

# LA FIDUCIE SE DÉPLOIE EN TEMPS DE CRISE

# T

technicolor, Rallye, Vivarte, Bourbon, tous ces dossiers présentent un point commun : ils s'appuient ou se sont appuyés sur une fiducie. Le groupe de services maritimes a ainsi eu recours à trois fiducies-sûretés pour sécuriser, en décembre dernier, son nouveau plan de redressement. « La fiducie est la reine des sûretés, en cela elle permet souvent de faciliter et d'accélérer la mise en place de financements ou de refinancements », affirme Stephan Catoire et Daniela Kotzeva, respectivement président et directrice générale d'Equitis. Créé en 2007, ce mécanisme est désormais bien

connu des professionnels du retournement. Il faut dire qu'il a pour lui un avantage considérable : sa résistance à la procédure collective. La propriété des actifs, placés en fiducie, est en effet transférée aux bénéficiaires de la fiducie, assurant à ces derniers d'en garder le contrôle même en cas de redressement ou liquidation judiciaires. « Un autre avantage de la fiducie est qu'elle peut porter sur des actifs de différentes natures (titres, immobilier, stocks, etc.). C'est un réel atout par rapport aux autres sûretés comme l'hypothèque, par exemple, dont l'emploi se limite aux biens immobiliers », relève Bruno Berger-Perin avocat et président de Fidal Fiducie. D'abord réservé aux très gros dossiers, ce « trust à la française » s'est peu à peu imposé sur un grand nombre de restructurations. « Les conseils maîtrisent aujourd'hui bien cet outil, et la baisse des coûts générée par l'arrivée de nouveaux acteurs fiduciaires sur le marché a permis de le démocratiser », souligne Lionel Spizzichino, associé chargé du restructuring chez Willkie Farr & Gallagher. Demander une fiducie est presque devenu un réflexe pour les prêteurs, en particulier pour les fonds de dette étrangers, qui peuvent percevoir la France comme un pays peu favorable aux créanciers. » En matière distressed, la fiducie est fréquemment employée pour sécuriser les créanciers qui apportent de la new money. « Elle sert

également à financer un PSE, comme pour la raffinerie Petroplus, ou à sécuriser le tribunal lors de la vente d'actifs dans le cadre d'un plan de cessions. Dans ce dernier cas, il s'agit souvent d'une vente de stocks à crédit, explique Marc Santoni, fondateur du cabinet d'avocats éponyme. Pour La Halle, par exemple, une fiducie a été mise en place sur près de 100 M€ de stocks, permettant de sécuriser le paiement du prix. »

## NETTE PERCÉE DANS L'IMMOBILIER

Mais si la fiducie s'est longtemps limitée aux entreprises en difficulté, elle est aujourd'hui employée dans des situations bien plus diverses. A titre d'illustration, les dossiers de restructuring ne représentent aujourd'hui que le tiers de l'activité du fiduciaire Equitis. « La fiducie s'est fortement développée pour des opérations de gestion ainsi que pour garantir des financements d'entreprises in bonis », souligne Stephan Catoire.

« Bien que son efficacité soit reconnue, la fiducie a longtemps été perçue comme difficile à manier et coûteuse à mettre en place, ajoute Julien Roux, avocat associé au sein d'Allen & Overy. Il y a aussi un impact psychologique, lié au transfert de propriété des actifs, qui freine certains dirigeants. De fait, la fiducie se trouvait pour l'essentiel cantonnée aux dossiers de restructuration. Mais depuis deux ou trois ans, elle se développe dans des dossiers de financement non "distressed" pour lesquels le créancier a fortement besoin de sécuriser sa position. » Si quelques LBO ont pu y recourir dans le passé, les exemples de buy-out demeurent rares en raison de l'abondance de liquidité sur ce marché. Les illustrations sont, en revanche, plus nombreuses dans le domaine de l'immobilier. « Les fonds de dette, souvent positionnés sur des opérations plus risquées, demandent fréquemment l'organisation d'une "double lux co", poursuit Julien Roux. Quand ce montage n'est pas possible, la fiducie s'impose. Ce fut notamment le cas pour le financement de l'acquisition de l'ensemble immobilier River Ouest (siège d'Atos) à Bezons. L'opération



“

Lorsqu'un montage à double luxco se révèle impossible, la fiducie s'impose.

Devenu courant lors des restructurations, « ce trust à la française » se développe peu à peu dans les opérations de financement.



devant faire l'objet d'une titrisation (CMBS), elle imposait un haut niveau de garantie.»

Cette garantie présente, en outre, l'avantage de la transparence fiscale. « Contrairement au lease-back, la fiducie opère un transfert de propriété mais sans être une vente. Il n'y a donc ni plus-value, ni taxation associée à celle-ci », souligne Bruno Berger-Perrin. En raison de son coût, extrêmement variable selon la valeur des actifs placés, leur complexité et l'étendue de la mission du fiduciaire, l'outil est généralement à réserver à des financements de plus de 5 M€. A titre indicatif, les frais pour un dossier de taille moyenne assez standard se situeraient dans une fourchette de 15 K€ à 40 K€, mais seraient bien plus élevés pour des financements plus importants ou des dossiers de restructuration complexes (ie, autour de 0,3 % du montant des actifs).

