



## « L'enjeu de la valorisation des actifs dans les opérations de cession de retournement »



13 mars 2018

## PRÉAMBULE

---

Ce Livre Blanc est issu des échanges qui ont eu lieu le 13 mars 2018 à l'Université Paris-Dauphine entre différents experts à l'occasion de la table-ronde intitulée « *L'enjeu de la valorisation des actifs dans les opérations de cession et de retournement* ».

Cette table ronde s'est inscrite dans le cadre de la House of Finance de l'Université de Paris-Dauphine, inaugurée par l'Université Paris-Dauphine pour soutenir les objectifs du Comité Place de Paris 2020 afin de remettre la Finance au service de l'économie réelle. Elle était également co-organisée par le Master 122 de Droit Approfondi de l'Entreprise et le cabinet d'avocats Aston. Elle a réuni quelques 250 participants parmi lesquels : avocats, conseils en *restructuring*, banques d'affaires, administrateurs judiciaires, mandataires judiciaires et autres acteurs du *restructuring* ainsi que des étudiants en droit.

Cette table-ronde avait pour but de :

- Décrire les différents processus de valorisation des actifs d'une entreprise dans les opérations de retournement ;
- Apporter des précisions sur les enjeux juridiques, comptables et financiers du sujet ;
- Donner des illustrations sectorielles et partager des retours d'expérience ;
- Apporter un éclairage économique et financier des méthodes de valorisation comme outil de retournement maîtrisé des entreprises ;
- Aborder les aspects pratiques de la valorisation d'actifs au sein d'entreprises en difficulté, et en particulier, adopter la vision des acteurs de celle-ci ;
- Comprendre la stratégie des fonds d'investissement de retournement dans la valorisation des actifs d'une entreprise ;
- Apporter un éclairage général sur les types de valorisation d'actifs et la nécessité d'évaluer justement ceux-ci.

## SOMMAIRE

---

- **QUELQUES RAPPELS**
  - **PROPOS INTRODUCTIFS**
  - 1** LA TEMPORALITÉ DANS LES OPÉRATIONS DE CESSION : INDICE D'IDENTIFICATION DES MÉTHODES DE VALORISATION DES ACTIFS
  - 2** LE DIAGNOSTIC ÉCONOMIQUE, FINANCIER ET STRATÉGIQUE DE L'ENTREPRISE : UNE ÉTAPE PRÉALABLE INDISPENSABLE À TOUTE VALORISATION D'ACTIFS
  - 3** LA CONFIDENTIALITÉ OU LA MAXIMISATION DES ACTIFS
  - 4** ILLUSTRATIONS PRATIQUES DES PROPOS ET QUESTION DU GOODWILL HUMAIN
  - 5** LA VALORISATION DES ACTIFS DANS UN CADRE AMIABLE ET JUDICIAIRE
  - 6** LA VISION DE LA VALORISATION DES ACTIFS DE L'ENTREPRISE DU POINT DE VUE D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT
  - 7** LA VISION DE LA VALORISATION DES ACTIFS DE L'ENTREPRISE DU POINT DE VUE D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT
  - **GROUPE DE TRAVAIL**
-

## QUELQUES RAPPELS

---

- ▶ Les opérations de retournement en situation de pre-distress et de distress correspondent toutes les deux à des opérations de cession ou d'acquisition en situation de difficulté. Toutefois, il est fondamental de distinguer les situations de pre-distress et de distress afin de mieux appréhender les différents types de valorisation propres à celles-ci. Si l'entreprise en situation de pre-distress n'est pas encore en cessation des paiements, elle l'est en situation de distress. L'article L. 631-1 du code de commerce rappelle par ailleurs que l'entreprise est en cessation des paiements lorsque le débiteur est « dans l'impossibilité de faire face au passif exigible avec son actif disponible ».
- ▶ Il conviendra de rappeler ce qu'est une opération à prix de cession négatif : elle consiste à dévaluer la valeur intrinsèque de l'entreprise (visant à être cédée) en contrepartie du risque qui va être supporté par le repreneur. Ce dernier se présentera alors sur l'opération avec un prix de cession à 1 euro symbolique. L'objectif est donc de limiter le risque que peut prendre un cessionnaire dans le cadre du rachat d'un actif dangereux.
- ▶ Ce livre fera, de temps à autre, mention du mécanisme du prepack cession. C'est un mécanisme permettant d'organiser en amont un projet de cession totale ou partielle d'une entreprise, afin de pallier les difficultés d'une cession réalisée lors d'une procédure collective. Il résulte de l'ordonnance du 12 mars 2014 (entrée en vigueur le 1er juillet 2014) visant à la simplification et à la sécurisation de la vie des entreprises.

