

Baudoin de Pimodan

A Madame Hélène Bourbouloux

Par courriel

Le 16 Août 2016

Chère Madame,

M' étant porté partie requérante , à titre personnel, dans la tierce opposition à la nomination de Monsieur Abitbol, c'est à ce même titre que je me permets de vous adresser ce courrier.

Tout d'abord je tiens à vous remercier du temps que vous avez bien voulu prendre pour cette conférence téléphonique, il y a maintenant dix jours. Cet échange téléphonique a permis de mieux comprendre , en ce qui me concerne, le pourquoi de cette présentation inattendue du plan de restructuration de la dette de Solocal.

Inattendue car suite à la question que m'avait posée le Président du tribunal de commerce de Nanterre, à savoir si nous étions favorable à la nomination d'un mandataire ad hoc, notre réponse avait été sans ambiguïté : oui si celui ci prenait le temps de l'observation et de la réflexion avant d'avaliser toute solution capitalistique sur la société ; la société pouvant , de l'aveu même de son Directeur général, se donner jusqu'à la fin de l'année 2016 pour finaliser un accord avec ses créanciers , sans que les équipes opérationnelles soient démotivées.

Votre nomination signifiait donc pour moi , comme pour les autres actionnaires parties prenantes à cette tierce opposition, que le plan élaboré par la gouvernance de Solocal et présenté comme tel à Monsieur Abitbol, serait au moins provisoirement mis de coté, et que, sous votre égide, une vraie discussion sur le fond puisse être entamée avec toutes les parties prenantes au pacte social de la société.

Vous n'êtes pas sans savoir en effet qu'il y a de vraies interrogations sur la communication financière de la société depuis près d'un an et qu'à tort ou à raison, il y a un soupçon généralisé et assez partagé non seulement par les actionnaires mais aussi par les observateurs extérieurs , d'une main mise organisée sur le capital de Solocal sans en avoir à en payer le vrai prix. Le management cite , dans son dernier communiqué, l'appui de ses principaux actionnaires : je n'en connais que deux qui détiennent plus de 5% du capital : le Fond tricolore d'Edmond de Rothschild et DNCA ; or lors d'une entrevue dans les bureaux de DNCA, les deux dirigeants présents nous ont eux mêmes dit , pour reprendre exactement leurs paroles : « nous nous sommes demandés si le management ne préparait pas un hold up sur la société » ; il est vrai que DNCA a laissé, par la suite, entendre qu'ils devaient arbitrer entre leur position d'actionnaires et leur position de créancier ; arbitrage susceptible d'ailleurs de poser la question de la légitimité de leur vote en Assemblée générale.

De notre échange téléphonique, j'ai retenu que le management de Solocal avait maintenu l'idée d'une urgence absolue à trouver un accord avec les créanciers et semblait vous en avoir convaincue.

C'est tout d'abord cette urgence que nous contestons formellement : la société est profitable, paie les intérêts financiers de sa dette (à des taux d'ailleurs beaucoup plus élevés que ceux du marché), acquitte un montant d'impôts significatif, et dégage un « free cash flow » annuel de l'ordre de 100 ME. Elle dispose en outre d'une trésorerie de 110 ME.

L'échéance du prêt bancaire de 750 ME est à mars 2018 et celle de l'obligation de 350 ME est à juin 2018. Vous aurez noté que la société, dans sa communication de juin dernier, indiquait que la nomination d'un mandataire ad hoc impliquait l'exigibilité immédiate de l'obligation de juin 2018 : communication pour le moins étonnante puisqu'il semblerait (information reçue de Monsieur Abitbol et confirmée ensuite par des juristes) qu'il n'en soit rien au regard du droit français, mais cohérente avec la communication anxieuse précédemment développée.

Un second point m'a interpellé lors de notre conférence téléphonique : celui de la valeur d'entreprise. Apparemment, les dirigeants de Solocal vous ont avancé que l'action n'avait quasiment plus aucune valeur puisque le montant total de la dette et (si j'ai bien entendu votre remarque ?) des intérêts cumulés de celle-ci était égal à la valeur d'entreprise.

