

Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Fonds alternatifs : le choc des cultures?

Les fonds alternatifs étrangers, autrement appelés «alternative capital providers», sont de plus en plus attentifs au marché du restructuring français. Leurs méthodes d'investissement, leurs attentes et leurs gestions des dossiers peuvent avoir des conséquences sur le traitement des négociations. Analyse de six experts de la question.



De gauche à droite et de haut en bas : **Nicolas Partouche**, associé, Jeantet, **Marc Santoni**, associé, Santoni & Associés, **Saam Golshani**, associé, Orrick Rambaud Martel, **David Chijner**, associé, DLA Piper, **Joanna Gumpelson**, associée, De Pardieu Brocas Maffei, **Guillaume Cornu**, associé, EY.

LE PROFIL DES FONDS ALTERNATIFS

Guillaume Cornu : Un certain nombre de fonds anglo-saxons, que l'on appelle «alternative capital providers» ou «fonds alternatifs», ont installé leur base à Londres pour rechercher des dossiers de retournement en Europe. Ils travaillent sur le plan EMEA et s'intéressent de plus en plus à la France, après avoir investi les marchés italiens et espagnols. Je pensais au départ que leur approche était purement financière, c'est-à-dire qu'ils achetaient de la dette décotée pour ressortir assez vite. J'ai néanmoins compris qu'ils regardent des dossiers avec un angle beaucoup plus stratégique et opérationnel. Bien sûr, l'aspect financier est important mais ils sont également attentifs au potentiel redressement de l'entreprise, à sa stratégie de développement, ses relais de croissance, au marché sur lequel elle est positionnée, à ses leviers d'optimisation de sa rentabilité, etc. Avant de considérer l'aspect financier, ils se font d'abord accompagner par des conseils stratégiques et opérationnels.

Joanna Gumpelson : On notera également que l'activité de «direct lending» par des fonds, aussi appelés «alternative capitale providers», se développe en France. Il s'agit finalement de la fourniture par des fonds de lignes de crédit à des entreprises sous forme obligataire notamment en raison du monopole bancaire. Ce n'est pas seulement le fonds qui est alternatif, mais aussi le mode de financement qui n'est pas bancaire. C'est finalement le crédit qui est alternatif.

Saam Golshani : C'est également la gestion qui est alternative puisque ces fonds sont capables d'avoir recours à la fois à des instruments liquides mais aussi à de l'argent qui est engagé, sur le modèle private equity, durant une période de six à huit ans. Ils ont plusieurs poches où puiser suivant les stratégies mises en œuvre. Ce sont en réalité des hedge funds. L'exemple de Centerbridge est typique : ils sont capables de faire de la dette, de l'equity ou une opération de LBO, comme un fonds classique, mais aussi de reprendre une société à la barre des tribunaux. Certains sont spécialisés par secteur, mais d'autres sont organisés par équipe. Oaktree compte par exemple une équipe private equity, une équipe dette, une équipe prise de contrôle dans une opération de retournement, etc.

David Chijner : Oaktree est organisé en deux poches : une première qui est celle avec laquelle beaucoup d'intervenants du marché sont très familiers qui fait du distressed «equity». Et l'autre poche qui prend des positions ayant vocation à tourner. Lorsqu'ils sont entrés dans Belvédère, à l'origine, ce n'était pas du tout une position long terme.

Marc Santoni : L'opération SGD était le premier segment, Partouche le second. Ce n'était pas la même équipe d'investissement au sein d'Oaktree pour ces deux dossiers.

Nicolas Partouche : C'est aussi l'évolution du dossier qui détermine l'horizon d'investissement. Sur Belvédère, personne ne prédisait une telle cristallisation du dossier.

Joanna Gumpelson : Dans ce dossier, les créanciers ne s'attendaient pas à l'ouverture de la sauvegarde. Ils n'étaient d'ailleurs pas forcément ceux que l'on voit habituellement sur le marché français. Certains fonds américains avaient acheté des obligations Belvédère sur le marché avec pour perspective de les revendre rapidement, mais ils ne s'attendaient pas nécessairement à faire une conversion en capital.