## PROPOS INTRODUCTIFS



### **M. Le Professeur François Pasqualini**

Professeur à l'Université Paris-Dauphine – PSL Université de recherche  
Directeur du Master 122 du droit approfondi de l'entreprise

*Introduction universitaire-juridique du sujet de la conférence.  
Précisions sur la place de la valeur, la valorisation et l'évaluation au sein de la sphère juridique.*

La valeur désigne ce que vaut une chose en fonction de son utilité et traduit la qualité relative des choses en vertu de laquelle on obtient, en échange de l'une, une plus ou moins grande quantité d'une autre. Elle se distingue ainsi du prix qui n'est qu'une expression instantanée, placée sous le sceau de la liberté contractuelle. De plus, si la valorisation cherche à améliorer la valeur d'une chose afin d'en tirer des revenus ou des richesses supplémentaires (par exemple, en maximisant son prix), l'évaluation, quant à elle, consiste à apprécier ou estimer une valeur.

La valeur est, de facto, bien connue du monde juridique et le juriste est souvent confronté à la question de l'évaluation. En effet, lorsque le fait générateur d'une obligation est ancien, l'évaluation doit-elle être historique ou peut-elle être contemporaine de son exécution ? Le droit français a longtemps été présenté comme dominé par la règle du nominalisme monétaire, comme en témoigne l'article 1895 du Code civil aux termes duquel « L'obligation qui résulte d'un prêt en argent n'est toujours que la somme énoncée au contrat ». Ainsi, il semblerait, prima facie, que le droit français soit attaché à une évaluation historique du fait générateur de l'obligation.

Toutefois, ériger le nominalisme monétaire en tant que règle de droit ne semble ni correspondre au dernier positionnement de la Cour de Cassation sur la question, ni être en ligne avec la consécration doctrinale du principe de dette de valeur. En effet, dans un arrêt de 2005, la Cour de Cassation vient finalement nier le caractère d'ordre public du nominalisme monétaire. D'autre part, l'on observe de la part des tribunaux une volonté d'apprécier le montant des dommages et intérêts alloués en réparation d'un préjudice au jour du jugement définitif et non à la date à laquelle le dommage est survenu, aussi bien sur le terrain délictuel que contractuel. Le mécanisme des dettes de valeur semble ainsi être devenu la solution commune lorsqu'il s'agit de calculer une

indemnité fondée sur l'enrichissement injuste ou indu.

Le Code civil s'est aussi enrichi de prescriptions qui ont battu en brèche le principe de nominalisme monétaire en matière d'accession immobilière, mobilière ou de construction avec les matériaux d'autrui. L'évolution s'est également vérifiée en droit des régimes matrimoniaux ainsi qu'en droit des successions.

La question de la détermination de la valeur se retrouve aussi à travers les dispositifs de l'article 1843-3 du Code civil, qui consiste à faire déterminer, en cas de contestation, la valeur des droits sociaux dont la cession est envisagée. Cependant, cet article évolue dans une logique non pas d'indemnisation (comme le principe de dette de valeur), mais dans une logique de fixation d'un prix en vue de rendre possible une transaction bloquée par le désaccord des parties sur l'évaluation de l'objet de la cession. Cette méthode de détermination de prix par un tiers est aussi présente à l'article 1592 du Code civil dans le droit de la vente.

Parallèlement, la comptabilité a connu des évolutions notables relatives à la valorisation d'actifs. Le principe du coût historique se trouve désormais concurrencé par la méthode de réévaluation des actifs, faisant place à des outils de réajustement de valeur des actifs comme les amortissements ou les provisions. Par ailleurs, ce changement de paradigme est marqué depuis 2002 par l'introduction du principe de « fair value » posé par les règles comptables internationales et européennes.

