



Sandro, Maje : du piège chinois à l'OPA

La vie du spécialiste du luxe accessible a basculé avec l'arrivée d'un conglomérat chinois. La faillite de ce dernier a donné lieu à un imbroglio avec des fonds, qui pourrait enfin se dénouer.



Yafu Qiu, le dirigeant de SMCP, l'empire du textile qui abrite les marques Maje, Sandro et De Fursac. (Maje/Sandro/Fursac/Anthony Kwan/Bloomberg via Getty Images/iStock/Collage A. Poilleux)

Par [Isabelle Couet](#), [Laurence Boisseau](#)

Publié le 2 déc. 2024

« Les dossiers radioactifs ne nous font pas peur, mais là, c'est du jamais-vu. » L'homme qui se confie travaille pour un fonds d'investissement réputé. Cet as de la finance a l'habitude de s'aventurer là où la plupart des sociétés de gestion ne vont pas. Et pourtant, il s'est brûlé les doigts en investissant dans des obligations émises par une société luxembourgeoise liée à un géant du textile chinois.

Après plus de trois ans de litiges, il reprend aujourd'hui espoir. En septembre, la justice britannique a définitivement donné gain de cause aux fonds qui détiennent de la dette de cette entreprise en défaut de paiement. Résultat : Carlyle, BlackRock, Boussard & Gavaudan et Anchorage devraient récupérer leur mise. Non pas en espèces sonnantes et trébuchantes mais sous la forme d'une participation majoritaire dans [SMCP](#). Derrière ce sigle se cache un petit empire du textile abritant les marques fétiches des fashionistas : Sandro, Maje ou encore Claudie Pierlot.

Le « LVMH chinois »

« Le rapatriement des titres peut prendre encore quelques semaines, voire quelques mois », a déclaré la directrice financière de la société, le 29 octobre, lors d'une réunion avec les analystes. Des opérations capitalistiques sur le spécialiste français du luxe accessible, qui possède aussi les costumes masculins De Fursac, pourraient suivre.

Derrière cette longue et rocambolesque bataille plane l'ombre de Shandong Ruyi, un conglomérat du nord-est de la Chine bâti à coups d'endettement par Yafu Qiu, un ancien ouvrier du textile. Ce patron qui a longtemps été soutenu par le Parti communiste - il serait aujourd'hui tombé en disgrâce et réduit au silence - rêvait de devenir le « LVMH chinois ». Il s'est lancé à la conquête des trench-coats mythiques de l'anglais [Aquascutum](#), du tailleur Gieves & Hawkes, qui a habillé tous les monarques britanniques depuis George III, ou encore de Cerruti 1881. En 2016, l'ambitieux homme d'affaires a mis [plus d'un milliard d'euros](#) sur la table pour s'emparer de SMCP, qui se veut le symbole de « l'élégance parisienne ».

Deux ans plus tard, le colosse de Shandong lance un emprunt de 250 millions d'euros, via sa filiale luxembourgeoise European TopSoho, qui détient les 53% du groupe de prêt-à-porter français. L'opération a de quoi séduire les investisseurs : les titres sont des obligations échangeables en actions SMCP cotées à la Bourse de Paris et sont garantis par 37% du capital de l'entreprise. Une bonne assurance pour les fonds, au vu des performances flatteuses de SMCP. Celui-ci a doublé son chiffre d'affaires et dépassé la barre d'un milliard d'euros en seulement quatre ans.

Certains investisseurs aguerris profiteront de la crise du Covid et de la baisse des marchés pour acheter des titres. C'est le cas de l'américain [Carlyle](#), qui convoite SMCP depuis 2013, mais s'est fait doubler par [KKR](#). En décembre 2020, il s'empare d'un quart des 250 millions d'euros d'obligations d'European TopSoho.

