

Option
DROIT & AFFAIRES

www.optiondroitetaffaires.fr

NUMÉRO SPÉCIAL

RESTRUCTURING

CLASSEMENTS
des cabinets d'avocats
et le répertoire
des conseils

RETOURNEMENT
L'Etat à la manœuvre

LA TABLE RONDE
Fonds alternatifs :
le choc des cultures ?

Walter Butler,
président
de Butler Industries

**Le calme entre
deux tempêtes**

Un supplément des magazines

Option
Finance

Option
DROIT & AFFAIRES

Restructuring : une période d'accalmie entre deux tempêtes

2015 a marqué une rupture avec les années précédentes particulièrement actives en matière de renégociations de dettes. Les principaux dossiers des années 2008-2010 ont désormais été traités et les professionnels s'attendent à une prochaine vague à compter de fin 2016 (cf. Après la tempête, pas vraiment de beau temps, pages 10 à 13). Les derniers mois ont donc surtout été judiciaires. Les dossiers se sont enchaînés à la barre des tribunaux de commerce en arrivant souvent dans un état de délabrement avancé, justifiant l'ouverture immédiate d'un redressement judiciaire, voire passant parfois directement à la case liquidation judiciaire. Plusieurs batailles à la barre ont fait l'objet de nombreux commentaires dans la presse comme celles sur Fram, NextiraOne (le premier prépack cession) ou encore Gerard Darel. Des dossiers examinés de près par des fonds alternatifs étrangers, dits «alternative capital providers», qui font leur grand retour en France après avoir investi les marchés espagnols et italiens (cf. Fonds alternatifs : le choc des cultures ?, pages 16 à 25). Leur présence pourrait donner un nouvel élan au marché pour permettre de donner accès aux entreprises en difficulté à des créanciers peu effrayés par l'idée de convertir leur dette en capital.

Le retournement, nouvelle voie d'intervention pour l'Etat

Ces fonds alternatifs ne semblent pas encore inquiéter les acteurs du retournement français, au premier rang desquels Butler Industries (cf. l'interview de son président, Water Butler). Le gouvernement y est cependant attentif et a annoncé, à travers la voix de son ministre des Finances Emmanuel Macron, vouloir créer «un bras armé de l'Etat pour la reprise d'entreprises en difficulté». S'il existe déjà des fonds régionaux ayant pour objectif la préservation de l'activité de l'entreprise sans attendre un retour sur investissement trop rapide, force est de constater qu'ils ne sont pas suffisamment attractifs pour des investisseurs étrangers. Et les acteurs du retournement d'appeler surtout de leurs vœux que l'Etat aide au développement de fonds nationaux, chargés d'investir dans les grands dossiers de restructuration. «Nous travaillons à avoir un fonds de retournement avec une structure public-privé, indiquait le ministre en septembre dernier. L'idée serait un 49 % région-Etat-BPI et 51 % privé avec des équipes compétentes.» Toutefois, l'investissement d'argent public dans le retournement d'entreprises n'est pas dénué de risque. D'abord au niveau de la menace de requalification de l'investissement en aide d'Etat. Mais également au niveau du sérieux des critères d'investissement, qui doivent demeurer rationnels pour éviter un retour aux errements des années 1980 où l'argent public était parfois utilisé pour placer sous perfusion des entreprises exsangues.

Limiter la casse sociale est bien entendu l'objectif principal de l'exécutif. Et si les réformes du Code du travail sont annoncées tous les ans (une réforme du licenciement collectif est d'ailleurs dans les cartons du gouvernement), les chiffres du chômage demeurent toujours alarmants. Les professionnels du droit reconnaissent pourtant certaines avancées au niveau du dialogue social, notamment facilitées par l'intervention de la Direccte (cf. PSE : plus de dialogue, moins de contentieux ?, pages 30 à 33)

La recomposition du marché des avocats

Le traitement des dossiers de restructuration a donc évolué pour les avocats. La sophistication des dossiers implique aujourd'hui le besoin de compétences diverses comme le corporate, le financement, le fiscal et le social. Les boutiques de niche, historiquement bien placées sur ce marché, se trouvent donc désormais dans une position délicate. Et certains fondateurs en ont d'ailleurs pris conscience en choisissant de rompre avec leur stratégie d'indépendance. Ainsi le cabinet Théron s'est rapproché de HPML tandis que SEH Legal a fusionné avec FTPA (cf. Restructuring : une redistribution des cartes pages 44 à 45). Une prochaine réforme devrait participer à cette reconstruction du marché : l'ouverture du capital des cabinets d'avocats aux administrateurs judiciaires. Plusieurs structures ont déjà indiqué à la rédaction qu'elles y réfléchissaient sérieusement.■

Ondine Delaunay



Entretien avec **Walter Butler**, président de Butler Industries

Acteur majeur du retournement en France, Walter Butler a connu une année 2015 très active. Il livre à Option Droit & Affaires son analyse du marché français de la restructuration et de ses récentes évolutions.

