

L'UNIVERS DU RESTRUCTURING, AUJOURD'HUI ET DEMAIN



*Interview de Hélène Bourbouloux,
Administrateur judiciaire, FHB
Propos recueillis par Luidgy Belair,
étudiant de l'option Law & Business,
à ESCP Business School*

fhb
Administrateurs
Judiciaires
Associés

Pourriez-vous nous brosser un portrait de l'univers du Restructuring tel que vous le percevez aujourd'hui, à l'aune de la crise sanitaire et de ses évolutions dans les mois à venir ?

Hélène Bourbouloux : Les dispositifs de soutien à l'économie ont reporté la défaillance de certaines entreprises dont la disparition était programmée. Il y aura donc premièrement un effet rattrapage au gré de la diminution des mesures de soutiens. A vrai dire, cela est indépendant de la crise du Covid-19. Elle n'a eu pour effet que reporter cette défaillance en arrêtant les pertes et en permettant une amélioration à court terme de la trésorerie. En effet, lorsque vous arrêtez l'activité d'une entreprise en difficulté, vous arrêtez mécaniquement les pertes : vous encaissez le poste client et vous n'achetez plus. Lorsqu'on procède à un report automatique de l'ensemble des charges, dans le contexte où les effectifs sont rémunérés par les mécanismes de chômage partiel, de fait, on améliore provisoirement et artificiellement la situation de l'entreprise. Cet état de fait concerne probablement 25.000 entreprises françaises qui avaient vocation à disparaître. Ces défaillances vont probablement être étalées sur la fin de l'année 2021 et en 2022.

En outre, si l'on constate en procédures collectives une diminution de l'activité sur l'année 2020, il convient de

relever certaines exceptions qui concernent des entreprises de taille très importante ayant subi immédiatement l'impact de la crise sanitaire. C'est le cas notamment de grandes entreprises de retail à l'instar de la Halle ou encore d'Orchestra. Des procédures de sauvegardes importantes en sont aussi des exemples frappants – je pense notamment à celles de Celio ou de Flunch. Ces sociétés ont en commun de grands réseaux. Elles n'étaient pas la cible des aides subventionnelles et ont été principalement soutenues par des PGE auxquels elles ont parfois eu difficilement accès au début de la crise. On a donc observé une activité soutenue sur le segment de la prévention en 2020, sur le périmètre des ETI et des grandes entreprises.

Sur l'année 2021, on constate la poursuite de cette atonie générale sur les défaillances mais une inflexion apparaît de façon très visible depuis le mois de mai. On observe en effet une reprise de désignations dans des procédures collectives plus traditionnelles. Elles reflètent la structure des entreprises en difficultés habituelles et concernent principalement des demandes de liquidation directes, donc un phénomène de recours aux procédures collectives qui organisent l'arrêt d'une activité. Si l'on regarde la perte de richesse globale, l'impact du report correspond à un ac-

croissement de dettes de quelques dizaines de millions d'euros globalement.

Ma troisième observation porte sur les secteurs ayant été les plus affectés. En 2021, ce sont principalement le tourisme mais aussi l'aéronautique. La question se pose aussi pour la sous-traitance auto puisqu'en parallèle du sujet Covid apparaissent les sujets de la fin du diesel. Les grands constructeurs appellent l'État sur la mise en place d'une aide à la filière.

En ce qui concerne les CHR (bar, hôtel, restaurant, NDLR), c'est beaucoup moins évident puisque les petites entités ont plutôt été très soutenues par la collectivité et les fonds publics. On n'observe pas de défaillances lisibles immédiates sur ce périmètre.

Une quatrième observation peut être faite au sujet des PME qui n'étaient pas préparées à gérer ces crises de trésorerie. C'est l'archétype des PME qui, bien que profitables, ont été confrontées à la crise sanitaire alors même qu'elle connaissait une transformation stratégique de leur activité – qu'il s'agisse d'une ouverture à l'export ou d'une exposition à des marchés un peu plus larges par exemple. Ces sociétés étaient donc déjà confrontées à une problématique de fonds propres dont on sait bien que la tradition française veut qu'ils soient assez faibles. Elles ont dû alors faire face à une absorption totale de leurs fonds propres par les pertes. Or, les PGE accordés au premier semestre 2020 tablaient généralement sur un retour à l'activité en juillet 2020. Il a donc fallu remettre en place de nouveaux crédits et les prêteurs ont eu tendance à signifier aux actionnaires qu'il fallait contribuer à l'effort. Il convient de noter que ces PME ont des profils d'entreprises familiales traditionnelles avec des actionnaires qui ne sont pas du tout aguerris à un exercice de levée de fonds propres. En outre, ils sont moins enclins à accepter de se faire diluer puisqu'il ne leur paraît pas juste que, du fait de la crise actuelle, l'on organise une forme d'expropriation de l'actionnaire. Cela est d'autant plus vrai que dans ces PME, l'actionnaire est bien souvent le fondateur-dirigeant et constitue donc un actif crucial pour l'entreprise – le diluer apparaît alors comme le meilleur moyen de s'en priver, ce qui ne répond pas à la problématique d'entreprise.

