigence d'exécution de bonne foi des contrats pour bloquer l'obligation du locataire de payer son bailleur lorsque la situation le justifiait. Cette année, j'espère que la communication active sur les procédures de prévention les aura fait connaître plus largement et que les entreprises en difficulté se saisiront de cet outil amiable particulièrement efficace.

Quel est l'usage des outils préventifs pour anticiper les difficultés des entreprises ?

Hélène Bourbouloux, administrateur judiciaire et associée gérante, FHB : En tant que professionnels du restructuring, nous devons faire preuve de pédagogie et diffuser l'information sur les outils, puisque la première résistance, c'est l'ignorance. Selon moi, l'objet de la prévention et de l'anticipation est d'éviter la liquidation et la fermeture de l'entreprise. Il ne faut pas isoler certaines procédures collectives de sauvetage, telles que la sauvegarde ou le redressement judiciaire, des autres procédures de prévention, de mandat ad hoc et de conciliation. Le choix de la bonne procédure dépend donc des situations. Face à un problème de bilan, les procédures de prévention sont souvent les plus adaptées, notamment si des outils de prévision sont disponibles et peuvent être mis en œuvre rapidement, car quelle que soit la taille de l'entreprise, si l'on ne dispose pas de prévisions d'exploitation et de trésorerie ou tout simplement d'une comptabilité à jour pour estimer l'ampleur des difficultés, il est très délicat de mener à bien une procédure de prévention. En revanche, face à des difficultés qui sont plus de l'ordre de l'exploitation ou bien qui sont conjoncturelles et nécessitent du temps pour passer la crise, on peut avoir recours à des procédures collectives, qui ne sont ni des procédures mortifères, ni l'antichambre de la liquidation, pour autant qu'on les prépare convenablement.

La baisse drastique du nombre de procédures collectives laisse à penser que ces outils ne sont pas encore utilisés. En réalité, grâce à la perfusion financière permise par les différents dispositifs d'aide qui ont été larges et massifs, ce qui est probablement un gage de leur efficacité, les entreprises déjà en difficulté avant la Covid-19 ont cessé de perdre de l'argent. Une entreprise déficitaire qui arrête son activité ira mieux que si elle continue son exploitation tout en perdant de l'argent. C'est la première explication d'une partie des reports de procédures. La deuxième raison est liée à l'absence d'obligation de déposer le bilan pendant une bonne partie de l'année. Troisième raison : pour pouvoir surmonter l'épreuve de la crise, beaucoup de gens ont besoin de savoir où ils vont. Les entreprises, y compris les toutes petites, ont du mal à se projeter à quelques mois, voire quelques semaines. J'observe que pour les procédures collectives, ce mouvement ne s'est pas encore enclenché, mais il va venir. Concernant les préventions,



**Aurélien Loric, of counsel,
Eversheds Sutherland**

« Quand on se projette dans les prochains mois et les prochaines années, on se rend compte que ce sont les PME et petites ETI qui présenteront le plus de risques de défaillance. »

force est de constater que le rythme est resté assez soutenu notamment pour des entreprises qui en ont moins l'habitude, y compris des entreprises de grande taille moins familières de ce type de problèmes. Nous rencontrons le cas de sociétés très profitables, confrontées à de grandes difficultés cette année parce que leur activité est tout simplement tombée à l'arrêt. De manière générale, je suis assez confiante car la médiatisation de certaines procédures ayant impacté des sociétés sans cet historique de difficultés a permis de dédramatiser la situation.

Concernant les évolutions nécessaires de la législation, quelques mesures extrêmement simples pourraient être prises rapidement par le législateur qui nous les promet d'ailleurs depuis longtemps. Une d'entre elles serait de rendre le plan de redressement opposable aux cautions, ce qui permettrait de rendre ces procédures attractives pour le chef d'entreprise qui a donné sa caution. Ainsi, le dirigeant caution aura intérêt à se tourner plus tôt vers le redressement judiciaire, alors qu'aujourd'hui, qu'il soit en redressement ou en liquidation, cela ne change rien pour sa situation personnelle. Or, la liquidation lui permet au moins l'effacement des dettes et lui permet de rebondir. Donc, si on veut aider un dirigeant à sauver son entreprise et rembourser ses dettes, il faut évidemment qu'on le mette dans une situation où il est protégé. La loi Pacte l'avait annoncé, ensuite cela devait être mis en œuvre dans le cadre de la réforme des sûretés. Finalement, ce point se retrouve évoqué dans



Hélène Bourbouloux, administrateur judiciaire et associée gérante, FHB
« Concernant les préventions, force est de constater que le rythme est resté assez soutenu notamment pour des entreprises qui en ont moins l'habitude, y compris des entreprises de grande taille moins familières de ce type de problèmes. »

la transposition de la directive européenne relative aux cadres de restructuration préventive. Mais cela n'est toujours pas fait. C'est une décision extrêmement simple, il suffit de modifier un article. Nous devons absolument continuer le lobbying dans ce sens, que ce soit à notre niveau ou celui de l'Association pour le retournement des entreprises (ARE). Il s'agit d'une mesure majeure pour inciter les chefs d'entreprise à anticiper. Il est primordial d'intervenir suffisamment tôt.

Guilhem Bremond : Le mécanisme de protection des PME et des TPE a très bien fonctionné. D'où le nombre de dépôts de bilan qui reste très fort en volume. On peut s'attendre par la suite non pas à un mur de dépôts de bilan touchant artificiellement des entreprises qui allaient bien, grâce notamment à l'efficacité des mesures de l'Etat, mais à des restructurations d'entreprises en ayant vraiment besoin. Toutes les entreprises que je viens de citer sont pour une bonne part des entreprises pour lesquelles la Covid-19 n'a été que le déclencheur d'une difficulté liée à un problème préexistant. Nous allons continuer à voir et traiter ce genre de dossiers.