Je vous avoue mon étonnement sur cette idée d'ajouter les intérêts cumulés de la dette à celui du montant de la dette alors que la société acquitte, sans problème, les intérêts de celle-ci à partir de son cash flow (le montant des intérêts 2015, pourtant élevés au regard des conditions de marché, représentaient 30% de « l'EBITDA »). La valeur de l'action découle de la seule soustraction du montant des dettes de la valeur d'entreprise.

Le Directeur général de Solocal, interrogé à trois reprises différentes sur la valeur d'entreprise de Solocal, d'abord par moi-même dans un cadre informel début juillet, puis quelques jours plus tard dans les bureaux de Proxinvest, enfin il y a trois semaines par Arnaud Marion et Alexandre Loussert, a avancé, « en l'état actuel » l'estimation de 1,500 ME/1,600 ME soit après déduction de la dette, une valeur résiduelle pour les 40 millions d'actions de 400ME/500 ME, soit entre 10 et 12,5 euros par action.

Ce montant par action peut paraître extraordinaire par rapport au cours de bourse, il l'est cependant moins si vous considérez qu'il y a à peine plus de deux ans, la valeur de 15 euros était considérée comme excessivement basse (à tel point que l'augmentation de capital était sur-souscrite près de deux fois) et que le management, il y a tout juste un an, n'hésitait pas à encourager les salariés et anciens salariés à souscrire sur la base de 16,80 euros. La seule dégradation intervenue dans les chiffres par rapport aux prévisions initiales de 2015 est un EBITDA de 270 ME contre 300 ME soit une différence de 10%. Si vous considérez un EBITDA de 240 ME en 2016, le recul est de 20% et la valeur de 12 euros est cohérente avec la valeur de 15 euros en mars 2014.

Bien entendu, ce qui précède n'a de sens que si le « business model » de la société est viable : ce qui est le cas si j'en crois les déclarations des dirigeants qui se projettent déjà dans un nouveau plan de croissance ; le pari de la mutation des équipes vers le digital semble réussi et une société comme Google admet avoir à passer par Solocal compte tenu de l'avantage que donne à celle-ci l'organisation de ses équipes. Natixis est d'ailleurs toujours restée confiante sur la valeur de Solocal qu'en juin dernier, elle estimait encore à 30 euros par action ; la valorisation qu'elle en donne

aujourd'hui à 7 euros est seulement le résultat mathématique des conditions du plan de restructuration de la dette tel que présenté par la société.

La chute du cours est le résultat d'une étrange combinaison entre des ventes organisées et peut être concertées (?) en août, septembre et octobre 2015, de plus de 4 millions d'actions par deux actionnaires anglo-saxons, Amber et Paulson, (l'arbitrage qu'ils semblent faire alors entre la vente d'actions Solocal et l'achat de créances Solocal décotées, pourrait également poser question s'ils avaient eu des contacts avec le management), des ventes à découvert répétitives par des « hedge » funds » anglo saxons (Solocal malgré sa faible capitalisation, a été, sauf erreur de ma part, la seconde société de la bourse parisienne la plus « jouée » à la baisse) et enfin une communication étrangement anxiogène que ne justifiait en aucun cas les chiffres de la société. Le Président de Solocal, lors d'une rencontre informelle, alors que le cours de bourse était aux alentours de 5 euros, m'indiquait que celui ci sous valorisait totalement la société et qu'il était complètement déconnecté des chiffres opérationnels.

Vous comprendrez donc mon étonnement de voir proposer aujourd'hui une valeur de un euro pour une nouvelle augmentation de capital, sans même parler de la transformation de 400 ME de créances en actions sur la base de 4,80 euros soit plus de deux fois moins que la valeur économique de l'action. J'ai cru comprendre que ce prix de souscription ne vous choquait pas dès lors que tous les actionnaires allaient y souscrire, ce que vous aurait assuré le Directeur général de Solocal.