David Chijner : Les poches de ces différents fonds ne sont pas forcément opaques entre elles. Un dossier de trading qui s'enlise peut parfaitement basculer vers une équipe plus private equity. C'est finalement comme dans une banque qui reçoit une masse de dépôts et l'affecte à des utilisations plus ou moins liquides en fonction des prévisions de trésorerie.

La situation s'analyse également d'un point de vue structurel. En France, le marché est familier des fonds de private equity. Or, à chaque fois que ceux-ci réalisent un investissement, ils sont obligés de le redistribuer à leurs investisseurs. Faire un rendement en quelques mois de 20 ou 30 % ne les intéresse pas puisqu'ils sont obligés de rendre l'argent à leurs investisseurs, idéalement avec un multiple. Inversement dans un hedge fund, l'investisseur peut sortir en général tous les ans après une période de lock up. Ils sont donc satisfaits d'investir à court terme pour ensuite réinvestir l'argent qui ne sort pas obligatoirement du fonds. Leur vision du business est dès lors très différente et leur permet d'être relativement agnostiques quant à la question de savoir si l'investissement sera réalisé à court ou long terme.

Les grands fonds anglo-saxons ont atteint de telles tailles qu'à l'échelle de la France, ils peuvent investir dans des opérations significatives sans avoir une problématique de liquidité par rapport aux entrées et aux sorties de leurs investisseurs. Ils peuvent se positionner sans prendre de risque sur certains dossiers en véritables concurrents des distressed private equity.

Joanna Gumpelson : Je constate une véritable montée en puissance du financement obligataire par des fonds de dette en France. Le milieu du restructuring n'y échappera pas et la tendance va s'alourdir.

Saam Golshani : Après avoir beaucoup investi en Espagne et au Portugal, ces fonds choisissent d'investir en France ces flux de liquidité. Les banques françaises ont définitivement changé de position et parfois même devancent l'appel en allant mettre leur position en vente devant les desks de courtage en Grande-Bretagne. Pendant très longtemps il n'y avait qu'un ou deux desks maximum qui étaient actifs en



Guillaume Cornu, associé, EY

«Bien sûr, l'aspect financier est important mais ils sont également attentifs au potentiel redressement de l'entreprise, à sa stratégie de développement, ses relais de croissance, au marché sur lequel elle est positionnée, à ses leviers d'optimisation de sa rentabilité, etc.»

d'investissement. Ils sont avant tout financiers, donc à la recherche d'un gain qui peut être fait rapidement ou dans des configurations beaucoup plus longues selon le cas, par exemple en cas d'opposition avec le management. Ils sont adaptables. Je ne ferai alors pas de différences majeures avec des dossiers que l'on a pu connaître, comme Belvédère, dans lequel le scénario de débouchage du rachat de dette ne s'est pas déroulé selon ce qui avait été initialement envisagé.

France. Mais aujourd'hui Crédit Suisse, Barclays, City, Bank of America, Goldman Sachs, sont très actifs et font de l'achat, de la revente ou du portage pour le compte de leurs clients. Il faut donc s'attendre à davantage d'opérations.

Marc Santoni : Ces acteurs demeurent tout de même timorés sur le marché français. Entre 2009 et 2015, nous avons comptabilisé 22 lender-led montés. Six l'ont été avec des banques traditionnelles françaises et sur les 16 restants, 30 % des dossiers ont compté un nouvel entrant. Ces lender-led ont été montés avec des prêteurs existants qui ont élargi la plupart du temps leur pourcentage dans la dette pour accéder au capital. Mais il n'y a que cinq dossiers en six ans dans lesquels des fonds dits alternatifs sont montés pour prendre le contrôle de l'entreprise. Ce segment est donc pour l'instant très petit, même si nous pensons tous qu'il va être amené à se développer.

Nicolas Partouche : Je n'ai moi non plus pas ressenti cette vague de nouveaux entrants sur le marché. Ils sont bien sûr plus nombreux et disposent de beaucoup de ressources mais ce n'est pas un raz-de-marée. Ils ont une absence d'ADN marquée sur telle typologie d'investissement ou de durée

Joanna Gumpelson : Certains de ces fonds étaient déjà en France il y a six ou sept ans puis ont ensuite concentré leurs investissements en Espagne et en Italie. Ils se réintéressent aujourd'hui à l'Hexagone. La presse évoquait récemment le nom de Bluebay, mais qui n'est pas véritablement un nouvel acteur.

