

SI LES MESURES D'URGENCE PRISES PAR L'ÉTAT ONT PERMIS D'ÉVITER DES FAILLITES EN CASCADE PENDANT LE CONFINEMENT, LES SPÉCIALISTES DES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ S'APPRÊTENT À AFFRONTER UNE VAGUE DE RESTRUCTURATIONS D'UNE AMPLEUR INÉDITE.

LES BESOINS

APRÈS LA PERFUSION, LES

En matière de restructuring, les saisons se succèdent mais ne se ressemblent pas. « Cette crise est porteuse du facteur de disruption le plus intense que l'on ait jamais connu », considère Jean-Pascal Beauchamp, associé directeur de l'activité Restructuring chez Deloitte. Les entreprises les mieux armées pour affronter la violence de l'arrêt brutal de l'activité et les incertitudes d'une reprise en mode dégradé sont celles dotées d'une structure IT solide et qui ont réussi à se ménager un matelas de cash suffisant pour tenir les prochains mois. » Autant dire que l'on ne pourra pas éviter l'hécatombe dans certains secteurs déjà fragiles comme le retail, où la mortalité s'est accélérée ces dernières semaines. Après la mise en redressement judiciaire du chausseur André au début d'avril (deux ans après sa cession par Vivarte à Spartoo) et l'entrée en sauvegarde de La Halle le 21 avril, c'est au tour de Naf Naf de poursuivre l'infernale série avec son entrée en RJ le 15 mai dernier. La marque de prêt-à-porter avait été cédée à un repreneur chinois en avril 2018 dans le cadre du démantèlement des enseignes de Vivarte. Car l'ancien géant du textile aux 16 enseignes, qui s'est recentré autour de trois marques (La Halle, Minelli et Carroll), n'avait pas fini de subir les affres du précédent cycle de restructurations (deux lender-led en 2014 et 2019) avant d'être terrassé par le Covid.

Quelques mois à peine après l'épuration des derniers dossiers du cycle 2009-2014, va-t-on assister à une vague bien plus puissante ? Dotés de poches de liquidités considérables, les fonds distressed pourraient trouver matière à déployer les quelque 75 milliards de dollars de dry powder accumulés au niveau mondial s'ils n'étaient eux-mêmes tétanisés par l'état de leur propre portefeuille et freinés par les incertitudes d'une situation inédite. « Les fonds opportunistes auront du mal à entrer par la dette dans les entreprises ayant obtenu des PGE, analyse Barema Bocoum, associé Restructuring chez KPMG. En outre, ces hedge funds d'origine américaine auront fort à faire sur leur marché historique avant de se pencher sur les opportunités des marchés européens. »

Quelques semaines à peine après une sortie progressive et en ordre dispersé d'un confinement qui a concerné la moitié de la planète, il est manifestement trop tôt pour augurer du comportement des habituels protagonistes du distressed. « Pour l'heure, la majorité des transactions hors procédures collectives sont gelées en attendant d'avoir plus de visibilité sur le degré de dégradation des actifs et le rythme de la reprise », constate Lionel Spizzichino, associé chez Willkie. « La mobilisation hors normes des pouvoirs publics, via notamment les mesures de



« LA MOBILISATION HORS NORMES DES POUVOIRS PUBLICS, VIA NOTAMMENT LES MESURES DE CHÔMAGE PARTIEL ET LES PGE, NE SUFFIRA MALHEUREUSEMENT PAS À ENDIGUER UNE VAGUE IMPORTANTE DE RESTRUCTURATIONS ET DE PROCÉDURES COLLECTIVES », LIONEL SPIZZICHINO, WILLKIE

chômage partiel et les PGE, ne suffira malheureusement pas à endiguer une vague importante de restructurations et de procédures collectives pour les entreprises les plus affectées. Nous entrerons alors dans un cycle de distressed M&A et de consolidations dans les secteurs les plus touchés comme le tourisme, le retail, la construction, l'automobile et l'aéronautique, duquel émergeront, espérons-le, des groupes plus solides face à une compétition mondiale », poursuit l'avocat spécialisé en restructuring, qui a notamment accompagné le groupe Air France-KLM, aux côtés de Gide, dans l'obtention de son plan de sauvetage de 7 milliards d'euros finalisé à la fin du mois d'avril.