Ces multiples approches de la valeur traduisent sa relativité mais répondent-elles aux besoins des opérations de retournement alors qu'il a été nulle part question de distinguer la situation des débiteurs in bonis et celle des débiteurs à l'encontre desquels, ou au bénéfice desquels, une procédure collective a été ouverte ?





# 1 LA TEMPORALITÉ DANS LES OPÉRATIONS DE CESSION : INDICE D'IDENTIFICATION DES MÉTHODES DE VALORISATION DES ACTIFS



## Me Numa Rengot

Avocat Associé & Head of Restructuring – Aston Avocats

*Explications sur la corrélation entre la temporalité de l'opération de cession/retournement et la valorisation des actifs de l'entreprise*

La temporalité des opérations de cession et de retournement est essentielle puisqu'elle détermine la manière dont la valorisation des actifs de la société sera effectuée. La valorisation retenue ne sera donc pas la même en fonction de si la société se trouve en situation de *pré-distress* ou en situation de *distress*.

### La valorisation des actifs dans les opérations de pré-distress

Dans le cadre des opérations de *pré-distress*, l'on est souvent confronté à une défaillance d'actifs et de participation. L'opération de cession à prix négatif illustre parfaitement cette logique de valorisation. Elle consiste à dévaluer la valeur intrinsèque de l'entreprise en contrepartie du risque supporté par le repreneur. On comprend donc que le cédant, lors d'une opération de cession de ce type, confie au cessionnaire la responsabilité du retournement. Le prix d'acquisition de la cible devient alors le coût du risque de l'opération. Le cessionnaire optera alors pour une offre à l'*euro symbolique* dans le cadre de la reprise de l'entreprise. L'exemple du fonds de commerce illustre parfaitement ces propos. En effet, un fonds de commerce faisant partie de l'actif de la société cible sera d'abord dévalorisé avant qu'on y ajoute des variables de correction de valeur telles que la rentabilité du fonds de commerce ou les enjeux sociaux liés à l'opération. Le cédant, lui, se concentrera sur la maximisation de l'opération de recapitalisation, tout en y apportant le minimum de garanties possibles. Ce type d'opération est particulièrement facilité par le *prepack cession* introduit par l'ordonnance du 12 mars 2014.

### La valorisation des actifs dans les opérations de distress

La valorisation des actifs dans les opérations de distress est tout à fait différente de celle opérée en situation de *pré-distress*. En effet, le calendrier des procédures collectives attaché à la procédure judiciaire tend à compromettre la valorisation des actifs d'une société. Les acteurs de l'opération se concentrent ainsi d'avantage sur la faisabilité du projet plutôt que sur la valorisation de l'entreprise.

La valorisation des actifs n'est, cependant, pas complètement écartée. Plusieurs facteurs seront pris en compte afin de déterminer un prix de cession. L'on retiendra principalement la prise en compte (consistant à identifier des valeurs indicatives des actifs constituant la société), le montant du passif inscrit par les créanciers de la procédure, le montant du coût social et les besoins de liquidité nécessaires à la reprise. L'article L. 642-5 du Code de commerce, applicable aux procédures de liquidation judiciaire, pousse le repreneur à maximiser le périmètre social et les garanties qu'il peut apporter afin d'assurer la pérennité du projet de reprise. Il s'agit donc d'un nouveau paramètre qui viendra influencer la valorisation des actifs d'une société.

### Inclusion de la responsabilité sociétale dans la phase de valorisation ?

Une question persiste : ne pourrait-on pas considérer la responsabilité sociétale comme un facteur de reprise d'une société ? L'article L. 642-5 du Code de commerce invitant le cessionnaire à maximiser dans son offre le périmètre social, il serait intéressant de voir ce même article évoluer et incluant une politique de responsabilité sociétale dans le cadre de reprise des entreprises.