Guillaume Cornu : Ils étaient je crois sur Photoservice Photostation en 2005, qui était l'un des premiers gros restructurings de LBO sur lequel nous avons travaillé !

Saam Golshani : Ils avaient auparavant comme contrainte de ne pas investir en France. Mais leur nouveau véhicule leur permet désormais de revenir dans le pays.

David Chijner : Au-delà des contraintes individuelles d'un fonds, il faut reconnaître que cet univers est excessivement mobile. Ils regardent une masse qui est paneuropéenne, ils voient où sont les opportunités et les problématiques en Europe et ils choisissent.

Nicolas Partouche : C'est une analyse économique



David Chijner, associé, DLA Piper

«Les grands fonds anglo-saxons ont atteint de telles tailles qu'à l'échelle de la France, ils peuvent investir dans des opérations significatives sans avoir une problématique de liquidité par rapport aux entrées et aux sorties de leurs investisseurs.»

hoc. La disposition législative n'est venue que consacrer une pratique déjà établie. Le premier lender-led que j'ai réalisé en conciliation est sur le dossier Retif, en 2009, dans lequel la banque anglaise a pris le contrôle de la société.

La réforme a également permis l'expropriation de l'entreprise en redressement judiciaire. Mais les conditions sont tellement éloignées de la réalité économique qu'une prise de contrôle ne constituera qu'une menace. En effet, les difficultés

d'opportunités et d'acquisition de cibles plus que le résultat d'une évolution juridique du droit français des entreprises en difficulté.

Saam Golshani : Il y a quand même eu un impact d'un point de vue juridique car ces fonds considèrent désormais que le droit français n'est plus un repoussoir. Le travail des conseils juridiques et financiers a payé après de nombreuses années de discussions avec ces investisseurs anglo-saxons. Dans le dossier Belvédère, ces fonds ont d'ailleurs gagné beaucoup d'argent, quoi qu'on en dise. Le droit français a montré qu'en procédure collective, en conciliation ou en mandat ad hoc, il est possible de traiter tous les dossiers, cotés ou non. Tous les outils sont disponibles et ces acteurs le savent désormais.

LA RÉFORME DU DROIT DES PROCÉDURES COLLECTIVES COMME APPÂT ?

Marc Santoni : Je ne pense pas que les réformes récentes soient attractives pour les fonds qualifiés d'alternatifs. Elles prévoient tout d'abord la possibilité pour les prêteurs de présenter un plan dans les procédures de prévention. Mais sur cet aspect-là, nous n'avions pas attendu la nouvelle loi pour faire des lender-led en conciliation ou en mandat ad

portent sur la nature des dossiers concernés, sur l'évaluation des titres, sur l'absence de maîtrise du calendrier due aux recours judiciaires. Au final, l'actionnaire bloquant dispose de tels moyens d'y résister que je ne conseillerais pas ce type d'opérations. Je préfère rester dans le consensualisme.

Nicolas Partouche : Il a beaucoup été fait état d'un rapprochement du droit français vers une meilleure protection des intérêts des créanciers. C'est à la fois vrai dans les textes, mais demeure relatif en pratique et surtout encore éloigné des dispositifs permettant d'attirer une vague de nouveaux entrants sur le marché français. Notre droit des procédures collectives est concentré sur des objectifs autres que la protection des intérêts des créanciers. Est-ce une explication à la faible présence des fonds alternatifs sur notre marché ? Sans doute en partie. Ce mouvement est-il en passe d'être modifié ? Je n'en suis pas sûr et je pense que l'on va conserver pour quelque temps des sorties de dossier nécessitant un certain consensualisme. Même si le consensualisme n'exclut pas la menace de l'entrée en procédure judiciaire et de l'utilisation de moyens de contrainte plus coercitifs.

David Chijner : Il existe des signaux positifs dans le droit des procédures collectives mais qui sont de l'ordre du symbole.



Joanna Gumpelson, associée,
De Pardieu Brocas Maffei

«Ces fonds ont un effet bénéfique sur le traitement des difficultés. Non seulement ils peuvent réinjecter de l'argent pour financer les capex, les acquisitions, mais ils sont aussi capables de prêter avec des intérêts PIK, ce qui offre une réserve de trésorerie non négligeable pour l'entreprise.»

