



Sergey Nivens - Fotolia.com

Pour déjouer le rebond illusoire de la croissance, les entreprises fragilisées par la crise doivent s'engager dans des restructurations plus radicales. **PAR LUC BONTEMPS**

A lors que la crise entre dans sa 7^{ème} année, il est temps de tordre le cou à une idée préconçue sur les entreprises en difficultés. Non, ce ne sont pas des entreprises mal gérées ; sinon, elles seraient déjà mortes depuis longtemps. Thierry Grimaux, associé chez l'expert en management de transition Valtus, les qualifie même de « survivors ». « Jusque dans les années 2000, les difficultés étaient généralement liées à une mauvaise gestion, il était donc « facile » de remettre à flot une entreprise : il suffisait de la placer sur les bons rails. Aujourd'hui, ce n'est plus le cas, les entreprises

ont survécu précisément parce qu'elles ont déjà utilisé et épuisé tous les leviers pour maintenir la trésorerie, réduire les coûts, et pris les décisions difficiles, comme se séparer des foyers de perte. » Ainsi les situations de retournement deviennent beaucoup plus difficiles et complexes à réaliser. « La solution passe par une transformation ou une réinvention du modèle économique, visant à reconquérir des positions fortes à même de capter la dynamique du marché », poursuit-il. Et de citer en exemple un cas qu'il connaît bien, le réparateur de mobiles Anovo, pour l'avoir repris en mains dès le rachat

par Butler fin 2011. Peu voyaient alors un redressement possible. Pourtant, l'an passé, l'investisseur le cédait à l'américain Ingram Micro pour environ 100 M€ - lui valant le Prix Ulysse du meilleur retournement 2015 décerné par l'ARE. « Aujourd'hui, plus du tiers du chiffre d'affaires d'Anovo est réalisé dans des activités ou des pays où il n'était pas présent lors de sa reprise par Butler fin 2011 », souligne l'expert.

Dans l'univers du management de transition, il existe d'ailleurs un nouveau poste à la mode, spécifiquement dédié à la refonte des *business model* : le *chief transformation officer* (CTO). « Il a remplacé le *chief restructuring officer* (CRO) en popularité. A la différence de ce dernier qui est un généraliste du retournement, c'est un manager doté d'une forte expertise dans un ou deux secteurs d'activité maximum, et qui a déjà fait face à des situations de crise. Pour réussir, il a toutefois besoin de l'accompagnement d'un expert en ce domaine. Et c'est cette double expertise, constituée en binôme, que nous mettons à la dispo-

sition de nos clients », précise Thierry Grimaux. L'évolution de la nature des difficultés à traiter n'est peut-être pas non plus étrangère au développement de conseils indépendants, comme June Partners, qui veut se différencier en apportant des réponses plus personnalisées et opérationnelles, ou d'Inter Action Consultant, spécialisé dans l'amélioration de la compétitivité industrielle (lire l'encadré p.24).



Photo : DR

*« Le CTO a
remplacé le CRO
en popularité »*

**Thierry Grimaux,
associé de Valtus.**

Défaillances sans répit

Plus complexes, les dossiers de restructuration sont également toujours aussi nombreux. Après avoir établi un quasi record en 2013, le nombre de défaillances d'entreprises n'a reculé que de 0,8 % l'année dernière, avec 62 600 redressements, liquidations ou sauvegardes,

selon le baromètre Deloitte/Altarex. Et au 1^{er} trimestre 2015, celui-ci marque un inquiétant rebond de + 7,6 %. La bonne nouvelle est que les défaillances ont moins touché les entreprises de grande taille. En 2014, celles employant plus de 50 salariés étaient 387 à faire l'objet

d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire, soit une centaine de moins qu'en 2013. De plus, les auteurs de l'enquête Deloitte/Altarex soulignent que les gros dossiers de 2014 trouvent leur origine dans des défaillances intervenues en 2013 ou 2012, à l'instar de Doux, Fagor Brandt ou Mory (voir p.22 le tableau des restructurations d'envergure). Mais ils se gardent bien de voir dans cette embellie une tendance lourde, d'autant, soulignent-ils, que certains signaux laissent entrevoir un signe de rattrapage, à en croire notamment la très forte activité en ce début d'année d'AJAssociés, la plus importante étude d'administrateur

