

# Le rôle des banques d'affaires dans les restructurations

Par Jacques LE PAPE

Associé Ceres Partners

Dans les dossiers de restructuration complexes, on voit souvent intervenir des banques d'affaires. Cela est justifié par l'importance des montants en cause, les fortes contraintes de calendrier et la technicité des situations. Une autre raison de cela est que les questions à traiter portent en fait sur la façon d'apporter des financements nouveaux à une entreprise potentiellement défaillante : quel est le retour attendu sur ces concours ? Quels sont les droits attachés ? Quelle est la valeur revenant aux actionnaires historiques ? Quelle est la priorité affichée par les différents prêteurs – être en tout ou partie remboursés ou convertir la dette de l'entreprise en actions ? De ce fait, les discussions se rapprochent fortement de celles rencontrées dans les fusions-acquisitions.

Dans les nombreux dossiers de restructuration qui sont ouverts chaque année devant les tribunaux de commerce français, seuls quelques-uns voient l'intervention de banques d'affaires. Le rôle de ces intervenants est d'aider à trouver une solution capable de sauver l'entreprise et de rassembler pour cela les financements nécessaires. Ces « conseils en haut de bilan » interviennent quand l'importance des enjeux financiers ou de gouvernance le justifie. L'organisation de cette intervention s'opère au sein d'équipes pluridisciplinaires venant en appui à la négociation de l'accord de restructuration.

On peut établir une typologie des cas où peut être observée une intervention de ces conseils spécifiques, dont l'activité habituelle est le conseil en fusions-acquisitions. L'utilité d'un tel appui est souvent avérée quand plusieurs des éléments suivants sont réunis :

- un fort enjeu financier ou économique. Il s'agit ainsi de dossiers où la dette à restructurer peut aller de quelques dizaines de millions à plusieurs milliards d'euros ;
- une complexité du financement historique de l'entreprise en restructuration. On peut penser, en particulier, aux cas où l'entreprise est financée à la fois par de la dette bancaire et des dettes obligataires ;
- une problématique de recomposition du capital, de conversion de la dette en capital ou d'apport d'argent frais (*new money*) ;

- une situation où les créanciers et les actionnaires de l'entreprise sont soit des fonds d'investissement, soit des opérateurs étrangers, qui sont les uns comme les autres des familiers du recours aux conseils M&A (*Mergers & Acquisitions*/Fusions et acquisitions).

Depuis le début de la pandémie de Covid-19 (en 2020) et de la crise qu'elle a engendrée, les cas de restructuration les mieux connus où des banques d'affaires ont pu intervenir, sont notamment Europcar (en décembre 2020) et AccorInvest (en mars 2021). La Figure 1 ci-après en rappelle quelques autres.

Dans chacun de ces cas, l'enjeu de la négociation était non seulement de déterminer comment la dette de l'entreprise serait rééchelonnée ou en partie remise/convertie, mais aussi, et surtout, de déterminer qui seraient, à l'issue de cette restructuration de la dette, les actionnaires de l'entreprise et quels seraient les moyens financiers nouveaux que ces derniers apporteraient.

En pratique, quand un des acteurs de la restructuration comprend qu'un besoin de financement nouveau va donner lieu à une négociation entre l'entreprise et ses actionnaires, mais aussi avec les différents créanciers et les apporteurs de nouveaux financements, le recours à des conseils spécialisés est envisagé pour permettre à la négociation de se dérouler rapidement et d'apporter une solution aux besoins de l'entreprise.

Janvier 2020	Juillet 2020	Septembre 2020	Juillet 2021	Juin 2022
				

Figure 1 : Principaux cas de restructuration récents avec intervention de conseils en haut de bilan.

En général, c'est le dirigeant de l'entreprise lui-même qui, après concertation à la fois avec son avocat, le conciliateur ou le mandataire *ad hoc*, demande conseil à une banque d'affaires pour rechercher de nouveaux financements. Chacune des autres parties (prêteurs obligataires, prêteurs bancaires, actionnaires majoritaire ou minoritaires, autres potentiels apporteurs de capital) est, de ce fait, amenée à s'attacher les services d'une équipe de conseil comprenant banque d'affaires et avocat(s) spécialisé(s).

Le rôle opérationnel des banques d'affaires dans ces restructurations est, à la base, de négocier en priorité la restructuration de la dette et l'apport de fonds nouveaux dans l'entreprise, en établissant pour ce faire des valorisations sur la base desquelles ces opérations seront effectuées et, le cas échéant, d'animer un processus compétitif entre les différentes options qui seront présentées.

Pour ne donner qu'un exemple, celui de Pierre et Vacances, cette société a rencontré des difficultés conjoncturelles liées à la crise du Covid-19, dès 2020 ; elle a dû négocier plusieurs prêts garantis par l'État, mais aussi des aménagements de dette avec ses créanciers. Elle a souhaité à cette occasion rechercher un nouvel actionnaire au niveau du groupe et a pour cela mandaté une banque d'affaires. Les différents candidats à un investissement dans Pierre et Vacances ont formulé des propositions d'apport de capitaux nouveaux, en conditionnant ces derniers à des restructurations de dette et à la dilution des actionnaires historiques. Ce processus, qui s'est déroulé sur plus d'un an, a permis à un consortium constitué de prêteurs obligataires et bancaires, associés à un fonds spécialisé dans l'immobilier de tourisme, d'acquérir la majorité des actions de l'entreprise, à la fois par apport de capitaux nouveaux et par conversion de la dette en actions. Le groupe, avec ces nouveaux actionnaires, est depuis lors sur une nouvelle trajectoire, avec une dette considérablement allégée suite à la conversion de celle-ci.