Il est essentiel de moderniser le droit français. Je souscris aux propos d'Hélène sur la modification du régime du redressement judiciaire afin d'en faire bénéficier les cautions. Les procédures de redressement, de sauvegarde, le mandat ad hoc, la conciliation sont utiles pour éviter le nettoyage parfois inévitable de la liquidation. Il est donc nécessaire que toutes ces procédures fonctionnent et, qui plus est, de manière fluide. Globalement, les différents pays européens ont reconnu la qualité du système français de prévention du mandat ad hoc et de la conciliation. Ils l'imitent même souvent ou l'utilisent avec beaucoup d'efficacité. On l'a vu sur des dossiers comme Vallourec ou Europcar récemment, où ces procédures sont non seulement utilisées, mais font aussi l'objet de publicité parce que les parties prenantes savent que c'est un moyen de fédérer et d'organiser la négociation. En revanche, le système français ne fonctionne pas en termes de gestion des comités. Et la réforme sera l'occasion d'adopter un système qui ressemblera plus au mode de fonctionnement anglo-saxon. En tout état de cause, on ne peut pas avoir un système français décalé du système anglo-saxon, quand on cherche à structurer et restructurer un monde financier qui, par construction, est mondial et anglo-saxon. Je me réjouis de cette réforme qui va donner à la France un outil conforme aux attentes du marché international.

Alexandra Bigot, associée, Latham & Watkins : Notre droit des procédures collectives est aujourd'hui considéré comme arbitraire pour des fonds anglo-saxons, qui financent beaucoup d'entreprises françaises. Par rapport au droit américain où les créanciers disposent d'un droit à l'information étendu, la procédure française apparaît opaque. Le droit même des créanciers de débattre contradictoirement et d'être entendus à toutes les étapes de la procédure n'existe pas en France, du fait de la fiction de représentation des créanciers par le mandataire judiciaire. En outre, Lorsque le montant de la dette est insoutenable, le droit des procédures collectives actuel ne permet pas de forcer une conversion de la dette au capital afin de désendetter l'entreprise sans l'accord de l'actionnaire. Il permet en revanche au tribunal d'imposer un rééchelonnement de la dette sur 10 ans, avec des paiements minimaux les premières années et 65 % en année 10. Il en résulte nombre de cas où faute d'autre solution envisageable, de tels plans sont mis en œuvre. Dans ces hypothèses, l'actionnaire garde une valeur optionnelle alors que l'entreprise n'a pas assaini son bilan et que les créanciers voient la valeur de leur créance s'effondrer. Il n'est pas cohérent, d'un côté, de vouloir attirer les investissements en France et, de l'autre, de conserver un droit archaïque où les pertes peuvent être assumées par les créanciers avant l'actionnaire.

Guillaume Cadiou : Concernant la protection des intérêts des investisseurs, il faut élargir cette question à celle de l'attrait de la France comme terre d'investissement, qu'il faut défendre et préserver. Nous cherchons toujours à avoir un effet de levier des fonds publics sur des financements privés, ne serait-ce que pour aligner les intérêts. J'ai toujours à cœur de ne pas me retrouver

dans une situation où les profits sont pour les actionnaires et les pertes pour l'Etat. Nous avons effectivement besoin de fonds privés aux côtés des fonds publics. L'Etat s'est énormément mobilisé, il a doté de crédits plus importants le fonds pour le développement économique et social (FDES). Des avances remboursables et des prêts bonifiés pour un montant de plus de 70 millions d'euros ont été octroyés à des entreprises employant 7 000 personnes. Nous parlons ici de PME. Ces prêts sont pour la plupart inférieurs à 1 million d'euros. A chaque fois, on essaie d'avoir une règle de 50/50 entre les efforts consentis par l'Etat et ceux faits par les créanciers privés ou les actionnaires pour éviter justement que l'Etat ne fasse tout le chemin.

Là où Guilhem a parfaitement raison, c'est que le débat est plus large. La question est de savoir comment nous allons parvenir à renforcer les bilans des entreprises à la sortie de la crise. Les prêts participatifs forment une des premières réponses que nous sommes en train de mettre en place dans le cadre du plan de relance. Il s'agit d'un outil qui existe depuis longtemps. C'est avant tout un outil de financement junior. Et là, à nouveau, nous veillons à bien aligner les intérêts, afin que les acteurs qui les distribuent et bénéficient d'une garantie partielle de l'Etat gardent une partie du risque, tout cela pour éviter les effets d'aubaine et la situation où les pouvoirs publics se retrouveraient en fin de parcours les seuls créanciers.

Quelles sont les perspectives, les pistes de réformes, et comment les entreprises peuvent-elles rebondir en 2021 ?