## 2 LE DIAGNOSTIC ÉCONOMIQUE, FINANCIER ET STRATÉGIQUE DE L'ENTREPRISE : UNE ÉTAPE PRÉALABLE INDISPENSABLE À TOUTE VALORISATION D'ACTIFS



**Mme Joëlle Lasry-Sitbon**

Associée de la société Lasry Finance

*Exposition des différents types d'évaluations financières dans un contexte de retournement ; adaptations des méthodes d'évaluation classiques pour les entreprises en difficulté*

L'évaluation financière, bien qu'elle utilise des techniques pouvant paraître comme scientifiques, ne peut être considérée comme une science exacte. Ce constat est d'autant plus probant lorsqu'elle intervient au sein d'entreprises en difficulté. En effet, l'évaluation financière menée différera en fonction de la nature des difficultés de la société et selon la probabilité qu'un redressement se matérialise ou non au sein de l'entreprise. A des fins de schématisation, il convient d'opérer la distinction suivante : les entreprises dont le redressement est sérieusement envisagé et celles dont le redressement est compromis ou irrémédiablement compromis.

### Les étapes de l'évaluation des titres d'une société

L'évaluation d'une entreprise se fait généralement en deux étapes. La première étape consiste à déterminer la valeur d'activité de l'entreprise (aussi appelée valeur d'activité). Cette première valeur peut être définie indépendamment de la structure d'endettement de la société. Ainsi, toutes les méthodes classiques d'évaluation (voir infra) peuvent, en théorie, être utilisées. Pour obtenir la valeur des titres de la société, il faudra déduire de cette valeur d'activité le montant de la dette de la société. Bien entendu, si la dette de la société est plus élevée que celle de l'entreprise, les titres arboreront une valeur négative ou égale à zéro.

### Les entreprises dont le redressement est sérieusement envisagé

Face à une société dont le redressement est sérieusement envisagé, rien n'interdit d'utiliser les

méthodes classiques d'évaluation des sociétés (méthodes analogiques ou méthode de « discounted cash-flow ») sous réserve d'adaptations. Ces adaptations sont essentielles pour palier deux types de difficultés attachées à ce type d'évaluation.

La première concerne l'effet de levier : lorsque le montant de la dette est trop élevé, la volatilité de la valeur des titres augmente exponentiellement. Ainsi, les valeurs obtenues par la mise en œuvre des méthodes classiques sont assez peu robustes, la valeur des titres pouvant évoluer très sensiblement même avec de faibles variations des paramètres financiers ou des données opérationnelles.

De plus, les méthodes d'évaluation classiques restent plus difficiles à mettre en œuvre pour ce type d'entreprise. L'on n'appréciera pas de la même manière le business plan d'une entreprise en retournement que celui d'une entreprise en rythme de croisière. De même, la question de la détermination du taux d'actualisation pose une véritable difficulté (influence du TRI sur le taux d'actualisation, ajout d'une prime de risque). Enfin, il faudra tenir compte des déficits reportables et des coûts de restructuration de l'entreprise cible.

### Les entreprises dont le redressement est incertain/compromis ou irrémédiablement compromis

Face à une société dont le redressement est incertain, une évaluation des actifs par des approches spécifiques comme les approches optionnelles peuvent être utilisées. L'actif financier s'analyse alors comme une option. Enfin, face à une société dont le redressement est irrémédiablement compromis, une approche liquidative sera la seule option pour évaluer les actifs.



### 3 LA CONFIDENTIALITÉ OU LA MAXIMISATION DE LA VALORISATION DES ACTIFS



**M. Daniel Ramakichenane**  
Associé de la société Wingate

« Plus le mur de trésorerie de la société cible est important, moins les acteurs disposent de temps pour déterminer au mieux la valeur des actifs de l'entreprise » ; avantages des procédures amiables

La temporalité reste l'un des paramètres fondamentaux influençant la valorisation des actifs d'une entreprise en difficulté. Il va sans dire que, si l'on dispose de plusieurs mois pour conduire le processus de valorisation, l'offre de cession sera de meilleure qualité. Néanmoins, la temporalité n'est pas le seul paramètre qui influe le processus de valorisation.

#### Le caractère confidentiel des procédures amiables

Les procédures amiables permettent de maximiser la valeur de l'entreprise car elles sont conduites sous une stricte confidentialité. En effet, à partir du moment où le nombre de parties en présence est limité, les problématiques seront uniquement exposées au sein de ce cercle fermé, favorisant ainsi l'issue favorable de chaque entreprise. Le mandataire ad'hoc ou conciliateur devient alors un acteur clé de la valorisation d'actifs. D'une part, il assure une certaine pérennité de l'entreprise en négociant des délais de paiement avec les créanciers. D'autre part, il s'assure de la confidentialité de ces échanges afin que les investisseurs intéressés prennent en compte ce nouvel « horizon de trésorerie » pour négocier au mieux leur investissement.