Le nombre de défaillances d'entreprises en France (63 081 en 2015 selon les données d'Altareas) demeure à un niveau élevé. Comment l'expliquez-vous ?

Parce qu'il y a trop de dettes, pas assez de fonds propres, ni assez de croissance ! Une entreprise sur deux meurt dans les cinq ans suivant sa création, en passant par une liquidation judiciaire dans 95 % des cas, c'est malheureux mais c'est ainsi. Le vrai sujet concerne plutôt les entreprises d'une certaine taille, qui ont plus de cinq ans d'existence et qui connaissent des problèmes. Elles finissent rarement en liquidation, ce qui est assez rassurant. Les discussions s'engagent avant une éventuelle cessation de paiement, notamment via des conciliations, qui permettent de trouver des solutions in bonis. Un accord est trouvé la plupart du temps, mais il se révèle souvent très compliqué et insuffisant sur le long terme car personne ne veut abandonner ses positions et ne reconnaît l'ampleur de la perte de valeur, tant les dirigeants que les actionnaires, la dette senior, la mezzanine, etc. Si les comportements ne changent pas, le nombre de conciliations qui échouent et se transforment en défaillances se maintiendra à un niveau élevé.

Butler Industries a réalisé une belle sortie en cédant Anovo à Ingram Micro et a repris trois sociétés en 2015. Quel bilan faites-vous de votre activité des derniers mois ?

L'opération Anovo était la plus importante reprise en dépôt de bilan depuis une vingtaine d'années, avec plus de 5 000 salariés. Nous avons augmenté le chiffre d'affaires de plus de 50 %, créé des emplois pendant toute notre période d'investissement, et avons trouvé une bonne solution industrielle et financière. En 2015, en France, nous avons notamment repris NextiraOne, Isodev et Altilans. L'année a donc été très active. Pour NextiraOne, le leader indépendant dans l'intégration des solutions digitales des entreprises, cela a été la plus importante reprise de l'année et une opération très complexe. Nous avons repris l'ensemble du personnel, soit près de 1 500 personnes en France... Nous n'avons pas perdu de clients et avons très vite développé des projets innovants. Au 31 décembre, nous étions positifs en exploita-

tion et en résultat net pour nos six premiers mois. C'est un très bon démarrage.

Comment choisissez-vous vos cibles ?

Butler Industries se différencie des autres acteurs de la place en ce qu'il traite des dossiers de retournement complexes. Nous reprenons principalement des entreprises en dépôt de bilan, dont le retournement est de nature opérationnelle, et beaucoup moins de dossiers financiers traités en amiable.

Nous analysons en priorité l'intérêt du secteur d'activité de l'entreprise. Puis nous examinons la capacité de l'entreprise à se redresser. Face à la multitude de dossiers, la question la plus importante n'est pas de savoir où nous allons dépenser notre argent mais où nous allons investir notre temps. Ensuite, il ne faut pas se tromper sur les besoins financiers nécessaires au redressement de l'entreprise. Un retournement

«Le prépack cession est un outil extrêmement efficace, très justifié dans certains cas mais qui doit être utilisé avec discernement.»

demande d'importants moyens financiers. Pour une entreprise de 300 millions d'euros de chiffre d'affaires, il faut pouvoir être capable d'investir en moyenne une trentaine de millions d'euros. Ce n'est pas le prix d'acquisition qui est important, mais tous les besoins nécessaires par la suite.

La reprise par Butler de la société NextiraOne en juin dernier fut marquée par la première utilisation du prépack cession depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 mars 2014. Quel regard portez-vous sur cette procédure ?

Le prépack cession est une arme nucléaire qui permet au tribunal, bien entendu en suivant un certain nombre de règles et avec l'accord du procureur de la République, de choisir immédiatement le repreneur. C'est donc à mes yeux un outil extrêmement efficace, très justifié dans certains cas mais qui doit être utilisé avec discernement. La situation de la société doit justifier une solution immédiate et une période d'observation ultra-réduite, les autres solutions doivent avoir été envisagées, et ne pas avoir abouti. De même, le repreneur doit être aguerri, incontestable et faire son affaire de beaucoup d'aspects juridiques, compte tenu de la rapidité du processus.

Vous avez renoncé à lever un nouveau fonds en 2014 et investissez désormais via votre holding personnelle. Etes-vous satisfait de ce choix ?