12 millions d'actions évaporées

Les fonds sont convaincus de faire une bonne affaire. Sauf que rien ne se passe comme prévu. En septembre 2021, plombé par la crise immobilière qui ébranle sa maison mère en Chine, European TopSoho fait défaut vis-à-vis de Carlyle, [BlackRock](#), Boussard & Gavaudan et Anchorage. Ceux-ci confient alors leurs titres à un trust qui réussit à mettre la main sur les 37 % de SMCP mis en nantissement. Mais, compte tenu de la baisse du cours, cette part ne vaut plus que 190 millions d'euros. Les fonds lorgnent donc les 16 % du capital du groupe tricolore également aux mains d'European TopSoho.

Coup de théâtre, dans la nuit du 4 novembre 2021, ces 16 %, soit 12 millions d'actions cotées à Paris, s'évaporent. La filiale du Luxembourg vend ces titres à un mystérieux actionnaire pour un euro symbolique. L'opération se déroule dans le plus grand secret. Les actions referont surface un mois plus tard sur un compte bancaire dans les îles Vierges britanniques, qui lui-même appartient à une société basée à Singapour, dont l'unique actionnaire s'avère être la fille du tycoon Yafu Qiu.

.../...



Le patron de SMCP, Yafu Qiu, rêvait de devenir le « LVMH chinois ». Ici à Hong Kong, le 12 novembre 2018. Bloomberg Via Getty Images

La Chine, c'est la jungle ! Un investisseur

« Nous sommes allés de tribunal en tribunal dans cinq juridictions », retrace l'investisseur déjà cité. « Nous pensions qu'en six mois nous aurions mis la main sur tous les titres SMCP en possession des Chinois ; mais nous n'avions pas imaginé tomber sur un actionnaire qui n'a pas la même notion du droit que nous, Européens, et qui n'a aucun scrupule à transgresser les lois ! » Et de conclure, éccœuré : « La Chine, c'est la jungle ! »

Cours de Bourse pénalisé

Résultat : un capital bloqué pendant des années pour la maison tricolore créée par les soeurs Evelyne Chetrite et Judith Milgrom. Avec, pour corollaire, un cours de Bourse durablement pénalisé. « Ces histoires actionnariales ont gâché l'equity story », souligne un analyste d'Oddo-BHF. Le cours a flanché de plus de 60 % en trois ans.

Aujourd'hui, la société, tout comme les investisseurs qui se sont battus pour prouver le détournement des titres, attend que soit exécutée la décision de justice de septembre, qui a ordonné le rapatriement des 16 % au Luxembourg, où une procédure de liquidation judiciaire est engagée contre European TopSoho.

La suite de l'histoire se prépare depuis déjà longtemps. Les manoeuvres en vue d'une cession ont démarré avant même la fin du bras de fer judiciaire. En février 2023, les fonds ont confié un mandat à la banque Lazard. SMCP a de son côté demandé à Rothschild d'être son conseil. Cette opération, mise en sommeil, n'attend que d'être réactivée.

« Nous restons convaincus qu'une fois la structure actionariale stabilisée, une OPA pourrait offrir une porte de sortie aux anciens obligataires d'European TopSoho », écrit l'analyste d'Oddo-BHF dans une note datant de fin octobre. L'entreprise, elle, ne souhaite pas communiquer.

Mauvais timing

« Le problème, c'est que le timing n'est pas bon », estime l'un des fonds, évoquant la situation économique, en particulier en [Chine, où la consommation est en berne](#).

La locomotive mondiale du secteur du luxe et de la mode l'est désormais les comptes. « Le marché chinois est actuellement très difficile », a martelé la directrice générale, [Isabelle Guichot](#), lors des semestriels, tout en annonçant la fermeture de 70 boutiques cette année, sur les près de 200 que le groupe compterait sur place. Le 29 octobre, SMCP, qui résiste mieux que d'autres à la crise du secteur, a dévoilé des ventes en repli de 18,6 % au troisième trimestre dans la région Asie-Pacifique.

Ces dernières années, la facilité a été de hausser les prix au risque de créer une déconnexion avec la qualité.