judiciaire, qui traite près de 900 dossiers par an. « L'arrivée de dossiers plus volumineux est également visible dans notre activité », indique l'associé de Valtus, nullement surpris par cette évolution : « Après avoir affecté les plus fragiles, à savoir les petites PME, il est normal que la crise, en s'éternisant, gagne des entreprises de plus grande taille. » Parmi les groupes qui animeront le marché en 2015 figurent Vivarte - dont la marque la Halle a fait tristement les Unes de la presse - Latécoère, dans l'aéronautique, et, le plus gros dossier du moment, CGG, dans l'énergie - un domaine qui devient très affecté en raison de la chute des cours du pétrole.

« La solution privilégiée est l'adossement industriel ou le build-up d'envergure »

Claude de Craene, associé KRN Finance.

Du financier à l'opérationnel

Dans la lignée de 2014, l'année 2015 s'annonce également riche en *carve-out*. En effet, dans l'espoir d'un retour de la croissance, les groupes se sont surtout employés à réduire leur point mort, évitant jusqu'à présent de s'engager dans des restructurations douloureuses ou des révisions de périmètre. Mais le rebond se faisant toujours attendre, certains doivent aujourd'hui s'y



Photo : DR

QUELQUES OPÉRATIONS DE RACHAT EN 2015

Cible	Acquéreur	Montant*	CA**
MARCHAL TECHNOLOGIE	ALTEAD	0-20	29
SOFACTORY	SHOPINVEST	0,2	7
TEXIER	RENAISSANCE INDUSTRIES	0-20	nd
MOVITEX (DAXON-BALSAMIK)	MANAGERS	0-20	155
ACTIFS GOIFFON	PROMENS	0,3	15
CLAUDE ANNE DE SOLENE (CADS)	SOLEANNE, FINORPA, VAUBAN PARTENAIRES	nd	nd

* Montant ou fourchette de valorisation (en M€) ** CA cible (en M€)

Source : CFNEWS

résoudre. « On voit davantage de maisons-mères s'impatienter devant les résultats décevants d'une de leurs filiales », constate ainsi l'avocat Lionel Spizzichino, associé en charge du département *restructuring* de Paul Hastings. Un phénomène similaire s'observe aussi chez les entreprises fragilisées sous LBO, à l'instar de Vivarte. Après avoir épuisé tous les recours sur le plan financier (rééchelonnements de dette, refinancements...), elles font désormais face à des traitements plus lourds. « Outre le fait que les renégociations de dettes tendent à devenir drastiques, elles s'accompagnent désormais plus souvent de mesures au niveau opérationnel, qu'elles soient actées pendant la restructuration ou qu'elles interviennent juste après, comme dans le cas de Vivarte », ajoute Lionel Spizzichino. Le creusement des difficultés se traduit aussi par la présence plus fréquente d'un volet social dans les plans de restructuration des groupes. « Les PSE sont légion actuelle-

ment. Il est probablement plus facile pour certains de les justifier maintenant, dans une conjoncture encore difficile, plutôt que lorsque la reprise annoncée sera enfin là », souligne l'associé de Paul Hastings.

Recréer un consensus

L'évolution des dossiers se lit également dans le *deal flow* de Perceva, devenu le plus important fonds de retournement français, avec 350 M€ sous gestion. « Un important flux provient des opérations de *carve-out* consécutives à un virage ou recentrage opérationnel de grands groupes. En sortant de leur périmètre, les filiales sont d'autant plus fragilisées qu'elles peuvent difficilement obtenir des prêts bancaires, alors qu'auparavant elles pouvaient compter sur leurs maisons-mères pour se financer », indique Jean-Louis Grevet, le président fondateur de Perceva. Le fonds, qui s'est pour mémoire distingué

fin 2013 avec la reprise de Monceau Fleurs, voit également arriver un nouveau flux de LBO. « La plupart sont déjà passés par la phase d'une restructuration financière, notamment en faisant appel à des fonds de dette ou des *hedge funds* anglo-saxons. Mais désormais, elles ont davantage besoin d'un investisseur de long-terme et de proximité, afin de les accompagner au quotidien dans une restructuration opérationnelle. En fait, l'élément crucial est de parvenir à recréer un consensus entre le repreneur, les créanciers et les actionnaires historiques. Et en cela, le management a également un rôle très important à jouer », explique Jean-Louis Grevet.