#### UN FUTUR RELAIS DU PGE ?

Par la sécurité qu'elle apporte, la fiducie pourrait aider les entreprises fragilisées par la crise à convaincre de nouveaux prêteurs. Une fonction assurée pour l'instant par l'Etat, via l'octroi des PGE. Mais cette garantie de poids, et bon marché, finira un jour par prendre fin et la fiducie pourrait, dans certains cas, prendre le relais... « Les entreprises auront encore besoin d'un financement pour assurer leur activité », relève Daniela Kotzeva. Or, certaines d'entre elles dont les capacités d'endettement ne répondent pas à toutes les exigences des banques pourront s'appuyer sur une fiducie pour faciliter l'obtention d'un financement. » Un constat déjà relevé par Lionel Spizzichino : « Nous nous heurtons actuellement pour certaines entreprises à des refus d'octroi d'un second PGE par les banques, celles-ci estimant que ces entreprises ne pourront faire face au poids de leur dette. Il faut alors se tourner vers des fonds de dette, évidemment plus coûteux, qui, dans les circonstances actuelles et à défaut de pouvoir être garantis par l'Etat, demandent de bénéficier d'actifs en fiducie. » Rassurer encore et toujours les prêteurs, telle est la principale fonction de cet outil. Mais la reine des sûretés est-elle aussi infaillible qu'elle veut le laisser croire ? Les spécialistes du retournement se souviennent des émois causés dans le dossier Camaïeu, lorsque les actionnaires du groupe de prêt-à-porter ont tenté de faire échec à la réalisa-

tion de la fiducie, avant qu'un accord ne soit finalement trouvé entre les parties. Au-delà de ce cas très particulier, ce mécanisme soulève quelques interrogations quant à sa mise en œuvre : les créanciers ont-ils facilement accès aux actifs placés en fiducie ? La réponse n'est pas toujours simple. « Lorsque les actifs placés en fiducie sont nécessaires à l'activité de l'entreprise, celle-ci en conserve généralement l'usage », explique Julien Roux. Si tel est le cas, l'entreprise continue d'en jouir et les actifs laissés à sa disposition – bien que sortis de son patrimoine – sont protégés durant la période d'observation et l'exécution du plan. De fait, les créanciers n'y ont pas accès et la réalisation de la fiducie se trouve temporairement paralysée. Ce point est une vraie source d'inquiétude pour les bénéficiaires, en particulier pour les fiducies sur titres, où il n'est pas toujours simple de déterminer ce qui relève, ou non, d'une mise à disposition. Ici encore, la pratique a évolué et des "best practices" se dessinent. »

#### APPRECIER LE CONTEXTE DE RÉALISATION DES SÛRETÉS

De plus, les actifs placés étant souvent essentiels au business, ils sont généralement réclamés en cas de reprise de l'entreprise par un tiers. « Le tribunal ne peut pas valider un plan de reprise si le repreneur n'a pas l'aval des bénéficiaires de la fiducie », insiste Marc Santoni. C'est donc auprès d'eux que le candidat négociera ce qui permet de placer les créanciers bénéficiaires d'une telle sûreté au centre des discussions. » S'initie alors un jeu de pouvoirs entre les uns et les autres, auquel s'ajoute parfois une forme de pression du tribunal, voire des collectivités publiques, afin qu'un accord soit trouvé et la casse sociale limitée. Enfin, le contexte de réalisation d'une fiducie-sûreté doit aussi être pris en compte. « Il n'est pas toujours simple en pratique de s'approprier les biens en fiducie dans un contexte de restructuration, surtout quand ces biens sont indispensables à une éventuelle reprise par un tiers en plan de cession », relève Lionel Spizzichino. Et lorsqu'il s'agit de titres, la question est de savoir si les créanciers ont la volonté et la capacité de reprendre l'entreprise. » En la matière, les fonds de dette ont eu l'occasion de prouver qu'ils ne craignent pas de prendre les clés. CORALIE BACH

#### Vers une simplification de la fiducie

**P**révue dans la loi Pacte, la réforme du droit des sûretés devrait aboutir fin mai avec la publication d'une ordonnance. La version préliminaire du texte ne laisse pas, a priori, entrevoir de bouleversement. « La fiducie devrait conserver sa suprématie et gagner en simplicité grâce à deux modifications », note Bruno Berger-Perrin. L'obligation de faire une estimation de la valeur de l'actif placé en fiducie, au moment de la constitution de cette dernière, devrait être supprimée. Une expertise reste cependant obligatoire préalablement à la réalisation de la fiducie, et donc à la vente des actifs. Toutefois, cette estimation sera désormais indicative. En l'absence d'offre au prix, le fiduciaire pourra plus facilement accepter une proposition inférieure.