Ma seule connaissance des actionnaires qui ont contacté notre association, me laisse au contraire à penser que si 20% des actionnaires individuels (qui jusqu'à fin juin) représentaient plus de 85% du capital, souscrivaient à cette augmentation, ce serait un maximum : en effet, la plupart des actionnaires individuels ont été « ruinés » (le mot n'est pas trop fort) par la chute du cours et n'ont pas les moyens de souscrire à une nouvelle augmentation de capital : c'est un leurre, pour ne pas employer un autre terme, que de faire croire que les actionnaires individuels vont y souscrire et ne pas être dilués. Il est assez probable que la Direction de Solocal a déjà, en attente, un ou plusieurs investisseurs, l'arme au pied, prêts à souscrire à la part de l'augmentation de capital qui sera restée en déshérence. (c'est d'ailleurs pour cela que Solocal a mandaté la Banque Lazard).

Autre étonnement sur la construction de ce plan, au delà du réel problème de valorisation de l'action, le fait que l'augmentation de capital ne sert absolument pas au développement accéléré de l'entreprise, mais au seul remboursement anticipé de la dette. Ne serait t-il pas plus logique et équitable que la contrepartie de l'augmentation de capital soit des taux d'intérêts normaux, des covenants qui n'étranglent pas la société et un report des échéances de remboursement ; et que ces 400 ME servent à développer la capacité de Solocal à augmenter son cash flow lui permettant ainsi de faire face à ses échéances de remboursement ?

Voilà, chère Madame, tout un ensemble de points sur lesquels je croyais que votre nomination en remplacement de Monsieur Abitbol, permettrait de se pencher. Vous avez exprimé, lors de la conférence téléphonique, le fait que nous avons l'Assemblée générale pour nous exprimer et que celle ci était souveraine. Nous sommes une des parties prenantes au pacte social de la société : nous ne sommes pas « contre » la société : il serait préférable d'arriver à un consensus avant la tenue d'une Assemblée Générale Extraordinaire.

L' Association Regroupementpplocal qui a été contactée, à ce jour, par plus de 1200 actionnaires, vous a proposé d'associer à la recherche d'une solution une équipe restreinte de cinq personnes dont

l'expérience professionnelle vaut largement celle des équipes de David Rotschild et de la Banque Lazard .

Tous ceux qui vous connaissent apprécient votre droiture et le souci que vous avez de l'équité. Solocal n'est pas une société en difficulté. Il n'y a pas d'urgence . Elle a une valeur . Je pense exprimer le souhait de très nombreux actionnaires en formulant celui de vous voir prendre le temps de la prise de connaissance de tous les éléments du dossier et des alternatives de solution financière qui respectent l'équité entre toutes les parties prenantes au contrat social de Solocal.

La tenue de l'Assemblée Générale Ordinaire, destinée à approuver les comptes 2015, qui doit avoir lieu avant le 30 septembre prochain , n'a pas à servir de date de référence pour une Assemblée Générale Extraordinaire devant approuver des opérations capitalistiques. La demande de report qui a été faite par le management n'avait aucune raison d'être sur le fond. Comme vous l'indiquiez , l'Assemblée générale est le lieu de rencontre privilégié où les actionnaires peuvent s'exprimer. Il est probable que si elle avait été tenue en juin dernier, un échange fructueux aurait pu permettre aux uns et aux autres de mieux mesurer les attentes de chacun et d'éviter cette regrettable situation conflictuelle.

Par souci de transparence, je transmets une copie de ce courrier au président du tribunal de commerce de Nanterre et au Procureur de la République, puisque c'est à la suite, entre autres, de ma tierce opposition auprès du Tribunal que vous avez été nommée en substitution de Monsieur Abitbol.

Veillez agréer, je vous prie, chère Madame, l'expression de mes respectueux hommages.

Baudoin de Pimodan

copie Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre
Monsieur le Procureur auprès du tribunal de Commerce
Association Regroupementpplocal