De plus, la procédure amiable pose un environnement idéal pour déterminer les bases du retournement de la société et identifier les acteurs qui pourront la recapitaliser, généralement des fonds spécialisés ou des opérateurs du secteur. Ces acteurs seront choisis en fonction de leur capacité de prise de décision et sur leurs connaissances du secteur dans lequel l'entreprise opère

en complément de ces procédures amiables, le droit vient nous aider. Il orchestre les procédures amiables et facilite le processus d'acquisition et la valorisation, notamment à travers le *prepack cession* qui permet au repreneur de limiter l'impact des passifs (par exemple : le fonds de commerce). Enfin, dans ces procédures, les durées sont fixées de manière légale (conciliation ne peut pas durer plus de 5 mois), ce qui pousse les candidats investisseurs à prendre une décision rapidement.

#### L'absence de confidentialité des procédures collectives

Dans le cadre des procédures collectives, le marché est au courant des problèmes économiques et financiers qui frappent l'entreprise et son activité. De ce fait, les difficultés opérationnelles inhérentes et les tensions de trésorerie aboutissent à une dévalorisation encore plus importante de l'actif.

Enfin, on peut rajouter que la valeur, au sein des procédures collectives, est toujours influencée par un triptyque bien connu : la pérennité de l'ensemble repris, le sort des salariés et le désintéressement des créanciers.





## 4 ILLUSTRATIONS PRATIQUES DES PROPOS PRÉCITÉS ET QUESTION DU GOODWILL HUMAIN



**M. Michel Rességuier**

Managing Partner de Prospères

*Aspects pratiques de la valorisation d'actifs au sein d'entreprises en difficulté ; illustrations de la valorisation du goodwill humain*

La société *Prospères* dirige des entreprises confrontées à un modèle économique faiblissant. En endossant ce rôle, nous nous devons en cas de reprise partielle d'actifs, d'une part, d'aider les repreneurs à réussir leur reprise et d'autre part, de faire en sorte que les créanciers et les actionnaires soient respectés. Nous nous trouvons donc au centre de deux intérêts plus ou moins divergents qui devront converger afin d'opérer au mieux le retournement de l'entreprise et ainsi de la pérenniser.

### La valeur liquidative des stocks d'une entreprise en difficulté

Il existe de véritables enjeux concernant la fixation de la valeur des actifs d'une entreprise en cession judiciaire. Cette question est parfaitement illustrée à travers l'exemple de la société *Tati*. En l'espèce, l'entreprise disposait de deux séries d'actifs majeurs : des baux commerciaux et un stock de produits destinés aux clients, répartis entre les entrepôts et 145 magasins. Si la société devait être liquidée sans repreneur, ce qui ne fut heureusement pas le cas de *Tati*, le stock eut été vendu par un commissaire-priseur à un prix extrêmement faible et qui n'aurait reflété ni sa valeur d'achat (parfois à 5% de sa valeur d'achat), ni son évaluation par un expert judiciaire. La valeur d'un actif ne pourra donc être optimisée que par l'intervention d'un repreneur des activités de la société. La valeur des actifs de la société est liée aux perspectives de performance économique d'une reprise des activités par un repreneur potentiel.

### L'intérêt grandissant du goodwill humain dans la valorisation d'actifs

Les repreneurs apprécient de plus en plus le *goodwill humain* dans le processus de valorisation des entreprises, et particulièrement au sein des entreprises de *contracting*. En effet, ce type d'entreprises réalise en majorité des contrats à long-terme qui ne pourront être valorisés que si les équipes dédiées à leur réalisation ont les compétences nécessaires. Par exemple, dans le cas de la société de construction de bâtiments *TBI*, les différents composants du prix de cession ont été revus à la hausse grâce à des équipes extrêmement reconnues dans le milieu professionnel, dont la clientèle. Similairement, la société *Compin*, fabricant de sièges et d'aménagements intérieurs des voitures ferroviaires, a su mettre en valeur son capital humain qualifié. Bien entendu, l'actif humain n'a pu être valorisé que parce les sociétés concernées étaient titulaires de contrats valables pour plusieurs exercices.

