

QUAND LA VALORISATION DEVIENT UN FACTEUR IMPORTANT DE LA RESTRUCTURATION FINANCIÈRE

par Philippe Héry et Matthieu Bullion, Associés, Oderis Consulting



Philippe Héry



Matthieu Bullion

Les 30 dernières années ont vu se succéder plusieurs périodes de crise, quelle que soit leur origine, dont plus récemment la crise financière de 2008 et la crise sanitaire du Covid en 2020, qui ont pour caractéristiques communes leur soudaineté et leur violence.

Pour accompagner les entreprises fragilisées par ces crises, des acteurs spécialisés de plus en plus nombreux (mandataires, avocats, conseils financiers, CIRI, repreneurs spécialisés, ...) ont contribué à la professionnalisation du métier du restructuring, les créanciers (notamment les banquiers) s'étant même dotés d'équipes dédiées au traitement de ces dossiers.

Cette dynamique s'est également accompagnée d'une évolution de l'approche des créanciers concernés par les mesures de restructuration. Auparavant, l'objectif était avant tout de mettre en évidence la capacité de génération progressive de cash par l'entreprise, post retournement, afin d'adapter en conséquence le service de la dette et de le réaménager dans le temps. Désormais, face à l'alourdissement de la dette des entreprises françaises (notamment depuis 2020 compte tenu des aides massives consenties pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire), la question se pose également de savoir quelle est la valeur de l'entreprise au regard de son niveau d'endettement, et no-

tamment d'identifier si la valeur de marché des actifs s'avère supérieure à l'ensemble des dettes financières.

En parallèle de ce constat, le législateur a progressivement fait évoluer la loi sur les entreprises en difficulté, la dernière réforme en date consacrant l'exercice de valorisation qui sera, plus que jamais, au centre des processus de restructuration financière à venir.

La réforme résultant de l'ordonnance du 15 septembre 2021

S'inscrivant dans le contexte de la directive « Restructuration et Insolvabilité », cette réforme vise notamment à harmoniser le traitement des difficultés au niveau européen. Elle devrait se traduire par une évolution des restructurations financières en favorisant un ré-équilibre entre les droits du débiteur (qui conserve cependant son rôle central), de ses actionnaires, et ceux des créanciers.

Par cette réforme, dans le cadre des procédures collectives, les comités de créanciers (regroupant les créanciers par catégorie) sont désormais remplacés par des « *classes de parties affectées* » (affectation sur la base d'une notion de risques comparables et disposant d'intérêts similaires).

Dans ce cadre, l'exercice de valorisation de l'entreprise devient central pour l'élaboration du plan de retournement, car il doit notamment permettre (i) d'identifier les créanciers dits « dans la monnaie », dont le pouvoir est renforcé, et (ii) via le concept du « *best interest of creditors test* », de démontrer que le plan proposé ne dégrade le traitement d'aucun créancier par rapport au scénario sans mise en œuvre du plan.

La capacité de l'entreprise à pouvoir assumer le service de la dette ne peut dès lors plus être le seul prisme d'analyse du plan de retournement, et cette condition doit désormais s'accompagner d'une analyse précise des conséquences de ce plan pour chaque classe de partie affectée, ainsi que des conséquences d'une absence de mise en œuvre du plan pour ces mêmes parties affectées.

Ces conséquences doivent ainsi être appréciées à l'aune de la valeur que retirerait chaque classe de partie affectée en cas de réalisation du plan de retournement, et en cas d'absence de mise en œuvre de ce dernier. Elles suggèrent donc de procéder à l'estimation de la valeur de marché des actifs dans deux contextes bien différents, l'un faisant appel à la notion de « continuité d'exploitation », l'autre suggérant au contraire une probable cession, en un ou plusieurs blocs, des différents actifs de la société.

L'approche de valorisation dans un contexte de sous-performance

La valorisation des actifs de la société dans une hypothèse de continuité d'exploitation peut s'appuyer sur les méthodes d'évaluation traditionnelles, notamment la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode des multiples sectoriels. La première méthode reste généralement privilégiée dans les contextes de retournement, car la seconde suggérerait de pouvoir identifier sur le marché des sociétés cotées comparables présentant le même profil de croissance et de risque que la société objet de l'évaluation, ce qui peut s'avérer complexe. Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés, une attention particulière devra néanmoins être portée (i) au taux d'actualisation, qui peut être différent du taux qui serait appliqué à la même société en situation *in bonis*, et (ii) aux hypothèses sous-tendant le plan de retournement, ces hypothèses devant faire l'objet de plusieurs analyses de sensibilité. Dans ce cadre, les travaux d'évaluation seront d'autant plus pertinents qu'ils pourront s'appuyer sur les analyses issues d'une Independent Business Review du plan d'affaires de la société, et sur les scénarii alternatifs construits par des experts financiers en restructuring.

En l'absence de mise en œuvre du plan de retournement, l'hypothèse fondamentale de « continuité d'exploitation » n'est plus forcément remplie, et la valorisation des actifs doit dès lors intégrer un contexte particulier qui oblige à s'interroger sur les méthodes à utiliser. Ce contexte n'exclut pas nécessairement les deux méthodes traditionnelles rappelées précédemment ; il suggère en revanche de les adapter afin de tenir compte des conditions particulières dans lesquelles se trouverait la société en l'absence de mise en œuvre du plan présenté au Tribunal. Dans ce cas, une valorisation globale de la société pourrait en effet s'avérer inappropriée, l'issue la plus probable d'une absence de mise en œuvre du plan étant une liquidation de la société et/ou une cession isolée de ses différents actifs. Ce contexte de liquidation et/ou de « vente forcée » a nécessairement un impact majeur sur la valeur des actifs, qui pourra être appréhendé soit au travers de l'utilisation de paramètres spécifiques (primes sur le taux d'actualisation, décotes sur les multiples, appréciation des coûts de détournement, etc.), soit via la mise en œuvre d'approches alternatives (méthode par l'actif net comptable par exemple, voire méthodes par les surprofits ou par les redevances en cas d'évaluation d'actifs incorporels spécifiques).

Enfin, quel que soit le contexte dans lequel l'évaluation de la société et de ses actifs serait réalisée (continuité d'exploitation ou cession forcée), une attention particulière doit être portée sur la structure de la dette. En effet, l'esti-

mation de la valeur de marché des actifs n'est qu'un préalable à la détermination de la valeur revenant *in fine* à chaque classe de partie affectée, dans chacun des deux scénarii envisagés. Cette valeur dépendra des nouveaux ordres de priorité (« *waterfall* ») tels que prévus par la mise en œuvre du plan, ou, à défaut d'acceptation du plan, des ordres de priorité prévalant avant la restructuration de la dette. Là encore, une bonne coordination entre les différents conseils (conseils juridiques, conseils financiers en restructuring, conseils en évaluation) apparaît nécessaire afin de pouvoir présenter au Tribunal une vision claire des enjeux relatifs au plan proposé.

Les évolutions récentes traduisent ainsi la nécessité d'un traitement plus global des situations de crise, où l'exercice de valorisation devient prépondérant et complémentaire aux travaux d'analyse financière indépendante du plan de retournement. Ce cadre d'analyse élargi se développe également dans les contextes de mesures préventives (mandat ad hoc et conciliation), quand bien même ces dernières ne sont pas concernées par la notion de « *classes de parties affectées* », ces procédures devant rester le cadre privilégié de discussions entre créanciers, notamment pour éviter les contentieux massifs pouvant résulter de la réforme.