Guillaume Cornu : Concernant les défaillances, je ne partage pas tout à fait l'avis de Guilhem. Selon moi, celles-ci seront nombreuses, surtout au niveau des petites entreprises car elles finiront par manquer de cash. La crise économique s'annonce selon moi assez forte. Je reste néanmoins positif et confiant, c'est inhérent à notre métier. Mais je ne suis pas forcément très optimiste sur les défaillances à venir. Pour simplifier, je pense que nous serons confrontés à trois types de situations : une accélération des défaillances d'entreprises, une augmentation des dossiers « restructuring » type CIRI, mandats ad hoc, conciliations qui seront, je l'espère, traités suffisamment tôt, mais aussi une hausse des dossiers que je vais qualifier de « refinancement ». Vu de mon poste d'animateur du segment middle market/entrepreneurs chez EY, j'observe que beaucoup d'acteurs et notamment les banques, en particulier en régions, sont en train de s'organiser pour faire face à un afflux de dossiers qui nécessiteront le même type d'informations et d'analyses que dans des dossiers plus classiques de restructuring : des diagnostics stratégiques, opérationnels et financiers, des refontes de business plan, voire de business model, le nécessaire reprofilage de la dette et l'aménagement des financements. Les banques vont évidemment s'appuyer sur leurs équipes affaires spéciales, mais également sur leurs équipes « coverage » pour traiter ces dossiers moins compliqués et négocier ces refinancements. De mon point de vue, quelle que soit la situation - défaillance, restructuring « dur » ou refinancement -, nous allons rentrer dans une période de « transactions » et de M&A, plus ou

moins distress. Plus que jamais, les facteurs clés du succès seront : l'équipe, l'expérience, la proximité, notamment en régions, et bien sûr la confiance.

Sophie Moreau-Garenne, associée, SO-MG partners : Cette crise est une opportunité formidable pour réformer les règles en vigueur et aider les entreprises par de nouveaux moyens. Je pense notamment à ce qui a été mis en place grâce au privilège de sauvegarde et de redressement judiciaire. Il s'agit, en fait, d'un apport en numéraire en période d'observation qui peut être fait par n'importe quel partenaire contractuel de la société. La mobilisation a été forte de la part des partenaires des entreprises, que ce soient les clients, les fournisseurs, parfois les associés, qui sont venus effectuer des apports en compte courant. Il s'agit d'une alternative pour les entreprises qui ont été exclues du PGE. J'ai observé dans nos dossiers, notamment ceux de taille moyenne, une certaine solidarité de l'environnement économique de l'entreprise, par des apports en cash pas uniquement issus des banques. Cette mobilisation, que je trouve assez positive, est porteuse de beaucoup d'espoir. Elle a permis dans de nombreux dossiers de présenter des plans de continuation ou de sauvegarde avec la consolidation financière suffisante et donc le soutien de l'environnement économique de l'entreprise. Nous sommes confrontés à des problèmes de structure bilancielle et de dettes. Les prêts participatifs ont été évoqués. Il s'agit, en effet, d'un très vieil outil que les financiers connaissent



Guillaume Cornu, associé, EY Services
« Je suis convaincu que cette crise va accélérer l'augmentation de la taille des entreprises vers un possible "Mittelstand" à la française. »

depuis très longtemps. Il est proposé aujourd'hui par Bpifrance aux petites entreprises de moins de 50 salariés dont l'activité a été affectée par la crise sanitaire et qui n'ont pas pu obtenir de PGE. Une réflexion est actuellement menée avec le réseau bancaire pour qu'il soit étendu aux entreprises de taille plus importantes. En réalité, il est présenté comme un outil de consolidation des fonds propres et un outil de financement à long terme, en d'autres mots, une solution intermédiaire entre prise de participation et endettement car il est normalement subordonné au remboursement intégral de toutes les autres créances bancaires. A cet égard, il peut effectivement s'agir d'un outil intéressant. Mais il ne donne pas droit à l'accès au capital, il est rémunéré comme de la dette bancaire et dans les calculs de fonds propres, notamment dans l'application des règles relatives à la perte de la moitié du capital social et autres obligations légales, il n'est pas considéré comme des fonds propres, mais comme de la dette. Il est utilisé comme une martingale sur des problématiques de cash à court terme et c'est très positif. Mais nous sommes maintenant confrontés à des cas de surendettement couplés à une faiblesse de fonds propres. Des scénarii très compliqués à traiter à l'avenir. Comme le dit Guillaume, il faudra établir des prévisionnels permettant de rembourser la dette sans consolidation ni rapprochement. Au niveau des renforcements en fonds propres, cela sera très compliqué.

Alexandra Bigot : La vraie problématique, c'est que les entreprises françaises manquent structurellement de fonds propres et que la quasi-totalité des outils mis à leur disposition pour les aider à passer la crise ont pris la forme d'endettement supplémentaire. Or, elles se sont cette fois-ci endettées non pas pour investir, accroître leur productivité ou développer de nouveaux marchés mais pour couvrir des pertes. Beaucoup vont en être durablement affectées. On ne voit pas comment cette dette pourra être remboursée, d'autant que le rebond n'est toujours pas là. Pour beaucoup d'entre elles, cela va être très compliqué.

Hélène Bourbouloux : Une manière très efficace renforcer les fonds propres, c'est l'abandon de créances. Je crois que l'Etat sait parfaitement qu'une bonne partie de ses encours ne sera pas remboursée. Malheureusement, les contraintes imposées par Bruxelles, pour le moment, poussent plus à l'abandon qu'à la consolidation. Même si c'est regrettable pour les finances publiques. De nombreuses entreprises pourraient rembourser sur des durées plus longues. Il serait également possible de convertir ces créances en clauses de retour à meilleure fortune. Mais en tout cas, tant que Bruxelles ne change pas sa doctrine, les créances de PGE seront, in fine, soit abandonnées pour les sociétés vivantes, soit impayées dans des liquidations judiciaires. A défaut, les banques ne pourront profiter de la garantie de l'Etat. Cette crise, comme c'est toujours le cas de ces événements, suscite de l'innovation, comme mentionné par plusieurs intervenants. Je pense à trois exemples concrets. Premièrement, une des solutions durables à la crise actuelle est le rapprochement d'entreprises, que ce soit via des plans de cessions, des procédures collectives ou des opérations in bonis. Non pas parce que $1 + 1$ ferait 2,2, ce qui est recherché en général en