Photo : DR

« *Le volet social est le grand absent de la réforme* »

Fabrice Patrizio,
associé d'Archers.

tenu par un fonds, quitte à remettre un ticket à cette occasion », rapporte Claude de Craene, à la tête de son cabinet de conseil en restructuration KRN

Finance - qui a notamment accompagné l'adossement du groupe d'enseignement à distance Forma-Dis - toujours soutenu par 21 Partners en minoritaire - au concurrent Alma Learning Group. Pour d'autres LBO, la sortie peut s'avérer beaucoup plus délicate. « Le pire des cas est quand le fonds a déjà consenti, à l'occasion d'une première restructuration, à remettre de l'argent, généralement en contrepartie d'un reprofilage de la dette senior et/ou d'une conversion de la mezzanine en capital, et que le redéploiement attendu de l'activité n'est pas au rendez-vous du calendrier de cession envisagé. Non seulement il peut se désintéresser du dossier, n'ayant plus de valeur à récupérer, mais rares aussi sont les investisseurs ou les industriels qui lui proposeront de prendre le relais. Et plus il tarde à trouver une solution, plus il court le risque de voir le management décider de précipiter les choses au détriment de toutes les parties à l'opé-

Le casse-tête des LBO

En termes d'image, un fonds de LBO peut cependant rêver mieux que revendre sa participation à un fonds de retournement. Un adossement industriel, par exemple, fait une bien meilleure histoire. « La solution privilégiée, actuellement, est soit l'intégration à un groupe de plus grande taille, avec la possibilité d'un retour à meilleure fortune, soit le *build-up* avec un acquéreur de taille similaire sou-

RESTRUCTURATION ET ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

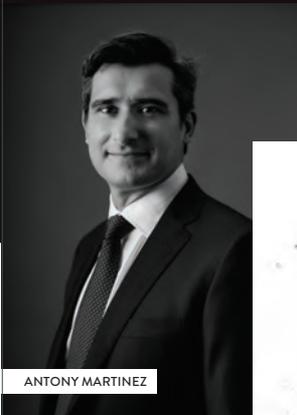
PROPOSER UNE SOLUTION CRÉATIVE,
INDÉPENDANTE ET RESPONSABLE
PERMETTANT DE METTRE UN TERME
À UNE SITUATION DE CRISE

Le département Restructuration & Entreprises en Difficulté d'Archers a pour ambition d'épauler les clients, français et internationaux, du cabinet dans toutes leurs situations de crise.

NOTRE ÉQUIPE INTERVIENT PRINCIPALEMENT
DANS LES DOMAINES SUIVANTS :

- PRÉVENTION DES SITUATIONS DE CRISE
- PROCÉDURES COLLECTIVES
- CONSEIL ET ASSISTANCE DANS LE CADRE D'OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS IMPLIQUANT DES SOCIÉTÉS EN DIFFICULTÉ (REPRISE À LA BARRE DU TRIBUNAL NOTAMMENT) OU RELATIVES À DES SITUATIONS COMPLEXES.

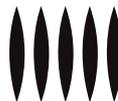
Le département Entreprises en Difficulté a également développé des contacts très étroits avec de nombreux avocats et partenaires étrangers, ce qui lui permet d'accompagner une clientèle internationale de premier plan.