Il faut donc faire un double travail : d'une part, une acculturation des actionnaires en place pour pouvoir ouvrir le capital et, d'autre part, la recherche d'investisseurs prêts à investir en minoritaire pour accompagner ces sociétés. Ces derniers mois, ces problématiques ont été traitées en prévention, en faisant prendre aux actionnaires des engagements de renforcement des fonds propres lors de la signature des protocoles dans un horizon proche, générale-

ment de 3 à 6 mois. Dans le cas où les actionnaires ont su trouver des fonds propres en amont, ils ont souvent signé avec les investisseurs des promesses dont les prix d'exercice sont fondés sur un EBITDA à revenir sur 3-4 ans.

Un cinquième phénomène tendanciel tient à l'agitation régnant actuellement dans tout le microcosme du Restructuring. Cela est dû à l'application de réformes qui sont pour certaines antérieures au Covid mais très attendues. Il s'agit en substance de l'ordonnance transformant les sûretés et de l'ordonnance transposant la directive créant les classes de créanciers et modifiant le traitement des actionnaires. A cela, viennent se rajouter les mesures Covid dont certaines sont temporaires et d'autres ont vocation à prospérer. Elles avaient, pour certaines, été annoncées dans la loi Pacte. Je pense notamment au privilège de post-money, à l'opposabilité des plans pouvant bénéficier à la caution ou encore à la souplesse de l'interrogation des créanciers.

En guise de sixième point de ce tour d'horizon, je remarque notamment le recours à la prévention pour compenser les différends avec les bailleurs en actionnant l'outil fiscal de novembre 2020 à l'exclusion des entreprises d'une taille significative. En 2021, les bailleurs demeurent dans l'attente des mesures annoncées par l'État, qu'elles prennent la forme d'une contribution du subventionnel aux loyers ou bien dans le cadre de la prise en charge des charges fixes dans la limite des dix millions d'euros. Or, cela supposerait que ces entreprises aient fait un chiffre d'affaires en deçà de 50% de leur volume d'affaires habituel et s'exprimerait à travers une compensation de charges fixes. Le principal levier de négociation a consisté ces derniers mois à paralyser la résiliation du bail et à imposer l'étalement du stock de dettes sur 24 mois, ce qui demeure néanmoins insuffisant.

En outre, il convient de constater que les Cours sont disparates dans leurs décisions sur les créances locatives : Est-ce le bailleur qui est bien fondé à réclamer ou bien est-ce le preneur qui est bien fondé à ne pas payer en raison des troubles de la jouissance du bien ? Si les décisions sont variées, elles tendent à pencher en faveur du bailleur.

Lorsqu'on regarde le périmètre des entreprises en sauvegarde, sur le plan juridique le paiement et l'exigibilité de la créance au dispositif des créances méritantes postérieures de l'article 622-17 du Code de Commerce sont beaucoup plus discutables. En effet, le privilège de procédure en période d'observation qui qualifie la créance de méritante (ce qui lui permet de n'être pas gelée dans la masse avec le reste du passif) suppose utilité à la procédure, au débiteur et au sauvetage. Il existe donc un critère

téléologique dans l'application de l'article 622-17. Or, si le fond de commerce a été fermé par arrêté administratif, on ne peut pas déceimment dire que la charge de loyer a contribué à la procédure. Ma position consiste alors à contester l'éligibilité des loyers lorsque les sociétés sont en sauvegarde – ce qui me vaut quelques crispations des bailleurs mais ouvre clairement la négociation et la discussion.

Quant aux perspectives structurantes pour les 10 à 20 prochaines années, je pense que l'on observera en termes de volume 10.000 faillites supplémentaires par an... L'État a annoncé avoir obtenu de Bruxelles une dérogation pour maintenir la garantie de l'État en cas de réaménagement des PGE dans le cadre de délais judiciairement imposés à l'occasion de plans de redressement, de plans de sauvegarde ou d'une conciliation homologuée, voire d'une conciliation constatée. Cela signifie qu'un PGE qui était initialement prévu sur 6 ans peut être prorogé de 4 à 10 ans dans le cas d'une conciliation ou d'un plan de sauvegarde tout en gardant la garantie de l'État maintenue. C'est un élément très fort, puisque les entreprises auront un bénéfice à retirer dans les procédures pour rediscuter ces PGE.