Guillaume Cadiou, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises

« La question est de savoir comment nous allons parvenir à renforcer les bilans des entreprises à la sortie de la crise. »

M&A traditionnel grâce aux synergies et leviers, mais plutôt parce que $1 + 1$ donnerait, post-Covid, 1,5 ou 1,8, alors que si l'on ne le fait pas, 1 et 1 finiront par faire 0,5. Les entreprises sont donc poussées au rapprochement pour se consolider, se sécuriser et se recentrer sur leurs bases en les renforçant. C'est un mouvement que l'on voit déjà à grande échelle sur des sociétés in bonis. Par conséquent, il faudra assouplir la doctrine nationale, mais aussi européenne, en matière de concentration et de concurrence, parce que le sujet revient systématiquement dans les différents dossiers. Actuellement, la pratique n'est pas adaptée au rythme impulsé par la crise de la Covid-19. Les dossiers sont instruits trop lentement au regard des enjeux et les autorités devraient se montrer plus souples sur ce point.

Deuxièmement, je pense que nous allons définir de nouveaux modèles de partenariats. Parmi les grandes difficultés que nous rencontrons dans les négociations, les relations avec les bailleurs et les grandes foncières tiennent une grande place en dépit des outils à disposition pour les régler. Les grandes foncières ont une approche assez financière. Mais il est possible de trouver des équilibres. Avec des bailleurs, personnes physiques ou de plus petits épargnants, c'est très difficile parce que la révision du loyer n'est pas dans

notre culture ou alors au travers de procédures très longues. Nous disposons de nouveaux outils, en particulier en conciliation, allant au-delà de l'octroi d'un délai de grâce pour rembourser une dette locative puisque nous allons jusqu'à suspendre les effets d'une résiliation ou même l'empêcher. Pour autant, ce n'est qu'une action de court terme. De grandes foncières, confrontées à des nombreuses vacances de leurs surfaces, vont chercher à construire des modèles davantage basés sur le partenariat, l'alignement des intérêts entre l'activité, au moins en partie, et le coût locatif et d'utilisation des surfaces. Le modèle du droit au bail, qui est un modèle très français et qu'on ne retrouve pas à l'étranger, avec un pas-de-porte à la valeur déconnectée des réalités économiques, me semble désuet. Il y a probablement des choses à changer dans ce domaine.

Troisièmement, l'innovation financière a un rôle à jouer. Le privilège du « post money », appelé de ses vœux de longue date par l'ARE, a été mis en avant dans le cadre de la loi Pacte et figure aussi dans la transposition européenne. Il a d'ailleurs déjà trouvé des applications comme dans le cas de Technicolor, où cela a permis un financement, même avant l'arrêté du plan et surtout avant closing. Nous bénéficions d'innovations financières, le prêt participatif, avec ses limites, en est aussi un bon exemple. La solution est peut-être de réconcilier la prise de risque financière du créancier avec l'actionnaire. Là encore, c'est un changement de mentalité qui doit s'opérer et qui est favorisé par la situation actuelle.

Aurélien Gore Coty : Ce qui est sûr, c'est que dans le cadre de cette crise, beaucoup d'entreprises vont devoir effectivement faire des cessions ou des acquisitions. Mais, indirectement, certains acteurs pourront sortir vainqueurs de la crise. Il s'agit d'une occasion pour eux de continuer leur développement, d'opérer un mouvement de consolidation, que ce soit au niveau européen ou hexagonal pour préserver leur activité. Nous nous attendons à voir, et nous le voyons déjà sur certains dossiers, plus d'opérations de M&A. Nous avons été en butte à quelques blocages au niveau des règles actuelles de la concurrence. Un assouplissement du dispositif législatif serait le bienvenu dans ce contexte particulier dans certaines situations.

Guillaume Cadiou : Sur le volet de la concurrence, c'est un sujet en grande partie communautaire très large, peut-être pas en phase avec le calendrier de la crise. En revanche, je partage ce qui a été dit sur le fait que le M&A fait partie des solutions en adossant des entreprises à des groupes plus solides et en favorisant la consolidation de certains secteurs. Cela étant, à notre niveau, mais peut-être parce que nous traitons les cas les plus difficiles, la concurrence est rarement un problème car ces entreprises sont dans des situations critiques et risquent de perdre leurs clients. Donc en matière de concurrence, nous trouvons assez facilement des solutions et ce n'est pas toujours un facteur de blocage.

Guillaume Cornu : Pour compléter ce que vient de dire Aurélien, je pense que nous sommes déjà entrés dans une période de

consolidation, où rapprocher les entreprises, renforcer les fonds propres, sera une solution incontournable. Encore une fois, par rapport à la crise de 2008, où l'on était plutôt dans des scénarii type « amend and extend », liés à la crise financière, là, on ouvre une ère de M&A dynamique avec des dossiers plus ou moins distressed et in bonis en fonction des secteurs. Une procédure collective anticipée et bien préparée, ce n'est clairement pas la mort de l'entreprise ! La sauvegarde de l'emploi et la pérennité d'un certain nombre d'activités peuvent être assurées, y compris dans le cadre de plans de cession ou de continuation. Le private equity a aussi un rôle à jouer dans la sauvegarde des entreprises et des emplois, notamment via des projets de build-up. Nous savons tous que les ETI françaises sont beaucoup plus petites que les sociétés allemandes, voire italiennes. Je suis convaincu que cette crise va accélérer l'augmentation de leur taille vers un possible « Mittelstand » à la française, appelé de ses vœux par l'Elysée et Bercy notamment.