ANTHONY MARTINEZ



FABRICE PATRIZIO



ARCHERS.FR

153 RUE DU FAUBOURG SAINT-HONORÉ - 75008 PARIS
TÉL.+33 (0)1 45 02 07 07 - FAX +33 (0)1 45 02 07 08
PALAIS P0436



LES RÉCENTES RESTRUCTURATIONS D'ENVERGURE

Cible	Acquéreur	Montant*	CA**
COEUR DEFENSE	LONE STAR	1 300	nd
MORY	ARCOLE INDUSTRIES	nd	765,5
FAGORBRANDT	CEVITAL	200	688,8
LA REDOUTE	MANAGERS	env. 500	1 000
GROUPE DOUX	AL MUNAJEM	nd	560
VIVARTE	OAKTREE CAPITAL, BABSON CAPITAL, GOLDENTREE AM, ALCENTRA	500	2 800

* Montant ou fourchette de valorisation (en M€) ** CA cible (en M€)

Source : CFNEWS

ration initiale, en cherchant, par exemple, de la *new money* chez un chevalier blanc », détaille Claude de Craene.

Débiteurs sous pression

Heureusement, dans la résolution des conflits, la réforme des procédures collectives, entrée en vigueur en juillet dernier, a apporté des améliorations, comme la possibilité pour les créanciers de présenter, dès la procédure de sauvegarde, un plan de redressement en concurrence avec celui du débiteur. Avec la loi Macron, s'ajoutera également la possibilité de forcer la cession des titres de l'actionnaire. « La réforme a le grand mérite d'envoyer un message clair : la procédure collective française n'est plus substantiellement à l'avantage du débiteur. Et les dispositions de la loi Macron viennent encore renforcer cet état de fait »,



Photo : DR

« *Les renégociations de dettes s'accompagnent désormais de mesures au niveau opérationnel* »

Lionel Spizzichino, associé Paul Hastings.

souligne Fabrice Patrizio, l'associé responsable du département Restructuration et Entreprises en difficultés du cabinet Archers - qui a notamment conseillé le management de Rétif, lors de sa reprise en octobre dernier par Verdosso, Pragma, LGT CP et Idinvest. Avec ce nouveau cadre législatif, l'objectif est d'éviter des situations de blocage, à l'instar du dossier Doux où un actionnaire récalcitrant a pu s'opposer à l'exécution d'un plan. Et même s'il est encore trop tôt pour évaluer les conséquences de la réforme, celle-ci a déjà un effet dissuasif sur les débiteurs. « Ils tendent à s'interroger davantage sur la pertinence d'une saisine de conseils spécialisés, du tribunal ou du CIRI », observe Antony Martinez, également associé du cabinet Archers. La réforme est par ailleurs louée pour introduire la sauvegarde accélérée et encadrer les *prepack cessions* - des procédures rapides et confidentielles. Elle laisse cependant un grand regret en n'abordant pas les PSE, dont la mise en place est très difficile.

La fiducie se déploie

« **L**e volet social est malheureusement le grand absent de la réforme, qui aurait pu être l'occasion d'assouplir les rigidités propres au droit du travail français, et qui peuvent d'ailleurs décourager les investisseurs étrangers, notamment anglo-saxons », observe Fabrice Patrizio. Estimant également le droit

DES CONSEILS PERSONNALISÉS ET OPÉRATIONNELS

Lancé fin 2013 par l'équipe française "restructuring & financial performance" de Duff & Phelps, le cabinet June Partners a, semble-t-il, choisi le bon créneau pour se développer. Outre un premier exercice dynamique, avec une centaine de missions, l'expert en finance opérationnelle a repris en janvier dernier I.E.N., un confrère spécialisé dans l'amélioration des performances, formant un ensemble d'une quarantaine de consultants. Dédié aux entreprises in bonis du mid-cap, June Partners mise sur le sur-mesure et la valeur ajoutée pour se distinguer de la concurrence. Et notamment des grands cabinets, dont l'offre se concentre surtout sur les IBR (independant business review), qui est devenu avec la crise un véritable marché de "commodité", selon Fabrice Keller, associé fondateur de June Partners. « Notre prestation, en revanche, ne se limite pas à la remise d'un simple rapport. Elle consiste à apporter une solution personnalisée aux difficultés de nos clients, et ce en s'appuyant sur des compétences pluridisciplinaires - en financement, cash, organisation, social... », expose l'associé. Sa clientèle se compose pour trois quarts de *corporate* et pour un quart

social inadapté à l'urgence des sociétés en difficulté, son confrère Lionel Spizichino distingue aussi un second écueil dans le système juridique français : « Pour les créanciers, il est encore très difficile

de fonds d'investissement. « En transactions services, nous apprécions d'intervenir le plus en amont possible des processus de vente », rappelant que l'équipe est notamment intervenue pour Eclair, Presstalis et The Phone House. Un autre conseil, Inter Action Consultants (IAC), spécialisé dans l'amélioration de la compétitivité industrielle, est de plus en plus souvent appelé par les actionnaires financiers.