Enfin, au regard de la procédure de traitement de sortie de crise, il convient d'observer qu'elle est très opportune puisqu'elle a vocation à cibler directement les entreprises qui ont des difficultés à cause du Covid, autrement dit, qui n'ont pas de problème de liquidité immédiate mais une problématique de stock de dettes. Elles pourront dans un délai très court de trois mois obtenir l'étalement de leur passif avec un seul acteur et avec une procédure de déclaration de créances équilibrée sans que l'on puisse opposer une forclusion au créancier.

En revanche, j'ai été très surprise de constater que sur de très grosses entreprises, à l'instar de Technicolor, Vallourec ou encore EuropaCorp, il n'y a pas eu de problème de liquidité. Il existe donc une communauté financière très attentive sur les dossiers restructuring d'envergure.

Tel est le portrait que l'on peut dresser en substance de la période actuelle. En définitive, la sortie de crise se fera en particulier par la consolidation des entreprises. Les grands donneurs d'ordres souhaitent rationaliser leurs référents et leurs partenaires. Les sociétés doivent se renforcer mutuellement. Ce mouvement de consolidation est donc souhaitable et nécessaire mais les entreprises devront admettre qu'il visera parfois plus à constituer un mécanisme de défense et de sauvegarde de leurs intérêts face à des pertes inéluctables plutôt qu'un mode de création de valeur au regard de l'existant. Autrement dit, là où l'on attendrait classiquement en matière de synergies que 1 et 1 fasse 2,5

il faudra s'attendre à ce que 1 et 1 ne fassent parfois plus que 1,7. Cela passera notamment par des formules de reprise en equity, en plan de cession ou encore par des cessions d'actifs.

Ce mouvement est d'autant plus nécessaire qu'il va falloir financer la reprise d'activité au sortir de la crise. Or, si l'on considère des entreprises dont les BFR ne sont pas nécessairement financés, l'on est rapidement confronté aux difficultés d'accès au crédit que connaissent les sociétés dès lors qu'elles ne correspondent pas aux standards bancaires, au regard des fonds propres négatifs notamment. Les banques ont en effet une lecture de plus en plus contrainte par la régulation prudentielle, en particulier les contraintes de la réglementation de Bâle ; ce qui exclut certaines entités de l'accès au crédit. Ces considérations donnent beaucoup de pertinence aux sujets de qualité des garanties sous-jacentes et efficacités des sûretés. Il faut probablement donner de la flexibilité pour les contrats de crédit, d'où le développement de la fiducie, la nécessité d'un ajustement du crédit-bail aux réalités des besoins du sauvetage et d'autres types de sûretés sur les actifs des entreprises qui préservent les entrepreneurs. Il faut qu'un dirigeant ait plus d'intérêt à aller en redressement judiciaire avec la mise en place d'un plan à terme qu'en liquidation. Or, si les risques pesant sur sa caution sont les mêmes, quelques soient les termes de l'alternative, il tardera à recourir aux procédures collectives et, ce faisant, verra les perspectives de redressement de la société diminuer.

Quels sont les problèmes que connaissent aujourd'hui les fonds d'investissement sur leurs participations ?

Hélène Bourbouloux : Les fonds d'investissement ont su accompagner leurs participations. Les banques ont en effet eu tendance à exiger que les efforts soient partagés en demandant, préalablement à l'octroi d'un PGE, d'une part, que les prêteurs antérieurs reportent les échéances de leurs crédits et, d'autre part, que les actionnaires financiers procèdent à des augmentations de capital. Cela a notamment été le cas de Latécoère en août, pour un montant de 222,4 millions d'euros, mais aussi de Novares en 2020, avec un renflouement par Equistone et BPI France, pour partie en fonds propres. Il y a donc souvent eu un effort important réalisé par les fonds d'investissement.

Pour les acteurs financiers, le principal obstacle tient notamment à l'absence de visibilité sur la reprise et son ampleur dans de nombreux secteurs. A titre d'exemple, selon certaines estimations, le secteur aéronautique ne reviendrait à un trafic aérien similaire aux volumes antérieurs à la crise sanitaire qu'en 2027. Ainsi, il est difficile de

prédire les bons profils et les bonnes durées à appliquer dans les procédures collectives.

Il convient aussi de noter l'impact du Brexit, avec la volonté pour Paris d'être attractive et de représenter pour les entreprises un eldorado du restructuring face à des systèmes concurrents – je pense notamment au schéma of arrangement britannique. D'où la nécessité de donner du bénéfice aux procédures de prévention, entendues dans le sens large de prévention de la liquidation. Si l'on n'a pas aujourd'hui plus de résultats dans les procédures de redressement, c'est parce qu'elles sont déployées trop tard ; leur lourdeur n'étant pas compensée par leurs bénéfices dans l'équation actuelle. Il conviendrait de leur donner du bénéfice sur des sujets comme la caution, l'allègement des contraintes et des formalités afin d'obtenir des résultats plus probants, notamment sur le périmètre des PME afin de faire du redressement un véritable outil entre les mains des sociétés souhaitant ajuster leur P&L.