Aurélien Loric : D'un point de vue juridique, la seule spécificité du prêt participatif est d'être, en cas de liquidation, subordonné aux autres dettes financières ou non de l'entreprise. Au même titre que toute autre dette financière, le prêt participatif devient



**Alexandra Bigot, associée,
Latham & Watkins**

« Les entreprises françaises se sont cette fois-ci endettées non pas pour investir, accroître leur productivité ou développer de nouveaux marchés mais pour couvrir des pertes. Beaucoup vont en être durablement affectées. »

exigible à son terme ou le cas échéant de façon anticipée, et peut donc mettre le débiteur en défaut. Cela signifie que, sauf à ce que son régime soit amendé dans le cadre des travaux en cours, cet instrument n'est pas une solution de désendettement : on substitue simplement une dette, certes subordonnée dans certains cas, à une autre dette existante. Les solutions de désendettement, ce sont plutôt l'abandon de créances, la conversion de créances en capital ou bien encore la consolidation. A cet égard, quand on se projette dans les prochains mois et les prochaines années, on se rend compte que ce sont les PME et petites ETI qui présenteront le plus de risques de défaillance : les acteurs sur leur segment sont les moins diversifiés et elles ont donc moins d'outils à disposition pour se restructurer. Les fonds d'investissement et prêteurs obligataires internationaux sont peu présents aux côtés de ce type d'entreprise, et leurs créanciers habituels, principalement bancaires, ont peu d'appétit pour les solutions du type « debt to equity swap ». La seule solution de désendettement est alors l'apport de fonds propres ou un abandon de créance pur et simple. Or, ce sont les demandes les plus dures à obtenir, en particulier pour les sociétés à l'actionnariat familial.

Ce sont aussi ces entreprises qui attireront sans doute moins aisément dans un cadre de stressed ou distressed M&A des acteurs internationaux davantage tournés vers des acteurs de dimension plus importante. Je pense notamment aux fonds alternatifs, hedge

funds et fonds de private equity qui sont en mesure d'accompagner les ETI d'une certaine taille ou les grandes entreprises, que ce soit sous forme d'acquisition distressed ou de nouveaux financements.

Alexandra Bigot : A cet égard, il y a un gros travail à faire auprès des acteurs du private equity français car ils n'investiront pas directement dans une PME en difficulté. En revanche, un moyen classique de créer de la valeur pour les sponsors, consiste à faire du build-up et à augmenter le chiffre d'affaires en rachetant d'autres acteurs plus petits. Malheureusement, les fonds semblent encore un peu frileux. Cela se comprend parfaitement car il est évidemment très compliqué d'acheter aujourd'hui des entreprises sans avoir aucune visibilité sur ce qui va se passer dans trois, six mois voire neuf mois et surtout s'agissant d'entreprises plus petites souvent dépourvues des outils nécessaires pour rassurer les fonds sur le suivi de leur gestion.

Guillaume Cornu : Une remarque néanmoins. Je parle sous le contrôle d'Aurélien Gore Coty qui a plus de visibilité sur ce point. Une des raisons de cette frilosité est sans doute que nous sommes dans une situation assez paradoxale avec d'un côté une grande fragilité liée à cette crise de la Covid-19 et d'autre part, des secteurs très porteurs avec énormément de M&A et des fonds de private equity qui font des acquisitions à des valeurs astronomiques de 12 à 15 fois l'EBITDA.

La sortie de crise est-elle placée sous le signe du M&A et du build-up ?

Aurélien Gore Coty : Il y a une dichotomie sur le marché avec effectivement une partie distressed au sens large d'un côté et de l'autre côté des secteurs comme le healthcare ou l'informatique qui ont été plutôt insensibles à la crise. Ceux-ci ont attiré des volumes énormes de liquidités et leur attractivité reste grande. Dans un passé assez récent, nous avons travaillé sur quelques transactions de type distressed et les fonds d'investissement plus traditionnels qui regardent en effet ces situations complexes mais il y a effectivement un choc des cultures comme le mentionnait Alexandra. Par ailleurs, nous observons des situations où les banques n'hésitent plus à céder leurs créances, comme on a pu le voir ces 18 derniers mois par exemple, ce qui est relativement nouveau. Sur certains dossiers, des fonds souvent anglo-saxons capables d'injecter de l'argent frais font leur apparition par la dette et permettent un revirement stratégique. Conséquence : les fonds de private equity classiques se retrouvent en concurrence directe avec des fonds dits hedge funds ou « affaires spéciales ». De fait, sur certains dossiers où des fonds ont tenté de reprendre des sociétés défendant un projet industriel, la reprise in fine a été faite par les créanciers.

Guilhem Bremond : Nous sommes à un tournant et c'est une énorme opportunité pour l'économie française. L'arrivée de ces fonds et investisseurs étrangers est une opportunité, et pas un danger. On se rend bien compte aujourd'hui qu'en restant en



**Aurélien Gore Coty, associé gérant,
Lazard Frères**

« Nous observons des situations où les banques n'hésitent plus à céder leurs créances, comme on a pu le voir ces 18 derniers mois par exemple, ce qui est relativement nouveau. »

dehors du système, on n'en bénéficie pas non plus totalement. On a beaucoup évolué. On ne peut plus dire que le système français est incompréhensible ou pas aimé par les investisseurs étrangers qui le comprennent. Les hedge funds, notamment ceux basés à Londres, ont tous des équipes connaissant parfaitement notre système et sont même demandeurs de mandats ad hoc. On a prouvé ces derniers mois qu'il n'y avait pas que la prévention et que les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire sont des outils ultra-efficaces. Nous avons l'occasion de pousser tout cela d'un cran avec l'introduction de la directive en résolvant le dernier point qui ne fonctionnait pas à savoir la question des comités. Le fait d'y avoir apporté une solution va permettre de bénéficier d'un afflux d'investissements en France, ce qui favorisera les build-up et la création de ce fameux « Mittelstand à la française ».