« Un fonds ne saurait challenger le coût d'un produit »

Benoit Petit, président d'Inter Action Consultants.

« Un fonds ne possède pas l'expertise nécessaire pour challenger le coût de conception d'un nouveau produit, et pour chercher à court terme des réductions importantes de coûts sur des produits industriels existants. En cela, il ne peut s'en remettre qu'au management », rappelle Benoit Petit, son dirigeant. Dans un contexte de faible croissance où tous



« La fiducie se révèle un outil très efficace »

Fabrice Keller, associé de June Partners.

les leviers comptent, de belles participations de fonds comme Onduline, Cegelec, Parkeon, Supra, et Tractel ont fait appel à ses services. « Nous intervenons sur des dossiers qui peuvent générer au minimum 1 M€ d'économies », précise Benoit Petit, dont la société se rémunère principalement sur les résultats obtenus, contrairement à des cabinets de conseil généralistes ou stratégiques. Outre leur travail sur les produits existants et nouveaux (*design/redesign to cost*), sa quarantaine de consultants, qui couvrent tous les principaux secteurs industriels, participent



Photos : DR

également à l'élaboration de grands projets à coûts objectifs. Réalisant aujourd'hui 20 % de son activité pour des entreprises en difficulté, IAC affiche plus de 2 000 missions pour des groupes internationaux ou des grosses PME depuis sa création en 1982. ■

de savoir s'ils se situent "in the money" ou "out of the money", alors que, dans le système anglo-saxon, ils savent estimer par avance à quelle hauteur leurs créances seront remboursées », explique-t-il.

En revanche, s'il est un outil inspiré du droit anglo-saxon que la France a rapidement développé, c'est la fiducie. Trop peut-être. « Chez certains banquiers français, réclamer le placement

« *Un important flux provient des carve-out* »

Jean-Louis Grevet,
président de **Perceva.**



Photo : DR

de titres ou d'actifs en fiducie est quasiment devenu un réflexe pour s'assurer de l'engagement de l'actionnaire à les céder ultérieurement. Reste que la fiducie est un instrument coûteux et complexe à mettre en place, et devrait ainsi rester limitée aux dossiers d'envergure », estime Lionel Spizzichino. Nul, en revanche, ne remet en cause les vertus du *trust* à la française. « En l'état du droit français, la fiducie constitue la seule garantie qui est sûre à 100 %. Sans elle, des créanciers continueraient de refuser de s'engager dans certains dossiers », souligne pour sa part Fabrice Keller, associé de June Partners. Celui-ci a pu également constater l'utilité de la fiducie sociale à l'occasion de la sortie d'une filiale d'un groupe industriel. « Le groupe s'était engagé à abonder le PSE de son ex-filiale s'il venait à se produire. C'était la condition pour réaliser l'opération, et, en cela, la fiducie s'est révélée un outil très efficace », ajoute Fabrice Keller.

Si les professionnels du retournement sont désormais mieux utilisés, force aussi est de constater que le nouvel environnement juridique arrange particulièrement les affaires des grands fonds anglo-saxons spécialisés dans la dette. Et d'aucuns craignent en cela une financiarisation des restructurations aux dépens de solutions plus

pérennes pour l'activité des entreprises. Procès d'intention ou pas, le foisonnement des dossiers donnera encore longtemps du travail à tout type d'intervenant. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- [Tableau des opérations de restructuration 2015](#)
- [Restructuring : la fiducie bâtit son royaume](#)
- [Forma-Dis se re-forme](#)
- [Restructuration record pour Vivarte](#)
- [Groupe Doux se remplit](#)

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE