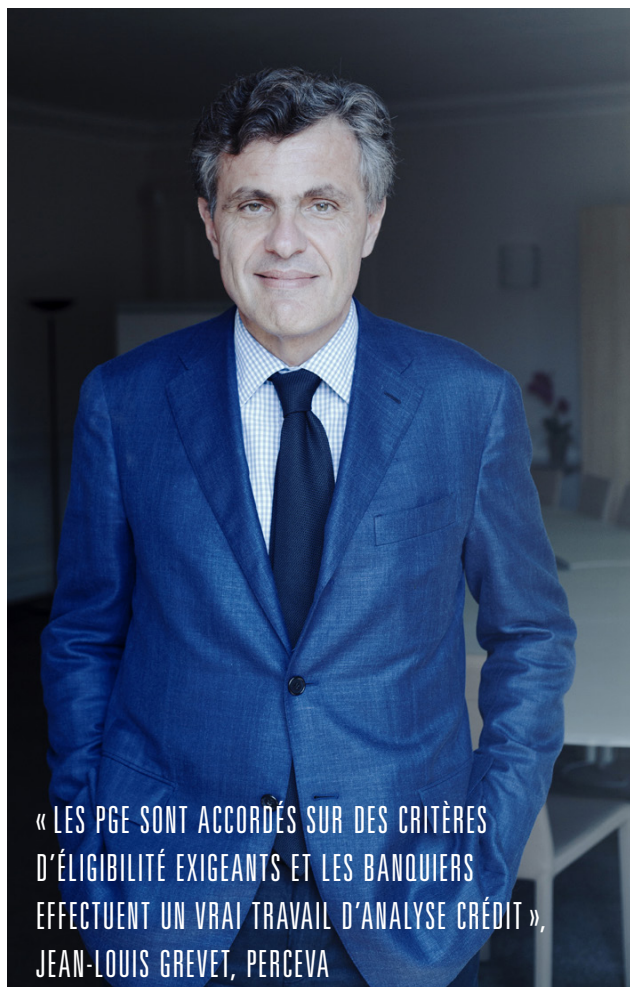
LES ENTREPRISES DÉJÀ FRAGILES AU TAPIS

Tous les acteurs sont unanimes pour louer les mesures d'urgence prises par l'État, qui ont permis d'éviter des faillites en cascade pendant le confinement. Quelque 100 milliards d'euros de prêts garantis par l'État ont été demandés par plus de 500 000 entreprises dont l'activité a été pénalisée par la ●●●

RISQUES D'HÉMORRAGIE

••• crise sanitaire, selon des chiffres publiés le 7 mai par la Fédération bancaire française (FBF). Et, à cette date, plus de 66 milliards avaient effectivement été accordés par les réseaux bancaires français dans le cadre de ce programme lancé à la fin de mars pour soutenir l'économie face à la crise sanitaire, avec un taux de refus de 2,5 %. « Les différences majeures par rapport à la crise financière de 2008 sont que les banques sont aujourd'hui en bien meilleure santé et que l'État a déployé un arsenal de mesures d'urgence d'une ampleur inédite pour éviter le cataclysme qui aurait frappé l'ensemble du tissu économique pendant le confinement », rappelle Pascal Bonnet, responsable de l'activité Restructuring de KPMG. Ces mesures hors normes ont permis de geler les défaillances en mettant sous perfusion une grande majorité des entreprises, mais l'heure de vérité va sonner dans quelques mois, avec des entreprises surendettées et un besoin criant de fonds propres. D'autant que les mesures sanitaires auront un impact sévère sur la reprise d'activité, avec pour conséquence une baisse de productivité qui affectera lourdement les marges. « On verra fatalement quelques dossiers se traiter en procédures collectives avec notamment des "prepack cession", mais ce ne sera pas la norme, heureusement », pronostique Thomas Marcorelles, qui vient de rejoindre le pôle Restructuration financière nouvellement créé dans le bureau parisien d'Alvarez & Marsal. Le cabinet de conseil d'origine américaine, qui s'est fait un nom dans les restructurations opérationnelles d'envergure au niveau mondial, a considérablement élargi sa palette d'offres en France, notamment dans les transaction services. « L'ADN opérationnel du cabinet apporte un élément de différenciation majeur sur le marché par rapport à une approche souvent purement financière », assure le nouveau managing director d'Alvarez & Marsal, lui-même ex-associé du département Restructuring d'EY.

Quel que soit leur angle d'intervention, les professionnels du restructuring ont tous été mobilisés en mode hotline pour faire la pédagogie des bons réflexes et décrypter les différentes mesures de l'arsenal de sauvetage étatique. La plupart des cabinets d'avocats et de conseil ont mis en place une cellule Covid à disposition de leurs clients, sans compter les multiples initiatives des professionnels du secteur comme la création d'un site ad hoc par l'Association pour le retournement des entreprises (ARE) agréant toutes les informations liées à la crise. « On a



« LES PGE SONT ACCORDÉS SUR DES CRITÈRES D'ÉLIGIBILITÉ EXIGEANTS ET LES BANQUIERS EFFECTUENT UN VRAI TRAVAIL D'ANALYSE CRÉDIT »,
JEAN-LOUIS GREVET, PERCEVA

dû se remettre immédiatement à l'ouvrage pour les dossiers en cours ou qui venaient de trouver des solutions basées sur des BP devenus obsolètes avec le Covid-19 », confie Céline Domenget-Morin, associée du département Restructuring de Goodwin. Car les prêts garantis par l'État ne sont pas destinés aux entre-



Céline
Domenget-Morin

UNE RÉFORME PLUS CREDITOR-FRIENDLY

Le cadre juridique des restructurations devrait connaître un bouleversement majeur dans les prochains mois, dans un environnement français réputé trop favorable aux actionnaires au détriment des créanciers. « La nouvelle directive européenne "Restructurations préventives", en cours de transposition dans le droit français, devrait changer la donne avec l'instauration de classes de créanciers dans la procédure de sauvegarde », indique Céline Domenget-Morin, associée chez Goodwin. Cette évolution n'aura pas seulement des répercussions sur les dossiers en procédure collective, mais influencera la dynamique

des discussions dans les procédures amiables, chaque partie prenante anticipant ses forces et ses faiblesses dans une éventuelle sauvegarde où les actionnaires ne pourront pas empêcher, ou rendre difficile de façon déraisonnable, l'adoption et la validation d'un plan.

« Ça devrait inciter les actionnaires à traiter les dossiers le plus en amont possible pour avoir encore de la valeur entre les mains lors des négociations et ne pas risquer de se faire imposer un plan contre leur volonté », estime la spécialiste du restructuring. Avec une réforme plus « creditor-friendly », la sortie de la sauvegarde de Rallie à la fin de février n'aurait vraisemblablement pas pu se faire dans des conditions aussi

défavorables aux créanciers obligataires, acculés à accepter un plan de remboursement sur dix ans de leurs créances de 1,6 milliard d'euros, dont 65 % la dernière année. « Beaucoup d'acteurs ont en effet été surpris par le déséquilibre entre le traitement réservé aux créanciers non sécurisés dans ce dossier et l'absence de tout effort demandé aux actionnaires, souligne Lionel Spizzichino, associé Restructuring chez Willkie. Heureusement un tel traitement ne sera juridiquement plus possible avec la transposition en France attendue pour cette année de la directive européenne relative aux cadres de restructurations préventives, qui comporte des garde-fous importants pour la protection des créanciers. »

prises en difficulté avant le Covid, même s'il est parfois difficile d'évaluer la part de dégradation de l'activité liée uniquement à la crise sanitaire. « Les PGE sont accordés sur des critères d'éligibilité exigeants et les banquiers effectuent un vrai travail d'analyse crédit », constate Jean-Louis Grevet, président de Perceva, dont le statut de fonds de retournement ne facilite pas forcément l'examen des dossiers de ses participations. « Mais la plupart des entreprises de notre portefeuille ont déjà été redressées et ont pu obtenir leurs PGE », indique l'investisseur, à l'exception d'Adova, qui a souffert des séquelles de son dépôt de bilan il y a quatre ans sur son historique bancaire et des difficultés actuelles de son principal client Conforama (qui représente 20 % de son chiffre d'affaires), malgré le fait que le spécialiste de la literie soit rentable depuis deux ans. En six semaines, le Comité interministériel de restructuration industrielle, dédié à l'accompagnement des ETI en difficulté de plus de 400 salariés, a vu arriver une vingtaine de nouveaux dossiers, d'après les déclarations de son secrétaire général Louis Marguerite à la presse à la fin d'avril. Soit près de deux tiers du nombre de dossiers qu'il a traités sur l'ensemble de l'année 2019. « Beaucoup d'entreprises sollicitent notre accompagnement pour l'obtention d'un PGE alors que leur situation était dégradée bien avant l'avènement du Covid », constate Jean-Pascal Beauchamp (Deloitte). Dans ce cas, nous les orientons vers la boîte à outils classique des procédures préventives, plus adaptée pour répondre à leurs problèmes structurels, d'autant que nous disposons en France de l'arsenal le plus efficace en la matière. »

LES « BONS RÉFLEXES » DES FONDS

Avec le mandat ad hoc et la conciliation, les procédures préventives en France ont fait leurs preuves dans le traitement des difficultés des entreprises et la recherche de compromis permettant une sortie par le haut. Les fonds LBO n'hésitent d'ailleurs plus à s'en saisir en amont pour négocier avec les créanciers de leurs participations qui ont du mal à rembourser des dettes mal calibrées par rapport à leurs résultats d'exploitation. « L'industrie du private equity s'est considérablement professionnalisée avec des acteurs aguerris qui se sont mobilisés auprès des entreprises de leurs portefeuilles dès le début de la crise, en les incitant à tirer sur leurs lignes de crédit sécurisées pour se constituer des réserves de trésorerie et en leur faisant bénéficier des meilleures expertises aussi bien sur les sujets financiers qu'opérationnels », souligne Pascal Bonnet, qui témoigne de la forte sollicitation des équipes de KPMG pendant le confinement pour actualiser les principales aides gouvernementales dans quelque 70 pays touchés par la pandémie. Car, si certains ont eu tendance à jouer les autruches lors de la vague précédente, l'ensemble des acteurs du secteur est désormais mieux armé pour affronter l'adversité et se préparer à la fois aux restructurations douloureuses mais aussi à saisir les immanquables aubaines qu'offre chaque crise. « Les fonds LBO ne sont pas tétanisés comme certains lors de la crise précédente, ils ont rapidement su adopter de bons réflexes pour évaluer l'impact sur leurs sociétés en portefeuille et commencent déjà à envisager des opportunités de build-up pour leurs participations les plus solides », souligne Lionel Spizzichino (Willkie). La chance des entreprises sous LBO est d'avoir des actionnaires bien dotés en cash qui pourront réinvestir en fonds propres le cas échéant, ce qui n'est pas le cas de beaucoup d'entreprises à actionariat purement familial. Encore faut-il qu'ils puissent réallouer une partie de leur capacité d'investissement dans le « sauvetage » de sociétés acquises au prix fort et compromettre durablement les promesses de TRI vendues à leurs souscripteurs. « Il ne faut pas oublier que la "dry powder" à disposition des fonds est avant tout dédiée à réaliser de nouveaux investissements, pas forcément à réinjecter des capitaux dans des lignes en portefeuille », souligne Frédéric Steiner, managing director de l'équipe Transaction services d'Alvarez & Marsal. Les arbitrages se feront donc au cas par cas dans

les renégociations avec les créanciers, qui pourraient s'avérer bien plus tendues face à des fonds de dette capables d'évincer les sponsors pour prendre leur place. « Les dossiers avec un financement en private debt auront peut-être une dynamique différente de celle des LBO financés avec de la dette bancaire. Des discussions pourraient être lancées à la fin de l'été avec des bris de covenants à traiter et des niveaux de levier accrus avec certaines levées de PGE », estime Thomas Marcorelles (Alvarez & Marsal). Si l'état d'esprit actuel des fonds de dette n'est pas de prendre les clés de manière systématique, au risque d'être black-listés par des sponsors qu'ils courtoisaient encore assidûment il y a quelques mois, les debt-to-equity swap devraient vraisemblablement se multiplier dans les prochains mois. « Les lender-led pourraient arriver plus tôt que lors de la précédente crise, qui n'en a connu finalement qu'assez peu, en toute fin de cycle. Le marché secondaire de la dette s'est très largement développé en dix ans, tandis que les unitrancheurs, dont l'ADN est plus proche de celui d'un investisseur que de celui des banques, seront volontaires pour prendre le contrôle dans certaines situations », prédit Céline Domenget-Morin (Goodwin). Ce qu'il illustre le cas de l'enseigne de pressing 5àsec, qui vient de passer sous le contrôle de son créancier unitranche LGT Capital Partners, évinçant son sponsor depuis trois ans, Bridgepoint Development Capital (voir page 12).

DÉFICIT D'INVESTISSEURS EN RETOURNEMENT ?

Mais au-delà des restructurations purement financières, les entreprises du midmarket en difficulté opérationnelle nécessitent d'autres types d'intervenants. Or les fonds de retournement prêts à mouiller la chemise sur des dossiers compliqués ne se bousculent pas au portillon, hormis quelques rares holdings industrielles comme Alandia, Arcole Industries, Excelrise, et des fonds institutionnels qui se comptent sur les doigts d'une main tels que l'incontournable Perceva et les plus récents Prudentia Capital et Hivest, plus positionnés sur des situations spéciales. « Notre métier est d'investir au son du canon et de gérer l'instabilité, donc nous sommes bien placés pour investir dans les prochains mois », assure Nicolas de Germay, président d'Alandia Industries, holding spécialisée dans la reprise d'entreprises en difficulté, qui a notamment réussi le retournement de l'expert du graphite synthétique Carbone Savoie repris en 2016 et lauréat du prix Ulysse en 2019. « Nous disposons d'une souplesse dans le mode d'intervention qui nous permet soit de lever un nouveau fonds long terme, soit d'investir en deal by ●●●

« LES FONDS OPPORTUNISTES AURONT DU MAL À ENTRER PAR LA DETTE DANS LES ENTREPRISES AYANT OBTENU DES PGE », BAREMA BOCOM, KPMG



DE LA BANDE PASSANTE CHEZ ARCOLE

En plein confinement, Arcole Industries a bouclé, à la fin d'avril, la reprise de la PME de charpente industrielle Champeau à la barre du tribunal de commerce de Limoges, après que ses sponsors depuis 2006, Ardian et Andera Partners, eurent jeté l'éponge. « L'entreprise souffrait d'un endettement trop lourd face à une exploitation sous-performante mais rentable », indique Delphine Inesta, associée d'Arcole Industries. Héritière de Caravelle, dont elle s'est totalement émancipée en 2014, la société d'investissement spécialiste du retournement dispose de bande passante pour étudier des dossiers dans lesquels elle compte investir avec discernement. « Pour l'heure, nous ne sommes pas encore assaillis de demandes, le deal flow n'a pas connu de hausse avec la crise grâce aux mesures de sauvetage du gouvernement qui ont

bien joué leur rôle d'amortisseurs », témoigne Delphine Inesta, qui indique tout de même que le calendrier devrait s'accélérer pour un dossier à l'étude. Pour ce qui est des trois autres filiales détenues par Arcole dans la carrosserie industrielle, les réseaux de chaleur et les fûts à bière, elles ont déjà été redressées et sont dans une phase de développement qui les rend moins vulnérables que des entreprises encore empêtrées dans les difficultés opérationnelles.

Pour autant, l'équipe d'investisseurs d'Arcole s'est mobilisée dès les premières heures du confinement pour les aider à déployer les mesures d'urgence. « La première réaction a été de mettre en place un protocole sanitaire pour sécuriser les salariés de nos filiales », témoigne Delphine Inesta, qui a planché avec ses associés et les dirigeants de ses

quatre pôles d'activité sur des mesures construites de manière collaborative avec les salariés. Ensuite, il a fallu s'attaquer au nerf de la guerre, à savoir à la trésorerie, en mettant en place les mesures d'activité partielle, les demandes de PGE et en négociant les reports de loyers. « Outre les mesures d'envergure déployées par le gouvernement, la plupart des parties prenantes a eu une attitude responsable et solidaire, se félicite Delphine Inesta, qui cite l'exemple de bailleurs qui ont joué le jeu alors que rien ne les y contraignait. Désormais, toutes nos activités sont reparties à la hausse. La principale inconnue est le rythme de redécollage post-confinement. » Même si les secteurs des biens d'équipement et des infrastructures sur lesquels sont positionnées ses filiales sont moins directement exposés à la baisse de la consommation.