Joanna Gumpelson : Belvédère reste néanmoins un cas atypique.

Saam Golshani : Le dossier Latécoère a pris 10 mois alors qu'il aurait pu être fait en trois ou quatre mois.

Rappelons néanmoins qu'un dossier de refinancement implique l'application d'autres droits que celui du livre VI du Code de commerce. A ce propos, je constate un sérieux problème au niveau du Code procédure civile. Les textes autorisent en effet aisément une partie qui voudrait faire durer le plaisir à engager une procédure durant entre deux et quatre ans et qui bloquerait n'importe quelle transaction. L'exemple le plus connu étant Belvédère. Cette société a réussi à survivre durant l'intervalle, mais l'immense majorité des entreprises qui subissent un tel assaut judiciaire se retrouvent très vite sous le couperet d'une liquidation pure et simple. Elles se trouvent alors obligées de payer le demandeur pour qu'il s'en aille. Ce n'est pas autre chose que du racket organisé judiciairement.

Par ailleurs, rappelons que les faibles montants de l'article 700 du NCPC, et son équivalent en droit administratif, ne dissuadent pas l'aventurisme judiciaire. On arrive au final à peu près au même résultat que dans les pays anglo-saxons. Le coût judiciaire des opérations est sensiblement le même car le taux horaire de leurs avocats est plus élevé que le nôtre. La grande différence est que ce type de dossiers prend plus de temps en France. Belvédère a pris quatre ans alors qu'un dossier équivalent en Angleterre aurait été bouclé en 18 mois, pour un coût quasi identique.

Marc Santoni : Les dossiers Eurotunnel, Belvédère et Cœur Défense ont effrayé les acteurs anglo-saxons. Depuis, les praticiens ont éduqué les sponsors en leur expliquant qu'il y avait plus de mérite à laisser les clés sur la table qu'à se battre pour une valeur qui n'existerait jamais. Nous avons tous connu des fonds qui bloquaient. Mais au final, je ne connais pas un seul exemple de création de valeur dans un dossier où les acteurs, sponsors actionnaires ou créanciers supersubordonnés, ont bloqué des deals, que ce soit en conciliation pour avoir une meilleure position ou en utilisant les procédures collectives pour tout geler. Ce constat commence à être partagé par la plupart des intervenants de la place et l'on observe de plus en plus de dossiers où les actionnaires donnent les clés.

Guillaume Cornu : Je pense que les actionnaires disposés à donner les clés sont les fonds qui ont déjà connu une première restructuration de la participation concernée. Je ne suis pas certain que les fonds laissent les clés aujourd'hui dès le premier restructuring.

Saam Golshani : Nous le voyons dans les deux cas. Dans un petit dossier récent, Omnes Capital a mis les clés sur la table dès la première réunion.



Marc Santoni, associé,
Santoni & Associés

«L'arrivée de ces acteurs dans les négociations démontre plus que jamais que la frontière entre le capital et la dette a disparu.»

et sont restés présents lorsque la société était en difficulté. Ils ne répondent donc pas à la même dynamique dans les négociations avec les créanciers qu'un fonds qui, en réalité, a fait un pari et sait qu'il peut le perdre. Mais si l'entreprise fait une certaine taille, que l'actionariat soit familial ou non, le CIRI fait comprendre quelle issue doit avoir le dossier.

Nicolas Partouche : Certes, mais en mid cap, nous rencontrons encore des situations de blocage.

QUEL IMPACT SUR LES NÉGOCIATIONS ?

Marc Santoni : La présence de ces fonds alternatifs est intéressante pour le traitement des dossiers. Ils permettent de déterminer une valeur d'entreprise par le marché secondaire de la dette. Ce marché est certes un peu faussé car il repose à 60 % sur des considérations financières et à 40 % sur des considérations économiques, à tel point que j'ai déjà reçu des appels d'investisseurs qui venaient d'acheter de la dette pour me demander ce que faisait l'entreprise et ce qu'était une procédure de sauvegarde... Mais la plupart du temps, les fonds qui achètent la dette étudient énormément l'entreprise et font davantage appel à des conseils stratégiques qu'à des conseils juridiques. C'est très utile car ils nous donnent une valeur d'entreprise qui n'est pas issue d'un tableur Excel. Dans une négociation, le prix de la dette sur le marché secondaire est connu et nous donne donc un marqueur de valeur d'entreprise permettant de traiter la subordination des créances et la capitalisation. C'est un bon outil, notamment car ces fonds raisonnent sur la base d'un coût de revient bien