J'aimerais par ailleurs souligner un sujet assez lourd de conséquences : celui de la reprise par le dirigeant. Il faut qu'on fasse savoir aux acteurs anglo-saxons que ce n'est pas une raison pour ne pas investir en France. Je suis régulièrement sollicité par des hedge funds qui s'inquiètent de voir un dossier comme celui de BVA et craignent de ne plus pouvoir prêter en France car ils redoutent de perdre leur investissement avec la complicité du tribunal. Cette disposition exceptionnelle de l'ordonnance du 20 mai n'a pas été reprise, contrairement aux autres qui ont été prorogées. Selon moi, il est essentiel de faire savoir qu'en France, les intérêts des créanciers, ceux des investisseurs en equity, dette ou obligations sont correctement protégés. Cela fait la fluidité aussi du financement, du marché de la dette, de l'industrie et des entreprises au sens large, ce qui est vital.

Hélène Bourbouloux : Concernant la reprise des entreprises par les équipes en place, je pense que la transposition de la directive va clarifier beaucoup de choses. Car, si elle marche bien, il devrait y avoir moins de plans de cession. A partir du moment où l'on pourra passer outre l'adhésion des classes subordonnées qui, en tout état de cause, ne seraient pas du tout remboursées, il n'y a plus de raison de passer par le plan de cession, hormis deux avantages très importants : la capacité à déployer rapidement notamment les plans de restructuration sociale, ce qui reste très difficile en France et leur financement. Pour autant, cela voudra dire que les créanciers auront eu la possibilité de proposer quelque chose en s'appuyant sur la transposition et la nouvelle procédure en place. Il faut des garde-fous, c'est essentiel. Il est logique que l'actionnaire et l'équipe en place aient une forme de priorité notamment sur la solution susceptible d'être proposée. Si aucune solution n'est exprimée ou qu'elle est rejetée par les créanciers, il est légitime dans ce cas que les créanciers puissent aussi proposer une solution et que celle-ci s'impose, le cas échéant, à l'actionnaire qui n'aura pas proposé une alternative plus valable.

Si, en revanche, les créanciers ne proposent rien, ce qui sera le cas de beaucoup de dossiers de taille intermédiaire, comme on l'a dit précédemment, alors on basculera probablement vers des solutions existantes, dont les plans de cession, y compris l'exception qui existe aujourd'hui à savoir la reprise par le dirigeant sur réquisition

du ministère public. Tout le monde devrait avoir sa chance mais si, in fine, le dossier ne finit pas en plan de redressement, les solutions devraient être compétitives. En Belgique par exemple, cette solution existe via un système d'enchères, c'est presque plus facile que notre système français d'ailleurs. Chacun soumet son offre et si la meilleure offre est celle émanant des managers en place, alors elle est prise en compte. Mais, précédemment, les acteurs ont toujours eu la possibilité d'offrir une autre solution. A l'exception du cas BVA, dans beaucoup de ces dossiers qui ont donné lieu à une reprise par les dirigeants en place, il n'y avait pas vraiment un pool de créanciers capable de proposer une solution alternative. Il n'y avait pas de solution ou alors des solutions en compétition, souvent très éloignées de l'objectif en plan de cession, qui est de maintenir de l'emploi pérenne et aussi, accessoirement, de payer les créanciers. Je ne contredis pas les propos de Guilhem mais je pense que la pédagogie est essentielle. Demain, ce message passera mieux car il y aura eu préalablement cette alternative qui ne peut être imposée aujourd'hui par un créancier.

Guilhem Bremond : Il est certain que BVA n'est pas un cas représentatif du marché français. Malheureusement, cette affaire a beaucoup de retentissement.

Alexandra Bigot : Dans la transposition de la directive, telle qu'elle est soumise à consultation aujourd'hui, il n'y a pas de priorité donnée au dirigeant d'entreprise, comme c'est le cas dans le Chapter 11 aux Etats-Unis où le dirigeant peut proposer une solution pendant une période donnée et si son projet est refusé, c'est le plan des créanciers qui est examiné. Il est indiqué dans le projet de transposition que les créanciers peuvent proposer des plans mais on ne sait pas très bien s'ils doivent tous être présentés au vote ? Qui en a le droit ? Comment ? Donc, pour le moment, l'articulation n'est pas très claire et dans le temps imparti par la directive (quatre mois), c'est loin d'être simple à organiser.

Hélène Bourbouloux : C'est la réponse que l'on pourra apporter à ce que tu as mis en lumière tout à l'heure et qui est assez critiquable, c'est-à-dire l'éventuel veto du débiteur face à des plans alternatifs. Il faut revenir à une forme d'exclusivité très courte dans le temps et laisser ensuite la voix au chapitre aux créanciers, si la première option ne fonctionne pas. A mon avis, nous aurons plus de dossiers où les créanciers ne proposeront pas de solutions et espéreront que les actionnaires s'en chargent. De fait, il n'y a pas tant de dossiers où les créanciers sont prêts à prendre le contrôle et à se charger du redressement, surtout en cas de problèmes opérationnels. Il y a encore quelques interrogations concernant la transposition de la directive, notamment en ce qui concerne le passage en droit commun en particulier. A quel moment va-t-on considérer que l'on a atteint la fin de la période ? Est-ce qu'on est face à l'échec des votes ou est-ce qu'on est face à une absence de propositions ? La bascule se fait-elle directement sur un redressement avec un éventuel plan de redressement ou de cession ? Il y a encore quelques suggestions à faire au législateur à ce titre.

Le restructuring ou comment aligner tous les intérêts en période de crise exceptionnelle

Guillaume Cornu : Nous travaillons effectivement beaucoup sur les aspects financiers et en équipe avec les mandataires, les avocats, le CIRI, les banques d'affaires et autres professionnels du secteur et nous observons quelques changements nets liés à tout ce que nous avons évoqué précédemment. Les banquiers cèdent leurs créances à des acteurs différents, notamment sur de gros dossiers. Je pense aux « Alternatives Capital Providers » (debt funds, hedge funds, etc.). Aujourd'hui, les dossiers sont appréhendés par les différentes parties prenantes avec un focus sur la valeur d'entreprise nécessitant une vision plus large et transversale et pas uniquement financière. C'est une tendance de fond : tout bouge extrêmement vite et nous avons besoin, plus que jamais, d'un regard stratégique et opérationnel quand on analyse l'entreprise. Le financier n'est et ne sera que la résultante de tous ces éléments, mais plus que jamais toutes ces situations vont nécessiter une vraie expertise et expérience du restructuring. Mais également beaucoup de sens humain, cette passion pour les entrepreneurs et ce travail en confiance entre professionnels que nous sommes et qui fait que c'est bien en équipe que l'on gagne...

Hélène Bourbouloux : Je pense qu'il faut impulser cette dynamique du collectif dans les procédures collectives autant que dans les procédures de prévention et par là je pense en particulier à la prévention de la liquidation. Ce n'est pas parce qu'on est en procédure collective qu'on arrête de parler à ses créanciers. Dans le traitement de la crise Covid, on a demandé des sacrifices à toutes les parties, ce qui est d'ailleurs un peu discutable car dans certaines circonstances, il n'y avait pas forcément de raison pour que les banques fournissant un PGE garanti par l'Etat exigent en même temps que des actionnaires remettent de l'argent. Pour autant, je comprends que débloquer un PGE pour payer les intérêts des obligataires par exemple ne soit pas considéré comme un effort partagé au bénéfice de la société et que l'on demande aux autres catégories de créanciers de prendre leur part. J'observe toutefois que les efforts étaient moindres quand les encours à sauver étaient de nature bancaire. Les efforts ont été collectifs à la fois sur le compte d'exploitation, au niveau des salariés (chômage partiel) avec parfois même réduction éventuelle de la rémunération. Les fournisseurs, les bailleurs et les financiers ont aussi joué le jeu. La difficulté de notre travail, c'est ainsi d'aligner tous les intérêts et d'obtenir l'adhésion de tous dans des délais très courts en visant la pérennité des mesures et non le court terme. Sans prévisionnel d'activité fiable de long terme, cela oblige à beaucoup d'humilité. Certains dossiers traités très rapidement en mars ou en avril se trouvent aujourd'hui dans une situation où ce n'est plus de la dette qu'il faut injecter, mais des subventions et des fonds propres. Et, au-delà, il faut aussi parfois se demander si l'on a toujours le bon business model.

Sophie Moreau-Garenne : Tout à fait. Quand on travaille aux côtés de grosses PME ou ETI, il est impératif de se projeter avec le dirigeant bien au-delà du court terme, qui a été réglé par le PGE

et le gel de la dette fiscale et sociale ainsi que par toutes les mesures mises en place, afin de définir ou redéfinir la ligne stratégique : est-ce que la crise sanitaire a mis en évidence le besoin de développer un nouveau canal de distribution – le digital par exemple, est-ce que de nouvelles sources de productivité ont été mises en évidence, avec le télétravail/chômage partiel ? Nous devons tous désormais faire preuve d'imagination avec les outils utilisés et réfléchir à plusieurs sur le projet du dirigeant, les financiers, les sorties envisageables, les intérêts de chacun. La mise en œuvre d'une prévention ou d'une procédure collective rentre aussi dans le cadre de cette réflexion.

Les équipes constituées à la fois des professionnels du droit, du chiffre et de la stratégie sont indispensables pour sortir les dossiers par le haut et transformer ce qui peut ressembler à un cauchemar en une opportunité.

Directive européenne relative aux cadres de restructuration préventive : la question des seuils

Alexandra Bigot : S'agissant des petites entreprises, le système proposé par la directive est sans doute trop complexe. Il est beaucoup plus lourd à mettre en œuvre que le système actuel, notamment pour les PME. Dans le cadre de la consultation faite par le gouvernement, il est actuellement prévu d'appliquer ses dispositions aux petites entreprises (avec des seuils de 4 millions de bilan, 8 millions de chiffre d'affaires ou 50 salariés), ce qui inclut donc un très grand nombre d'entreprises. A mon sens, la mise en œuvre de classes de créanciers n'est pas adaptée pour de petites entreprises. Certes, sur les gros dossiers compliqués avec des dettes importantes, structurées en différents instruments, avec des sûretés différentes et des conventions de subordination, etc. il faut, en effet, que les dispositions contractuelles s'appliquent. A cet égard, le système de classe de créanciers est tout à fait adapté. En revanche, pour de petites entreprises, ce système est une véritable usine à gaz, qui va être coûteux et chronophage, particulièrement pour une entreprise en difficulté. Les seuils tels que proposés aujourd'hui à un niveau très bas risquent d'être extrêmement dommageables.