« OUTRE LES MESURES D'ENVERGURE DÉPLOYÉES PAR LE GOUVERNEMENT, LA PLUPART DES PARTIES PRENANTES A EU UNE ATTITUDE RESPONSABLE ET SOLIDAIRE », DELPHINE INESTA, ASSOCIÉE D'ARCOLE INDUSTRIES

... deal », renchérit de son côté Jean-Louis Grevet, particulièrement sollicité ces dernières semaines sur de nouveaux dossiers. Son précédent véhicule, qui a collecté 200 millions d'euros en 2014, est quasi-entièrement investi dans une dizaine d'entreprises. Mais, s'il se dit prêt à intervenir dans un ou deux dossiers en fonction de ses critères de sélection habituels, le président de Perceva ne se considère pas comme une « réponse de place » pour une crise qui s'annonce bien plus aiguë que celle de 2008. « Les LBO en difficulté ne constituaient que 15 % de notre deal flow après la crise financière, car les banques et les fonds avaient

réussi à traiter le gros de la vague », rappelle Jean-Louis Grevet. En vingt-cinq ans de métier et presque autant de plans sociaux, l'investisseur chevronné déplore qu'il y ait toujours aussi peu de capital alloué au retournement en France. D'autant que les particularités locales du restructuring à la française ne sont pas adaptées au mode d'intervention très financier de la plupart des acteurs anglo-saxons. « Platinum, Matlin Patterson, Sun Capital ou Oaktree sont venus et repartis », constate, stoïque, Jean-Louis Grevet. « Il faut couper court au mythe du déficit d'investisseurs en retournement en

France, s'impatienter Nicolas de Germa. Quand on analyse les statistiques des défaillances en France, sur les près de 60 000 entreprises qui déposent le bilan tous les ans, seules 16 000 sont potentiellement redressables. Mais sur les 16 000, la très grande majorité emploie moins de 10 salariés. En réalité, à peine plus de 240 entreprises employant plus de 50 salariés sont susceptibles d'intéresser un investisseur en retournement. Le deal flow annuel pour une vingtaine d'investisseurs du retournement en France n'est donc pas pléthorique. » Justement, la crise actuelle ne risque-t-elle pas d'accroître considérablement le nombre de dossiers laissés sur le carreau ? « Je ne pense pas que le nombre de dépôts de bilan double, car beaucoup de problèmes seront traités en amont », estime le fondateur et ancien président de l'ARE, qui a également créé l'association des investisseurs en retournement (AIR) en 2015.

Si cet optimisme de la part d'un professionnel reconnu du retournement est rassurant, le risque non négligeable de voir le distressed M&A sur les grosses PME et ETI industrielles animé par des acteurs étrangers reste réel. En témoigne la nature des candidats postulant à la reprise de Novares, l'équipementier automobile détenu majoritairement par Equistone depuis 2016 (avec Bpifrance) placé en RJ à la fin d'avril. Le fonds allemand Quantum, les américains OpenGate, Apollo et Atlas étaient les seuls professionnels du retournement en lice pour la reprise aux côtés de deux industriels et du duo d'actionnaires historiques, dont le plan de continuation a été finalement retenu par le tribunal de commerce de Nanterre (92) le 27 mai. L'ex-Mecaplast, employant 9 400 salariés avec un chiffre d'affaires consolidé de 1,3 milliard d'euros, va recevoir 146 millions d'euros de new money, dont 71 millions de PGE et 75 millions injectés par Equistone et Bpifrance sous forme de prêt d'actionnaire pour 45 millions d'euros et de nouveaux fonds propres pour 30 millions. Le plan de continuation prévoit également la conversion de 260 millions d'euros de dette, soit plus des trois quarts de la créance d'une douzaine de prêteurs bancaires qui détiendront 25 % du capital dans le cadre de ce premier lender-led d'envergure provoqué par la crise du Covid. Mais malheureusement pas le dernier. ■

H.E.B.



« NOTRE MÉTIER EST D'INVESTIR AU SON DU CANON ET DE GÉRER L'INSTABILITÉ, DONC NOUS SOMMES BIEN PLACÉS POUR INVESTIR DANS LES PROCHAINS MOIS », NICOLAS DE GERMA, ALANDIA