David Chijner : C'est valable dès lors que l'on parle d'un univers d'institutionnels, notamment les LBO. Dans la majorité des grands dossiers qui ont été difficiles, soit des personnes physiques étaient aux manettes comme dans Belvédère, soit il s'agissait de sociétés à l'actionariat très dispersé comme Eurotunnel. Ce sont rarement les institutionnels qui posent problème.

Joanna Gumpelson : Encore une fois, il s'agissait d'une autre époque. La restructuration d'Eurotunnel a eu lieu en 2006. La sauvegarde était une toute nouvelle procédure dont certains pensaient qu'elle serait la panacée et exonérerait même du passage en conciliation. Mais les précédents, Orco Property, Belvédère et Cœur Défense ont prouvé le contraire.

Nicolas Partouche : La position des actionnaires familiaux et dirigeants, qui bloquent encore les dossiers et refusent de donner les clés, sans aucun moyen de les y contraindre, demeure une vraie problématique.

Saam Golshani : Ces actionnaires sont différents car souvent ils ont investi au fil de l'eau, ont peu remonté d'argent,

inférieur à celui des créanciers historiques. Il est cependant dommage que nous n'arrivions jamais à obtenir la même remise au bénéfice de l'entreprise. N'oublions pas que la différence entre la valeur faciale de la dette et la valeur de rachat ne profite qu'à l'investisseur qui rachète la dette et non à l'entreprise qui a toujours le même montant à rembourser.

Saam Golshani : Mais ces acteurs sont aussi capables d'injecter de l'argent dans l'entreprise.

Marc Santoni : En effet, ils financent les capex. L'arrivée des acteurs du marché secondaire dans les dossiers est positive.

Guillaume Cornu : Nous avons toutefois eu certains dossiers dans lesquels nous savions très bien à combien se traitait la dette, mais à une valeur nettement supérieure à la valeur de l'entreprise car les investisseurs ne connaissaient pas bien la société. Ceux qui veulent vraiment aller loin font des études très poussées pour apprécier au mieux la valeur d'entreprise et se faire une idée de l'avenir de l'entreprise et de la stratégie à adopter. En 2008, les fonds alternatifs avaient une approche très financière car peu de banques françaises étaient disposées à céder leurs créances. Aujourd'hui, ils s'impliquent réellement dans la stratégie, avec une approche très hands-on. Nous avons pitché pour certains dossiers dans lesquels les fonds donnaient beaucoup d'importance à nos compétences stratégiques, sectorielles et opérationnelles en plus de nos compétences en restructuring.

Joanna Gumpelson : Ces fonds ont un effet bénéfique sur le traitement des difficultés. Non seulement ils peuvent réinjecter de l'argent pour financer les capex, les acquisitions, mais ils sont aussi capables de prêter avec des intérêts PIK, ce qui offre une réserve de trésorerie non négligeable pour l'entreprise.

David Chijner : Ils ont une approche très différente des banquiers avec lesquels les entreprises discutaient autrefois, qui avaient déjà prêté et passaient le dossier aux affaires spéciales dont l'objectif était surtout de limiter la casse. Aujourd'hui, ces fonds ont racheté de la dette décotée donc un remboursement au nominal leur assure déjà un beau rendement. Il est ainsi logique pour eux de reprêter afin que l'entreprise ait suffisamment d'oxygène pour se relancer et rembourser sa dette. En outre, ce sont des professionnels. Ils ne sont pas mariés à l'entreprise, ils n'ont pas pris la décision initiale de prêter donc n'ont pas d'attachement émotionnel à la situation. Leur approche est d'analyser comment, à partir d'une situation connue, ils peuvent générer du rendement.

