



DBB



CHRISTOPHE REMON & Co
REVISEUR D'ENTREPRISES

La valeur en insolvabilité

Yves BRULARD Avocat associé DBB

Avocat à Bruxelles- Paris – Luxembourg- Mons - Charleroi,

Spécialiste reconnu Avocat.be entreprises en difficulté

Expert de la Commission européenne pour le règlement

chargé d'enseignement CEFIAD (FUCAM UCL)

Christophe REMON

Réviseur d'entreprise

chargé d'enseignement CEFIAD (FUCAM UCL)



+

Exemples

+ Prenons 4 exemples



Exemple 1

- Il s'agit d'une société qui est propriétaire et exploitante de 2 hôtels à destination des eurocrates et hommes d'affaires. Avant la crise, le chiffre d'affaires était de 3.300.000€ pour un taux d'occupation de 65% en progression pour probablement rapidement atteindre 75%. Les hôtels emploient 26 équivalents temps plein.
- L'actif est composé de 7.200.000€ en valeur de construction des hôtels ,de 400.000€ de compte interco et 120.000€ de créances sur des clients. Il y a une valeur limitée du mobilier.
- Son passif est essentiellement constitué d'une dette hypothécaire de 6.000.000€ à la banque, un compte courant associé (200.000€), de dettes fournisseurs en cours (30.000€) et une dette ONSS (150.000€), précompte (100.000€), fonds social (100.000€), un passif latent entre 0 et un million (litige construction) une réserve de propriété (5,000).
- Difficultés. Du jour au lendemain des Lockdown (Covid), plus aucun client. L'activité étant en effet tournée quasi uniquement vers le business. Les eurocrates se déplacent moins et travaillent à distance
- Le plan d'affaires dépend de la reprise complète des activités après la fin du Covid et l'absence d'impact trop grand d'attitude comportementaliste des clients (télétravail). Aucun coût fixe (les frais variables ont été arrêtés) ne peut être sérieusement diminué sous peine de perdre l'outil. Avec un taux d'occupation de 55%, l'activité est Break Even. Avec un taux de 75%, elle est très rentable.
- Le seul plan possible est de proposer de payer 20% sur 5 ans, la dette non bancaire (580.000€) et d'obtenir un moratoire ou un nouveau crédit à la banque.

Exemple 2

- la société est une moyenne entreprise qui appartient à un groupe qui, en consolidé, fait dépasser les seuils. Elle est un prestataire de service technique pour l'industrie sidérurgique et de l'énergie pour laquelle elle entretient, sur base de contrats fixes et de demandes ponctuelles les chaînes de production. Elle compte 70 ouvriers très spécialisés. Elle ne sait fonctionner qu'avec quelques clients. Elle a une position forte chez les clients par la connaissance détaillée des chaînes de production qui permet des interventions urgentes lors d'incidents pour éviter de ne pas bloquer la ligne sidérurgique longtemps.
- L'actif comprenait 1.600.000€ d'actifs circulants sur des clients tiers (facturés en partie), 50.000€ d'immobilisés, 100.000€ d'encours et 200.000€ de trésorerie et les fonds propres sont négatifs de 1.000.000€.
- Son passif est de l'ordre de 2.800.000€. Le passif est représenté par 91 créanciers. Le passif est constitué de 250.000€ d'ONSS, de 300.000€ de dette fiscale, de 50.000€ du fonds de sécurité d'existence pour les travailleurs, le factor de l'ordre de 750.000€. La provision pour pécule de vacances et dette sociale décalée dans le temps est de l'ordre de 250.000€. Une dette intragroupe de 53.000€ existe. Un leaser pour 50.000€. Quelques créanciers (une vingtaine) font moins de 1.000€. Moins de 10 créanciers font plus de 10.000€.
- Les difficultés de l'entreprise proviennent du contexte macro-économique affectant le secteur sidérurgique. Du fait de LIBERTY a été perdu une première créance de 650.000€, une dans ASCO de 650.000€. La perte de 1.300.000€ à l'actif a créé un fonds de roulement très négatif. Dans liberty elle n'a pas pu poursuivre l'activité avec le repreneur (perte de CA de 2.200.000€), de telle sorte qu'elle a dû trouver des clients de substitution dans un marché étroit. Elle a cependant réussi à augmenter son chiffre d'affaires chez d'anciens clients et sur deux nouveaux clients. Elle a retrouvé 1.500.000€ du CA perdu. La perte sur créance (1.300.000€) et la perte provisoire du chiffre d'affaires (2.500.000€) (récupérées quelques mois plus tard à hauteur d'1.500.000€), ont engendré un passif dette « anormal » pour une exploitation toujours bénéficiaire.