Le *goodwill humain* peut aussi être valorisé par d'autres moyens. Dans le cadre des librairies *Chapitre*, le *goodwill humain* a été revalorisé par une formation obligatoire devant certifier leur niveau de culture générale.



## 5 LES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU POSTE CLIENT ET DU POSTE STOCKS



**M. André Le Tulzo**

Directeur commercial régional et Leader Restructuring – FactoFrance

*Tournant comptable du sujet de la conférence ; l'évaluation de l'actif circulant des entreprises*

L'actif circulant d'une entreprise est composé de deux postes comptables que sont le poste clients et les stocks. Ces postes sont souvent d'un poids conséquent au regard du total de bilan. Ils sont évalués et comptabilisés par des méthodes reconnues et admises. En réalité, les choses ne sont pas toujours aussi simples, d'où la nécessité d'observer dans le détail d'abord le poste clients puis les stocks.

### L'évaluation du poste clients

L'analyse d'un poste client conduit à répondre à deux questions : les clients sont-ils solvables et l'entreprise est-elle organisée correctement pour en assurer le recouvrement ?

Tout d'abord, il est nécessaire d'enquêter sur la solvabilité des clients puisque l'entreprise qui fournit va consentir le plus souvent (à son acheteur) une vente à crédit. Elle va donc disposer de créances dont l'exigibilité peut être fixée à plusieurs semaines (loi LME). Le délai moyen de règlement en 2016 était selon une étude *EULER HERMES* compris entre 65 et 70 jours. Ces clients doivent être capables de payer le moment convenu. Ensuite il faut s'interroger sur la capacité de l'entreprise à réaliser efficacement elle-même le recouvrement de ses créances. En effet, le non-recouvrement d'une créance se traduit par un impayé et affecte plus ou moins la santé financière du créancier.

Ensuite, il est primordial d'établir la proportion du montant des créances qui pourra être recouvrée par la société. Plusieurs outils sont à notre disposition pour affiner la valeur réelle du poste clients :

- ▶ Identifier le type de client de la société est clé car il permet d'évaluer le risque de sinistralité auquel la société pourrait être confronté. Ainsi, le risque supporté par une société créancière ne sera pas le même si l'on est face à une TPE, une PME, un grand compte ou une collectivité publique. La société procèdera alors à une hiérarchisation des familles de créancier avec lesquelles elle réalise ses ventes (l'objectif étant d'avoir le plus de clients à risque faible)
- ▶ Analyser s'il existe au sein du poste clients, une dilution récurrente (avoirs...) ou une concentration des créances sur un seul ou plusieurs débiteurs (loi de PARETO)
- ▶ D'autres facteurs sont à prendre en compte : la récurrence ou non de la clientèle, la nature des contrats passés, le traitement des litiges (organisation du SAV) ou bien encore la compensation possible des dettes (relations clients fournisseurs)

Puis, il convient d'examiner le processus de facturation de la société. En effet, la qualité de cette organisation est cruciale car elle aide à déterminer si l'entreprise maîtrise ou non la chaîne administrative qui la relie à ses clients (commande, livraison, paiement). Les factures devront par



ailleurs être analysées à l'aune des risques de fraude, de compensation et de sinistralité pouvant amoindrir la valeur faciale de l'actif de la société. En principe le factor, lors de la mise en place d'un contrat d'affacturage, scrute chacun de ces points avec beaucoup d'attention. C'est en fonction de ces considérations que les créances du poste clients à l'actif du bilan vaudront en équivalent cash plus ou moins une somme proche de leur valeur d'inscription (important si l'on se place dans une perspective de mobilisation du poste clients).

### L'évaluation du poste stocks

Pour rappel, le compte stocks est composé de cinq sous-ensembles : les matières premières, l'encours de production de biens, l'encours de production de services, les produits intermé-



diaires et finis, et enfin, les marchandises. Trois méthodes comptables permettent de déterminer le coût de revient de chaque produit : le CMUP (coût moyen unitaire pondéré), le FIFO (first in, first out) et le LIFO (last in, first out). Toutefois, la valeur réelle des stocks est beaucoup plus complexe et ne peut se résumer aux méthodes comptables précitées :