Emmanuel Pradère, cofondateur d'Experienced Capital

« L'endettement est l'un des points noirs de SMCP », pointe aussi l'analyste d'Oddo-BHF.
« Désendetter le groupe est un élément clé pour un retour vers des valorisations historiques. »

Autre sujet sur lequel se penchera tout acquéreur : le positionnement. Emmanuel Pradère, ancien de SMCP et cofondateur du fonds Experienced Capital (Balibaris, Figaret et Le Slip Français) déplore une dérive au sein du [segment du luxe accessible](#) : « Ces dernières années, la facilité a été de hausser les prix au risque de créer une déconnexion avec la qualité. » Face aux vents contraires actuels, « les enseignes de ce segment doivent avoir une identité très marquée, sinon il est difficile de rivaliser avec un Zara qui occupe tout le terrain et qui vient de [s'offrir les services de l'ancien styliste vedette de Saint Laurent](#) », pointe une spécialiste du prêt-à-porter.

A cela s'ajoute la problématique du digital, domaine dans lequel SMCP fait pâle figure à côté d'un Sézane, modèle du genre.



Le groupe SMCP (Sandro, Maje et Claudie Pierlot) prévoit la fermeture de 70 boutiques cette année en Chine, sur les près de 200 que le groupe compterait sur place. Shutterstock

Qui pourraient être les futurs acheteurs ? « La mode est par nature très cyclique, donc peu adaptée aux attentes de la Bourse, d'autres partenaires financiers sont plus adaptés », analyse Stéphane Tubiana, consultant chez Roland Berger.

De l'avis de plusieurs connaisseurs, SMCP est sans doute trop gros pour des fonds spécialisés et n'attirera pas les PAI, Ardian, [CVC](#) ou Eurazeo, peu portés sur le commerce de détail. « Je verrais plutôt un très gros acteur du private equity américain s'y intéresser », confirme un expert. « Mais c'est un moment encore difficile pour le [M&A](#) car le marché du financement est compliqué. »

Industriel du luxe

Après KKR, Florac, L Capital (fonds de la famille Arnault et LVMH, propriétaire des « Echos »), qui pourrait être le prochain à jouer un rôle dans la destinée de l'entreprise ? Le géant [General Atlantic](#), qui est au capital de Shein et qui, selon plusieurs médias, se désengage de Sézane et de la pépite américaine de la mode [Tory Burch](#), se mettra-t-il sur les rangs ?

Personne n'imagine un grand industriel du luxe se porter candidat. Parmi les groupes d'habillement qui voudraient agréger des marques ou se diversifier, certains hasardent le nom de [Beaumanoir](#), la success-story bretonne qui regroupe des griffes populaires comme Cache Cache, Morgan ou Sarenza. Le nom d'EPI, société de la famille Descours qui possède Weston, Piper-Heidsieck et qui serait sur le point de céder Bonpoint, d'après « La Lettre », est aussi évoqué. Tout comme celui du suisse MF Brands (The Kooples, Aigle, Lacoste).

Le prix ? « Lorsque les obligations ont été émises en 2018 pour 250 millions d'euros, les actions SMCP, mises en garantie, permettaient une couverture du risque de défaut tant que celles-ci restaient au-dessus de 8,92 euros », détaille Oddo-BHF. Certains des créanciers ayant racheté des obligations avec une décote en 2020, le prix de sortie acceptable se situe donc en dessous de ce niveau. Pour l'analyste, les titres pourraient être vendus dans une fourchette de 6 à 7,50 euros, ce qui ferait ressortir une valorisation faible de SMCP par rapport aux concurrents, à 5,3 fois l'excédent brut d'exploitation de 2024.

« Tout le monde sait que pour les fonds, l'enjeu n'est pas de gagner de l'argent, mais de ne pas en perdre », lâche un observateur. Le prix témoignera de leur empressement à tourner la page de ce feuillet infernal.

Isabelle Couet et Laurence Boisseau