Marc Santoni : Dans les dossiers de LBO en restructuring autour de 500 millions d'euros de dette que nous traitons depuis quatre ou cinq ans, je remarque une petite dizaine d'établissements anglo-saxons qui achètent une faible part

de la dette sur le marché secondaire pour être dans le pool, analyser le dossier et bénéficier des informations. En fonction du dossier et s'ils ont de l'appétit, ils acquièrent plus de dette. Le cas le plus emblématique ayant été le dossier Vivarte. Dans un autre dossier que nous avons traité en 2014, entre le moment où nous avons débuté les négociations et celui où nous avons closé le dossier, la totalité de la dette a tourné.

Guillaume Cornu : En Europe, ils ont commencé à intervenir sur les marchés plus ouverts comme l'Espagne ou l'Italie et sur certains dossiers, ils ont adopté une approche de consolidation de tel ou tel secteur, avec leurs participations existantes. Ils appliquent aussi cette approche au marché français. Alors que les fonds de retournement français investissent une fois de temps en temps, ces hedge funds ont une démarche beaucoup plus stratégique et sectorielle.

Saam Golshani : En conséquence, les fonds de retournement français seront davantage poussés sur les dossiers de procédures collectives et de reprise à la barre où il existe encore des barrières à l'entrée pour ces fonds alternatifs.

Marc Santoni : L'arrivée de ces acteurs dans les négociations démontre plus que jamais que la frontière entre le capital et la dette a disparu. Un prêt qui ne s'amortit plus et qui ne reçoit plus les intérêts peut être considéré comme une action. Cependant, ces investisseurs ont l'esprit anglo-saxon de l'application pure et dure de la subordination. En négociation, les subordonnés négocient beaucoup plus en France des contreparties que dans le monde anglo-saxon. Ces investisseurs qui achètent de la dette senior en France sont donc toujours étonnés que des supersubordonnés puissent bloquer un accord. Selon eux, lorsqu'on n'est plus dans la monnaie, on doit sortir du dossier.

Saam Golshani : Il est vrai que les schémas de sûretés ne sont pas très bien faits en France. Les subordonnés ont des droits sur des sûretés qu'on ne peut pas faire sauter facilement lorsqu'on est uniquement créancier senior. Il y a effectivement de la déperdition de valeur. Mais la sauvegarde financière accélérée fonctionne bien. Il faut parfois en arriver là pour forcer la main des minoritaires. C'est plus compliqué quand ces minoritaires sont des obligataires seuls.

Marc Santoni : Il n'est pas normal que des obligataires subordonnés puissent bloquer en comité la décision des banquiers seniors.

David Chijner : Dans un deal américain, les actionnaires et subordonnés qui sont en dehors de la monnaie obtiennent de l'ordre de 2 % de leur mise de départ. En France, les parties prenantes qui ne devraient rien obtenir récupèrent entre 10 % à 15 %. La capacité à faire du harcèlement judiciaire rapporte donc environ six fois plus à Paris qu'à New York.



Nicolas Partouche,
associé, Jeantet

«La position des actionnaires familiaux et dirigeants, qui bloquent encore les dossiers et refusent de donner les clés, sans aucun moyen de les y contraindre, demeure une vraie problématique.»

les pratiques de management anglo-saxonnes et le corps social à la française. Mais ce n'est pas une difficulté insurmontable.

Nicolas Partouche : C'est plutôt un levier utilisé par le management pour essayer de discréditer ces nouveaux entrants et s'appuyer sur les salariés pour crier au loup et décourager le fonds.

QUELLE EST LEUR APPROCHE DU DROIT SOCIAL ?

Saam Golshani : Le droit du travail français est une grande barrière à l'entrée pour ces fonds, et pas seulement sur le marché distressed. Le droit social est très technique et se complexifie chaque année, comme l'attestent les contentieux visant les décisions de la Direccte sur les PSE.

David Chijner : C'est un élément qu'ils prennent en compte dans le pricing. Ils l'intègrent dans le business plan, ce qui réduit d'autant la valeur de l'entreprise.

Marc Santoni : Nous constatons tout de même une grande prudence de la part des instances représentatives du personnel et des syndicats par rapport à la pérennité de leur investissement. Un acteur du retournement doit passer la main une fois que le retournement est achevé car redresser une entreprise n'est pas le même métier que la développer. Mais le corps social est aujourd'hui peu enclin à accepter ces investisseurs qui sont basés à l'étranger.