- ▶ Premièrement, il est capital de vérifier que le stock est bien la propriété de celui qui le détient, et qu'il n'est pas notamment grevé d'une clause de réserve de propriété
- ▶ De plus, le type de bien qui constitue le stock est une donnée centrale. En effet, lorsque l'on valorise des stocks, il sera par exemple difficile de valoriser valablement un actif ayant un caractère saisonnier. (ce qui se déprécie rapidement et facilement)
- ▶ Enfin, on ne manquera pas non plus de s'attarder sur la rotation du produit, ainsi que des possibilités de commercialisation du stock (une rotation courte sur produit est plutôt un gage de liquidité du stock)

Cette valorisation du stock est primordiale car elle dictera la possibilité pour des entreprises saines de solliciter avec succès des prêts bancaires sur la base de leur valeur (notamment, quand il s'agit de matières premières). En France d'une façon générale, la capacité à utiliser les stocks pour obtenir un crédit reste faible à l'inverse de la pratique constatée dans les pays anglo-saxons. La situation est encore bien plus compliquée pour une entreprise en difficultés. Il est simplement possible de dire que la question de la valorisation des stocks pour les entreprises en crise dépend du niveau de difficulté dans lequel elles se trouvent. A ma connaissance, une entreprise en procédure collective ne sera pas éligible à ce type de financement. A titre d'illustration, les stocks, en période de liquidation, restent des éléments bradés et qui ne sauraient être valablement valorisés.



## 6 LA VALORISATION DES ACTIFS DANS UN CADRE AMIABLE ET JUDICIAIRE



**M. Charles-Henri Carboni**

Administrateur judiciaire associé de l'étude BCM

« Plus la judiciarisation de cession d'actif est avancée, plus la distorsion entre la valeur théorique des actifs cédés est grande »

L'appréhension de l'actif est différente selon que l'on soit dans un cadre judiciaire ou non. Cette intervention sera donc structurée en deux parties : la valorisation des actifs dans le cadre des procédures amiables et la valorisation des actifs dans le cadre des procédures judiciaires.

### Valorisation dans le cadre des procédures amiables

Au sein du cadre amiable, il convient de dissocier la valorisation en vue d'une prise de contrôle totale ou majoritaire d'une société et la valorisation en vue d'une cession ou d'une aliénation.

#### ► La valorisation en vue d'une prise de contrôle majoritaire :

La valorisation des titres en période amiable a d'ores et déjà été exposée par M. Daniel Ramakichenane et Mme. Joëlle Larsy-Sitbon. On le rappelle, l'environnement de la procédure amiable rend la valorisation des actions et des parts sociales d'une entreprise plus favorable. Cette valorisation est proche des méthodes d'évaluation classiquement utilisées pour les entreprises financièrement stables. En revanche, l'on observe parallèlement le développement d'opérations à prix de cession négatif comme l'a rappelé Maître Rengot lors de son intervention.

#### ► La valorisation en vue d'une cession ou d'une aliénation :

Le cadre amiable est marqué par deux types de procédures, à savoir, le mandat ad hoc et la conciliation. Au sein de ces deux procédures, l'entreprise a pour objectif de prévenir de ses dif-

ficultés pour ne pas rentrer en procédure judiciaire. En d'autres termes, l'entreprise cherche à éviter coûte que coûte le dépôt de bilan. Un des leviers que l'entreprise dispose est la cession ou l'aliénation d'actifs qui permet de faire rentrer de la trésorerie, et dont une partie sera investie à des fins de restructuration. Dans cette situation, l'aliénation repose généralement sur le mécanisme de gage sur stocks. Or, il est important de rappeler qu'en cette période, les cessions ou aliénations peuvent se confronter aux contraintes de la période suspecte. Le Parquet pourrait ainsi intervenir et remettre en cause le prix de cession ou d'aliénation choisi, sous réserve d'une expertise.



### Valorisation dans le cadre des procédures judiciaires

Au sein du cadre judiciaire, il convient une nouvelle fois de dissocier deux types de situations : lorsque nous sommes face à un plan de redressement par voie de continuation et lorsque nous sommes face à un plan de cession.