Guilhem Bremond : Le nouveau système me semble au global assez remarquable, mais objectivement, il est assez lourd et son coût est disproportionné pour les entreprises d'une petite taille. Il faut donc garder un dispositif où le seuil rendant obligatoire la mise en œuvre de ce nouveau système soit assez élevé, avec une capacité optionnelle en dessous de ces seuils. On sait de toute façon que, quels que soient les seuils fixés, il y a toujours des cas exceptionnels où il faut qu'on puisse opter pour le nouveau système. En revanche, y être contraint dans le cas d'entreprises de petite taille pourrait être catastrophique en termes de capacité de gestion. Concernant la reprise par le dirigeant, les entreprises d'une certaine taille ont fait le choix de se financer sur le marché international en ce moment. En pleine conscience, elles ont donc donné des droits à leurs prêteurs et actionnaires et savent qu'elles sont tenues de respecter leurs engagements. En revanche, sur les entreprises un peu plus petites, comme le disaient Hélène et Alexandra, il est rare que les parties prenantes veuillent changer



**Sophie Moreau-Garenne, associée,
SO-MG partners**

« Cette crise est une opportunité formidable pour réformer les règles en vigueur et aider les entreprises par de nouveaux moyens. »

de rôle. Les banquiers sont banquiers et ne veulent pas devenir actionnaires. Les prêteurs sont prêteurs et un fonds de dette n'est généralement pas dans une démarche volontaire pour devenir actionnaire, même s'il peut être amené à le souhaiter de temps à autre. C'est du bon sens et il ne faut pas être frileux dans les moyens déployés.

Aurélien Loric : Pour rebondir sur cette question des seuils, je partage en partie le retour d'Alexandra et de Guilhem sur ce type de procédure avec des clients anglo-saxons. La transposition de la directive va permettre de modifier la façon dont on aborde des dossiers comme celui de Rallye, notamment sur le principe même de constitution de comités. Pour le moment, l'obligation de constituer ces comités s'apprécie pour chaque société de façon individuelle, sans se placer au niveau du groupe. Dans une situation comme celle de Rallye, nous sommes en présence d'un montant d'endettement très important et d'une entreprise présentant de forts enjeux économiques. Pour autant, comme il s'agit d'une holding purement financière, individuellement en deçà des seuils en vigueur, la constitution de comités de créanciers n'est pas obligatoire et, dans le schéma actuel, cette solution limite le rôle des créanciers dans la procédure. Ce sujet va évoluer dans le cadre de la transposition, car les seuils sont amenés à être appréciés au niveau du groupe consolidé.

La fixation d'un seuil approprié est par ailleurs déterminante car

son dépassement est source de complexité pour des entreprises qui seraient trop petites pour mettre en place des comités de créanciers, qui impliqueraient des procédures coûteuses.

Une question cruciale une fois les seuils dépassés, et la constitution de classes de créanciers obligatoire, est alors l'exigence ou non du consentement du débiteur et/ou de l'actionnaire, qui peuvent être la même personne ou le même groupe, à son éviction. Existe-t-il une possibilité ou non de traiter la situation de l'actionnaire et du débiteur dans le cadre de ces comités ? Est-ce que ces comités vont permettre de forcer l'éviction de l'actionnaire le cas échéant ? Ou est-ce que l'on va directement ou indirectement conserver un droit de veto de l'actionnaire dans le cadre des procédures préventives ? Cette question, qui pose des difficultés dans un certain nombre de dossiers, que ce soit en large ou mid cap, va peut-être pouvoir être réglée par la définition de ces seuils, suivant la position retenue par le législateur.

Alexandra Bigot : Le dernier projet de transposition de la directive soumis à la consultation acte de la création d'une classe d'actionnaires, dès lors qu'ils sont impactés par une dilution, au même titre que les créanciers. Il s'agit d'une avancée très importante pour sortir d'un blocage du fait d'un actionnaire déraisonnable, totalement en dehors de la monnaie, qui bloque une restructuration qui est dans l'intérêt de la société. Différents dispositifs juridiques ont été testés depuis 10 ans et l'on ne peut pas dire qu'ils soient très efficaces, sauf s'agissant des LBO, mais pour une autre raison, les sponsors ayant bien compris que tout comportement déraisonnable était sanctionné par le marché dont ils ont besoin pour financer leurs prochaines acquisitions. Mais pour les autres entreprises, cela ne fonctionne pas. Donc cette création d'une classe spécifique est une très bonne chose. Cependant, la question de l'accord du débiteur n'est pas réglée pour autant. En effet, pour avoir un plan qui impose un mécanisme de « cross class cram down » (application forcée interclasse prévue par l'article 11 de la directive) à des créanciers juniors ou à des actionnaires, il faut avoir l'accord du débiteur. En soi, c'est une bonne chose, puisque cette procédure est une procédure préventive. Mais dans le projet soumis à consultation, le gouvernement semble se demander si l'accord du débiteur doit être compris comme l'accord des dirigeants de l'entreprise, l'accord de la majorité du conseil d'administration ou bien encore celui de l'actionnaire ? Si la voix du débiteur devait être celle de l'actionnaire, il ne sert alors à rien de faire une classe pour les actionnaires et de prévoir la faculté d'un potentiel cram down. Ce qui est donné d'une main grâce à la directive serait repris immédiatement de l'autre : aucun cram down ne pourrait jamais être mis en œuvre à l'encontre des actionnaires. Ce serait même absurde d'en arriver à cette solution, qui ne consisterait en rien de moins que d'imposer quelque chose à quelqu'un, sous réserve qu'il soit d'accord ! Je pense néanmoins qu'en acceptant de traiter les actionnaires comme les créanciers au sein d'une classe, nous avons fait un pas majeur, qui n'a pas dû être simple, et je ne peux qu'espérer qu'il ne sera pas remis en cause par cette voie détournée. ■

Propos recueillis par Emmanuelle Serrano,
Ekaterina Dvinina et Gilles Lambert