Exemple 3

- La société est holding animatrice et financière d'un groupe de 7 sociétés en Belgique, au Luxembourg et en France.
- La holding ne possède que les actions des filiales dont une immobilière (valeur nette des actions 600.000€).
- Passif. Dette financière pour 2.200.000€, 600.000€ d'ONSS et 500.000€ de fournisseurs.
- Difficultés. Quelques filles sont en détresse : d'une part, elles sont très endettées envers les tiers (5 millions d'€ aux financiers, 3 millions d'€ aux institutionnels et 2 millions d'€ aux fournisseurs). Le total en compte courant entre sociétés est de 8 millions d'€, ce qui entraîne la faillite du tout à défaut de solution pour chacune. Ces entités sont en perte et doivent être restructurées pour distribuer à nouveau des fees ou des dividendes utiles à payer la dette de la holding. Dans la holding, la difficulté est de maintenir le crédit des financiers, d'étaler la dette ou de l'abattre et de restructurer la capacité de payer la dette résiduaire (restructuration financière) après avoir opéré dans les filles une restructuration opérationnelle.
- Plan de redressement. Le redressement est passé par le redressement de chaque filiale. Ce redressement dans les filiales, s'il produit des résultats, servira d'abord à payer la dette des filiales. Le redressement de la holding ne peut donc provenir que d'une restructuration de la dette de la holding après avoir mis en place une restructuration des coûts pour les services rendus et facturés aux filiales.
- Actionnaires – droit sur le capital. Le créancier financier a des warrants, deux autres créanciers financiers un gage sur les actions de la holding, trois autres des créances qui demandaient une conversion en actions. Le capital de la société était jusqu'alors détenu par le seul fondateur.

Exemple 1

- Valeur en activité. Le débiteur note que la méthode sectorielle n'est pas très pertinente. Francis Lefebvre valorise au départ du chiffre d'affaires entre 160% et 320%.? La méthode «Revpar » (Revenue per available Room dite « hôtelière ») cherche la valeur au départ du loyer supportable par la structure : on fait le calcul (nombre de Chambres x prix moyen Chambre x taux d'occupation x taux d'efforts modernisation). Le débiteur soutient qu'elle n'est pas certaine du fait du Covid et de l'incertitude du taux d'occupation. Une autre méthode sectorielle est un prix à la Chambre (+- 140.000€ à 150.000€) sur base des caractéristiques techniques des Chambres. Q4 : votre opinion sur les méthodes sectorielles ? Pourquoi les retenir ? Pourquoi pas ? Le débiteur propose le calcul DCF. Le calcul dépend du taux d'occupation. Il est rendu complexe par le taux de la prime de risque. Il propose de déduire la prime de risque de l'analyse binomiale. Il l'a fait en l'espèce et aboutit à une prime de risque de 10%.
- Le test implicite de marché a donné des prix de marché de 16 ou 17.000.000€ de valeur d'entreprise (dont à déduire la dette), soit une prime de risque inférieure au risque déduit de la valeur binomiale.
- Cram-down. Q7 : imaginons que le banquier n'ait pas adopté le plan, dans la mesure où la valeur en activité dépasse la valeur du passif, que se passerait-t-il ?