#### ► Plan de redressement par voie de continuation :

On le rappelle, le plan de continuation consiste pour l'entreprise à payer sa dette sur une période de longue durée (par exemple, sur 10 ans). Les actifs de l'entreprise représentent ainsi le gage collectif des créanciers qu'il est nécessaire de protéger. Dans cette optique, l'on retrouve souvent des clauses d'inaliénabilité d'actifs dans les plans de continuation qui ont pour but de conserver la valeur de ces derniers au sein de la dite entreprise.

#### ► Plan de cession :

Les plans de cession, quant à eux, connaîtront une *dé-corrélation* totale entre la valeur théorique et le prix payé pour les actifs de l'entreprise qui sera, le plus souvent, contrebalancé par un *chantage social* organisé devant les tribunaux de commerce. Les coûts d'acquisition réels d'une entreprise en difficulté



## 7 LA VISION DE LA VALORISATION DES ACTIFS DE L'ENTREPRISE DU POINT DE VUE D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT



**M. Jean-Louis Grevet**  
Président de Perceva

« *Le prix c'est ce que vous payez, la valeur c'est ce que vous gagnez* »

### Les coûts d'acquisition réels d'une entreprise en difficulté

Le point de vue de Perceva sur le sujet ne peut être apprécié qu'à l'aune d'un exemple pratique. C'est la raison pour laquelle j'ai choisi de l'illustrer à travers la reprise de l'entreprise ADOVA.

Le prix d'acquisition qui est payé par les repreneurs dans le cadre d'un plan de cession ne correspond généralement pas à la réalité de l'opération. En effet, il convient de rappeler que la valorisation des actifs subit fortement le contrepoids de la nécessaire recapitalisation de la part des repreneurs. En l'espèce, le prix d'acquisition d'ADOVA était fixé à 2,2M d'euros, mais fut contrebalancé par l'investissement de dizaines de millions de fonds propres. Au final, c'est plus de 80M d'euros qui ont été investis pour acquérir et relancer l'activité de la société. De ce fait, la vraie valeur d'une entreprise ne peut être obtenue qu'en prenant des risques, en épaulant les dirigeants et surtout, en consacrant des fonds pour faire d'un redressement une réussite.

### La multiplicité des acteurs dans une opération de retournement

La multiplicité des actionnaires et leurs intérêts divergents ne contribuent pas à faciliter le retournement des entreprises. Il en va de même pour les créanciers qui peuvent être de différente nature. Ainsi, l'on retrouve un large pool d'acteurs incluant les actionnaires, les banques de long-terme (véritables partenaires financiers de l'entité), les créanciers de marché (porteurs obliga-

taires), les fonds de dette, les pourvoyeurs de new money, les traders de marché et le « monde des affairistes » en général. Face à ce grand nombre de protagonistes, la question de la valorisation des actifs peut se trouver délaissée : alors que certains d'entre eux souhaitent s'investir longuement pour relancer l'entreprise, d'autres ne chercheront véritablement qu'à réaliser un « bon coup financier » sur le court-terme. Le but est à mon sens de solliciter un actionnaire prêt à s'engager sur le long terme et à apporter de nouveaux capitaux, afin de maximiser les chances de réussite du retournement de l'entreprise.

### La philosophie de Perceva

Perceva se finance lui-même auprès d'investisseurs institutionnels en France et à l'étranger en levant des fonds tous les cinq ans. Il est dirigé et défini par une vraie philosophie qui lui permet de se démarquer des autres acteurs évoluant dans le même domaine :

- ▶ A la différence des fonds de dettes américains qui ont une logique financière de court terme, Perceva investit sur une logique de 5 à 10 ans au moins (vision de très long-terme)
- ▶ En tant qu'actionnaire majoritaire, Perceva s'engage à apporter de nouveaux capitaux pour que l'entreprise puisse concrètement repartir sur une base saine afin d'opérer son retournement
- ▶ Enfin, Perceva insiste sur deux points : éviter à tout prix de se faire rémunérer en dividendes pour ne pas dégrader les nouveaux fonds propres et traiter chaque dossier de manière in concreto

### Le besoin de new money

Une deuxième problématique à laquelle sont confrontées les opérations de retournement concerne le besoin de new money. En effet, il est compliqué de concilier le besoin de new money avec les intérêts divergents des acteurs de l'opération (les actionnaires existants, les créanciers, les dirigeants), ce qui peut parfois retarder l'émergence d'une solution de long-terme.



Livre Blanc réalisé et proposé par :