De façon plus générale, les enjeux de la négociation d'un dossier de restructuration sont, sur le plan des principes, proches de ceux d'un dossier de fusion-acquisition ordinaire, mais l'arithmétique est différente.

Ainsi, dans le M&A classique, un nouvel actionnaire vient acquérir le capital de l'entreprise auprès des actionnaires en place ; le prix de cette acquisition est déterminé par la valeur de l'entreprise nette des dettes. Les cas de restructuration correspondent à des situations où l'actionnaire en place ne va pas être le contributeur principal à la recapitalisation de l'entreprise qui a besoin de liquidités. Il doit donc, pour éviter le défaut de paiement, céder une partie du capital ou voir sa part de capital diluée. La différence se situe donc au niveau des modalités financières de l'opération.

La vision de chacun sur la performance économique future de l'entreprise est, comme en M&A, le facteur clé. Un *business plan* plus favorable va permettre de soutenir un niveau de dette plus important.

Plus la valorisation sera élevée, et plus les augmentations de capital seront réalisées à un prix élevé et moins les actionnaires en place seront dilués.

Enfin, les moyens financiers des repreneurs et la capacité de voir lesdits moyens mobilisés à très court terme sont également un point d'attention des banques d'affaires, car le succès de la restructuration en dépend.

Les points importants qui vont faire débat entre les conseils des différentes parties sont donc le plan d'affaires (*business plan*), la valorisation retenue, les modalités de mise en œuvre du schéma retenu et les conséquences de celui-ci pour chacune des parties.

Alors s'engage une discussion avec les créanciers en fonction de leur rang : les créanciers les plus sécurisés vont voir leur dette « réinstallée » et celle des moins sécurisés sera convertie en capital. Mais cela ne règle pas le point d'argent frais (*new money*) dont a besoin l'entreprise pour poursuivre son activité une fois la dette traitée. Il faut pour négocier l'entrée de ces fonds nouveaux, déterminer une valeur d'entreprise, ce qui peut être plus difficile que dans les cas ordinaires de M&A. En particulier, l'usage des multiples<sup>(1)</sup> peut être inapproprié, car la marge n'est pas fiable. De même, le projet de plan d'affaires doit être particulièrement fiabilisé. Enfin, une des questions clés est de savoir quel niveau de dette va rester au bilan de l'entreprise : moins il y en aura, plus les chances d'un retour à la normale seront grandes, mais plus cela demandera d'efforts aux autres parties en présence.

Le plus souvent, les cas de restructuration sont d'une telle ampleur que non seulement il y a quasi toujours un problème imminent de liquidités (l'actionnaire n'ayant pas les moyens d'apporter suffisamment de liquidités nouvelles pour faire face aux échéances), mais qu'en outre, le montant de la dette est souvent proche de la valeur d'entreprise : les actionnaires et les créanciers ordinaires ne peuvent pas espérer retrouver la totalité de leur mise, les pertes étant inévitables (on dit qu'ils ne sont plus « dans la monnaie »).

Le volet le plus difficile de la négociation est donc de déterminer le traitement des actionnaires historiques et des créanciers non sécurisés. La Figure 2 de la page suivante donne une indication sur les résultats des négociations pour les actionnaires dans quelques cas récents.

Que reste-t-il aux actionnaires en place après conversion de la dette en actions ?

<sup>(1)</sup> <https://fusions-acquisitions.net/livre-fusions-acquisitions/25/l-approche-analogique-ou-methode-des-multiples.html>

On voit donc que la complexité des situations rencontrées comme l'urgence des négociations en cause justifient que des conseils, familiers de ces situations de crise, soient mobilisés pour trouver des solutions aux problèmes rencontrés. Un petit nombre de ces conseils interviennent sur le marché français. Les grandes banques françaises de financement en sont largement absentes du fait du risque de conflit d'intérêts que cela représenterait pour elles au regard de leur activité de prêteur. De même, les grandes banques d'investissement internationales ne sont actives sur cette activité de conseil que de manière exceptionnelle. Enfin, il est

utile que les banques d'affaires qui participent à ces négociations soient familières du contexte institutionnel dans lequel elles interviennent. Un contexte qui se caractérise le plus souvent par l'intervention des tribunaux de commerce et des professionnels (avocats et administrateurs judiciaires) qui exercent dans le même périmètre de compétence, et également des pouvoirs publics, comme le ministère chargé des Finances, pour la négociation du traitement des passifs publics ou l'octroi des PGE, ou le ministère chargé de l'Industrie, pour donner les meilleures chances possibles aux projets industriels post-restructuration.



Figure 2 : Participation au capital des actionnaires existants post-restructuration (absence de souscription aux augmentations de capital).