Exemple 2

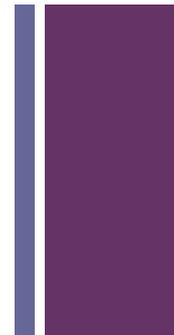
- Le vote en PRJ est acquis par un vote favorable de la classe factor, de la classe leaser, de la classe intragroupe, de la classe petits créanciers, de la classe des travailleurs, soit 5 sur 6, voire 4 sur 6.
- La valeur en activité. Le débiteur propose de déterminer la valeur sur un DCF à base de flux constants de 180.000€. Il prend le Bêta de 2020 de Damodaran de 1. Le débiteur fait un calcul sur la méthode des donneurs d'ordre puisque l'entreprise travaille très essentiellement pour des entreprises cotées en sous-traitance. Sur base de la notation des clients. Il a établi un tableau de proportionnalité du chiffre d'affaires. Reste à estimer la probabilité de risque du contrat par le donneur d'ordre. Dans le cas d'espèce, il est faible si on prend en compte la dépendance du client d'ailleurs matérialisée par la capacité de l'entreprise de remplacer le chiffre d'affaires perdu par un nouveau chiffre d'affaires. En outre, le client « perdu », s'il relance son activité, entend confier son chiffre d'affaires compte-tenu de sa dépendance technique. Sur base de cette approche, le débiteur retient une prime normale de 7% augmentée de 3,64% pour s'établir à 10,64%. La valeur à 10 ans est de 1.319.000€ et avec la valeur terminale de 2.946.000€. Les deux cumulés ne dépassent la valeur qu'avec une prime de détresse de 20% incompatible avec le redressement de l'entreprise et sa nature pendant la procédure.
- Cram-down. Le garanti peut demander l'application (classe factor et classe leaser) ?
- Viabilité. Elle semble se déduire de la position du marché prouvée par la capacité de remplacer rapidement un chiffre d'affaires perdu de 2.200.000€ par un nouveau chiffre de 1.500.000€ et par le fait que la perte n'est due qu'à des pertes exceptionnelles et importantes sur créance. Q9 : votre opinion ?

Exemple 3

- La valeur de la créance extraordinaire. Un réviseur de bonne signature a évalué l'entreprise value (EV) sur base d'un WACC à 25,83% (risk free rate -0,5 - market rate 6,01 - country 1,11 – Bêta 1,20 – small form 11,63 – détresse 10% dégradé par le coût de la dette) à soit un EV de 1.241.000€ et une valeur passant à 4.000.000€ (- dette + cash) si l'impact des réductions des dettes dans la PRJ pouvait être tenu pour réalisé dans la holding (effet patrimonial) Les créanciers concernés évaluaient cette valeur à un montant dépassant leur créance. Le tribunal les reconnu pour 900.000€. Ce faisant, le tribunal admit un WACC dans ce cas de 25,83% Le test de sensibilité a été fait.
- Valeur d'échange. Un rapport de réviseur de bonne signature évalue la valeur après abattement de l'entreprise et réussite du plan à 2.200.000€ si un contrat nouveau important n'était pas obtenu. Une valeur de 1.250€/action a été retenue. Le capital de 1.500.000€, représenté par 3000 actions anciennes, a été augmenté de 1.250.000€ à concurrence de 9800 actions nouvelles au prix de 1.250€/action. En 2014, le capital de 500.000€ (1000 actions) avait été augmenté de 1.000.000€ par distribution de 2000 actions sans valeur nominale.
- Valeur en activité. Le débiteur soutenait que la méthode des financeurs ou du VC devait être appliquée au départ de la valeur du rapport d'échange résultant de l'accord entre l'actionnaire fondateur et les créanciers convertissant leur créance ainsi que sur le nouveau financement (sur base du spread d'intérêt) Selon lui, par le fait de cet accord, la règle De Minimis n'exigeait pas de faire un calcul plus précis, la valeur calculée prima facie dépassant la dette financière et privilégiée. Q4 : votre commentaire ? La conversion a maintenu l'actionnaire ancien à hauteur de 75,37%, les nouveaux actionnaires recevant 24,62% pour 1.250.000€. La valeur retenue a été de +- 5.000.000€, soit une augmentation de valeur EV de +- 1.000.000€, soit un WACC autour de 20% au lieu de 25,83%. Q5 : est-ce contradictoire ?
- Financement. La viabilité supposait d'obtenir le refinancement d'une dette financière (gage sur action) en 60 mois avec maintien de gage et un apport de New Money de 500.000€ de chaque créancier.



Exemple 4 : Pierre & Vacances



- L'expert indépendant de l'AMF a travaillé sur une **analyse multicritère**.
- L'expert écarte les méthodes de l'actif net consolidé, de l'actif net réévalué, de l'actualisation des dividendes, de la valeur liquidative et retient le DCF, les multiples, les comparables, le cours corrigé en lien avec les objectifs de cours.
- Pour le DCF il retient un taux d'actualisation normatif de croissance à l'infini de 2%, un taux **d'actualisation de 10,26%** (prime sans risque 0.28%, prime marché 7.75%, bêta descendant de 1.29) pour aboutir à un montant de 2.10 par action.
- Le multiple **est de 12.6** en 2023 et celui des comparables pour 11.6 EBITDA.