Butler Industries a réalisé son premier investissement industriel pour compte propre il y a plus de vingt ans ! Je pense depuis longtemps que faire du retournement est très difficile via un fonds, qui engendre une pression malsaine sur l'investissement. En conséquence, nous avons décidé il y a deux ans de ne plus investir en retournement sous forme de fonds mais de manière plus industrielle. Le marché du retournement en Europe et en France présente de nombreuses opportunités et nous entendons bien rester présents. Mais ce que peu de gens savent, c'est que nous avons fait une dizaine d'opérations de reprise en cessation de paiements en Europe ces dernières années, en Allemagne, en Angleterre, en Irlande, en Suisse, en Espagne et au Portugal. De ce fait, je pense pouvoir dire que nous avons un savoir-faire unique en Europe. Butler Industries est aussi présent en Amérique latine, à São Paulo, et en Chine, à Shanghai, mais plus dans des opérations de croissance.

Comment expliquez-vous la faible activité des acteurs du retournement en France ?

La faible activité des acteurs français du retournement s'explique par le fait qu'il n'est pas aisé de faire des investissements de manière récurrente chaque année, et aussi parce que c'est un métier risqué et très difficile. A la différence du LBO, il est difficile de prévoir les montants qui seront investis et de définir des objectifs de TRI. C'est en cela que la gestion de notre temps prime sur la gestion de notre argent dans le choix d'un dossier. Dans ces conditions, beaucoup de fonds spécialisés ne veulent plus faire de retournement ou n'ont plus les moyens suffisants. Quant aux holdings de retournement, nombre d'entre elles ont connu des échecs et n'interviennent plus. Les rares acteurs toujours actifs regardent des dossiers moins complexes que les nôtres et interviennent donc rarement en judiciaire.

Quant aux acteurs étrangers de retournement par l'equity, il en existe peu. Les fonds anglo-saxons entrent par la dette dans des dossiers de restructuration financière pour en prendre ou non le contrôle. Mais nous ne considérons pas ces fonds comme des concurrents car faire du retournement, c'est injecter de l'argent dans des entreprises qui en ont besoin.

Quel regard portez-vous sur la présence accrue des fonds alternatifs anglo-saxons dans les dossiers de restructuration ?

Leur présence ne change pas la donne pour Butler Industries. Dans les dossiers de restructuration financière, ces acteurs achètent de la dette avec une stratégie spéculative et un rôle activiste. Ils permettent aux banques d'avoir un

discours bienveillant avec les entreprises dont elles sont créancières car nombre d'entre elles vendent tout ou partie de leur créance à ce type de fonds qui jouera un rôle de blocage à leur place. L'intervention de ces fonds dans les conciliations accentue la pression sur les parties prenantes à la procédure, notamment les actionnaires, et peut complexifier les dossiers du fait de la présence d'un créancier supplémentaire, qui entre à un prix différent du prix initial.

L'initiative présentée en septembre dernier par Bercy pour favoriser la création de véhicules français spécialisés dans le retournement d'entreprises vous semble-t-elle bonne ?

L'initiative d'Emmanuel Macron de favoriser l'activité de retournement est positive et je le lui ai dit. L'Etat a compris que les acteurs du retournement ne sont pas des vautours, qu'ils sont utiles à l'économie. Je pense néanmoins que son message n'était pas de dire que l'Etat allait investir dans des fonds de retournement, mais plutôt qu'il était prêt à investir dans cette activité. S'il décidait de créer des fonds de retournement, encore faudrait-il trouver les gérants. Rappelons que de nombreux investisseurs ont voulu lancer cette activité, sans succès. Je ne vois pas comment l'Etat y parviendrait davantage.

Quelles mesures pourraient favoriser l'activité de retournement en France ?

Deux mesures innovantes ! D'abord en labellisant des investisseurs. Plutôt que de créer des structures qui investiraient dans des fonds de retournement ou de tenter de créer ces fonds de retournement, il vaut mieux accompagner les acteurs

«L'Etat a compris que les acteurs du retournement ne sont pas des vautours, qu'ils sont utiles à l'économie.»

existants. Pour un investisseur labellisé, c'est-à-dire dont la collectivité reconnaîtrait la compétence, le savoir-faire et la déontologie, et qui investirait dans une entreprise, l'Etat pourrait proposer d'investir le même montant sous forme d'actions particulières ou de prêt. C'est ce qui se fait aux Etats-Unis avec les matching grants. Bien entendu, ce label peut être retiré, comme tout agrément.

Ensuite, il est vital d'aider au financement du BFR en année 2 ou 3, ou ensuite. En effet, lorsque le retournement fonctionne, un problème de BFR survient au bout de quelques mois. Nous avons connu cette situation pour Anovo, en passant de 250 millions d'euros de chiffre d'affaires à 350 millions. C'est une bonne nouvelle pour l'entreprise mais pas pour le BFR, que les banques refusent souvent de financer, ce que l'on peut comprendre. Le rôle des acteurs du retournement n'est pas de remettre de l'equity, en plus de ce qui a déjà été mis pour financer le BFR des sociétés en croissance. L'Etat devrait donc mettre en place un système d'accompagnement, sous l'égide du Ciri par exemple. ■

Propos recueillis par Florent Le Quintrec