Quelles sont, dans le détail, les innovations juridiques qui permettront d'inciter à l'avenir le recours des entrepreneurs aux procédures amiables et collectives ?

Hélène Bourbouloux : C'est le cas notamment du privilège du post-money qui a vocation à se substituer au privilège du 622-17 pour les prêts octroyés en période d'observation ; il convient de l'étendre aux modifications des plans. Il faudrait l'étendre à tous les plans en cours et pas seulement aux nouveaux plans afin de sécuriser le financement et le rebond des sociétés bénéficiant actuellement d'un plan. En outre, je pense qu'il faut aligner le régime du crédit-bail sur le prêt bancaire avec sûretés pour qu'en plan ou en sauvegarde, le crédit-bail puisse être réaménagé éventuellement avec la référence à la valeur du bien sous-jacent. Mais lorsqu'on parle d'un crédit nanti, on ne se pose pas la question de la valeur de la sûreté pour définir le nouveau moratoire que l'on va imposer au prêt. Demain, cette question apparaîtra puisqu'avec l'application des classes de créanciers se posera la question de la valeur de la dette et elle sera nécessairement attachée à la qualité de la sûreté.

Enfin, il faut accompagner le recours à la fiducie, ce pourquoi nous militons à FHB. C'est, en effet, une activité de prévention car elle accompagne l'accès aux crédits de PME. Les banques sont demanderesse de ce type d'acteurs formés à la gestion de biens d'autrui, la comptabilité spéciale dédiée, le contrôle du commissaire aux comptes, etc. C'est de nature à démocratiser la fiducie que de la rendre moins chère afin que l'on ne puisse pas refuser le bénéfice de ce type de crédits à des PME pour des raisons financières.

Y-a-t-il eu des changements perceptibles dans la profession d'administrateur judiciaire sur ces dernières années ?

Hélène Bourbouloux : On constate une professionnalisation qui accompagne tous les mouvements économiques. Il y a une augmentation importante du nombre de professionnels mais qui s'accommode mal de la baisse du volume de mandats. Il y a moins de dossiers par acteur. Ceux qui ont fait le choix de se regrouper par structure ont pu limiter cet impact. Je pense qu'il y a de grands mouvements à venir, que ce soit sur la réunion des professionnels ou l'ouverture à des métiers dont on a besoin. Je milite pour que ce statut de fiduciaire soit ouvert à tous les administrateurs et mandataires judiciaires. En outre, je pense qu'il faut simplifier les procédures. Il existe notamment des besoins sur des missions qui ne nous sont pas autorisées aujourd'hui, à l'instar de celles de médiateurs, pour lesquelles une expérience de la négociation et de la recherche d'une situation équitable est utile et sur lesquelles les administrateurs et mandataires judiciaires ont donc une légitimité.

On observe qu'un certain nombre d'acteurs continuent à se rapprocher et à se regrouper avec des modèles très différents d'intégration. Chez FHB, nous sommes très intégrés et avons fait le choix d'associer la plupart de nos collaborateurs ayant passé l'examen. Nous essayons d'être présents sur tout le territoire et à l'international. FHB a pu participer à des dossiers assez innovants. A titre d'exemple, dans EuropaCorp, l'on a pu ouvrir au Tribunal de Commerce de Bobigny une procédure de sauvegarde de droit français à l'égard d'une société américaine et cela a été reconnu par le juge américain, ce qui est tout à fait inédit. De même, Charlotte Fort a obtenu la reconnaissance par le juge anglais d'une procédure de conciliation, et plus récemment, d'une procédure de redressement judiciaire.

On voit ainsi des professionnels de plus en plus techniques et dont la double culture est de plus en plus importante. Il est néanmoins vrai que nous souffrons d'une image un peu connotée ; le principal grief qui nous est opposé portant notamment sur le coût des procédures. En vérité, les procédures sont globalement coûteuses parce que de nombreux acteurs y participent. Néanmoins, les professionnels administrateurs et mandataires judiciaires en France sont beaucoup moins coûteux que leurs homologues étrangers. En outre, le niveau de répartition aux créanciers est assez comparable si l'on se mesure aux procédures étrangères, bien qu'en France, c'est l'AGS qui constitue le premier des créanciers. Il faut veiller à ce qu'il ne soit pas celui qui empêche le redressement en ne participant pas suffisamment à l'effort des créanciers qui font le pari du sauvetage et accompagnent l'entreprise en difficulté. Cela était l'objet d'un récent débat dont l'issue reste encore incertaine.