Joanna Gumpelson : Dans le post lender-led, il y a parfois un temps d'adaptation du fait du choc culturel entre

David Chijner : Il faut distinguer le cas de l'entreprise dans laquelle il y a un syndicat majoritaire et pas d'élections en vue, à l'entreprise avec élections en vue et des CE composés de façon instable. En règle générale, un syndicat majoritaire est souvent plus constructif que le management, particulièrement lucide quant aux difficultés de l'entreprise et peut parfaitement interagir avec un nouvel investisseur, fût-il étranger, fût-il un hedge fund, qui joue le jeu de la transparence et discute ouvertement. Souvent, c'est le syndicat qui fera remarquer à l'investisseur des lacunes managériales car il est bien placé pour les voir.

Nicolas Partouche : C'est vrai pour les dossiers qui ne sont pas faussés par des considérations électorales ou régionales.

David Chijner : Lors de la fusion LSG/Gate Gourmet, dans chacune des deux entreprises, il y avait cinq syndicats représentés dans les CE des deux sociétés. Au moment de la fusion, il y avait donc 10 «syndicats». Nous avons dû désigner un mandataire ad hoc pour aider les syndicats des anciens «A» à négocier avec ceux des anciens «B». C'est l'exemple



Saam Golshani,
associé, Orrick Rambaud Martel

«Contrairement à certains fonds de private equity, les fonds alternatifs n'arrivent pas avec leur propre management. Ils rentrent par la dette et ont donc un dialogue avec le management existant.»

Marc Santoni : N'oublions pas que la plupart des managers ne sont pas présents depuis longtemps dans l'entreprise. La restructuration du management a souvent déjà été faite. Par ailleurs, dans un schéma consensuel, aucun praticien ne conseillera au fonds entrant d'évincer le management immédiatement, car c'est lui qui dépose une requête au tribunal de commerce pour faire accepter le deal. Si les fonds constatent une défaillance managériale, ils la traiteront un peu plus tard car ils ont besoin du management en place au démarrage.

parfait du dysfonctionnement extrême lié à l'approche des élections. Chaque syndicat avait besoin de prouver à ses électeurs qu'il les défendait mieux que les autres. La société a fini par être liquidée. Quand il y a un syndicat cohérent, c'est beaucoup plus rationnel.

Saam Golshani : Contrairement à certains fonds de private equity, les fonds alternatifs n'arrivent pas avec leur propre management. Ils rentrent par la dette et ont donc un dialogue avec le management existant. En termes d'acceptabilité sociale, c'est au management qu'incombe la tâche d'expliquer le changement d'actionnaire. En revanche, sur le long terme, ces fonds peuvent procéder à des changements. Nous l'avons vu sur le dossier de la Saur où les nouveaux entrants – BNP, Natixis, RBS mais aussi un certain nombre de fonds – ont collectivement participé à un changement de management.

Marc Santoni : Les cas Vivarte et Terreal peuvent également être cités.

Joanna Gumpelson : Certes, mais ces changements n'interviennent pas systématiquement. Pour Terreal, c'est arrivé au bout de deux ans. Pour JOA, il n'y a pas eu de changement de management.

David Chijner : Dans ce genre de schéma, le fonds fait souvent un deal avec le management qui le présente aux IRP, et 24 heures ou 48 heures plus tard, les IRP l'alertent sur l'incompétence de tel ou tel manager et offrent leur soutien en échange de l'éviction de ces managers. Il faut alors leur expliquer que les managers sont essentiels pour la première phase de la prise de contrôle mais que les fonds regarderont de près si l'incompétence est avérée et prendront des décisions qui s'imposent.

Marc Santoni : L'une des difficultés vient du fait qu'un management package a été renégocié avec les managers en place lors de l'entrée du fonds. Le fonds est alors dans une position délicate car s'il n'a pas d'affinité avec le management, il doit négocier un package avec des sorties potentiellement rapides. C'est à l'occasion de ces discussions qu'on se rend compte de la pérennité ou non du management. C'est l'exercice le plus difficile pour ces fonds alternatifs. Il arrive toutefois dans de rares dossiers que le fonds négocie uniquement l'accompagnement et le départ du management. La gouvernance dans les lender-led est essentielle. Plusieurs dossiers ont échoué du fait de ces lacunes. ■

Propos recueillis par Ondine Delaunay
et Florent Le Quintrec