

Les fonds de retournement

Par Nicolas de GERMAY

Associé fondateur d'Alandia Industries

Les investisseurs en retournement financent les entreprises dont les difficultés ne peuvent plus être comblées par les acteurs traditionnels.

Il y a trois types de situations, lesquelles sont classées de la moins à la plus risquée : les restructurations financières traitant des déséquilibres du bilan ; le traitement du P&L (*Profit and Loss* – Pertes et profits) à la suite d'un accident ou d'un problème conjoncturel ; et la refonte du *business model* et du P&L.

Ces sujets sont traités par deux types d'investisseurs :

- les fonds, qui gèrent l'argent d'investisseurs institutionnels : ils font preuve d'une certaine passivité et d'une faible implication sur le plan opérationnel ; ils concentrent leurs investissements sur les situations les moins dégradées,
- les *holdings*, qui investissent l'argent de leurs associés : au contraire des fonds, ils sont très opérationnels et impliqués et investissent largement même dans les cas les plus critiques.

Les investissements en retournement sont des investissements risqués : sur les dix dernières années, seuls environ 10 % des investissements de ce type réalisés en France ont été des succès. Notre opinion est donc qu'il est compliqué d'offrir des retours sur investissement (et une régularité) adaptés au modèle des fonds (LBO).

Au regard de sa stratégie, Alandia cherche à prendre le contrôle majoritaire d'entreprises présentant un savoir-faire et dont les leviers permettant leur retournement sont activables par les managers de celle-ci (leviers non exogènes), pour les repositionner sur des marchés d'avenir et assurer leur pérennité par la génération de *free cash flows*.

Rappels liminaires

Tout au long de son parcours de vie, une entreprise passera par différents stades

À chacun correspondra un type d'actionnaires :

- Le *early stage* (*friends & family*).
- Les VC (*venture capitalists*).
- Le LBO (*Leverage Buy out, small, mid, large*).
- Les industriels ou les marchés financiers.

Tout au long de sa vie, toute entreprise passera par une ou plusieurs phases de difficulté. Il est donc normal de compter sur des investisseurs adaptés à chacune de ces phases.

On parlera d'investisseurs en retournement quand les difficultés ne peuvent plus être comblées par les acteurs traditionnels et que les actionnaires et dirigeants de l'entreprise concernée doivent dès lors se tourner vers des acteurs spécialisés.

Les différents stades de difficulté

Voici les principales situations rencontrées par les investisseurs en retournement, lesquelles sont classées par ordre croissant de gravité :

- Restructuration de la dette ou refinancement à la suite d'un « accident⁽¹⁾ » (il est ici remédié aux déséquilibres du bilan) ;

⁽¹⁾ Comme la défaillance d'un client ou d'un fournisseur.

- Difficultés opérationnelles conjoncturelles (ici sont traités les déséquilibres du compte de résultat) ;
- Nécessité d'une refonte totale ou partielle du *business model* (est opérée une refonte du compte de résultat).

En fonction de ces situations, les besoins et les contraintes seront très différents :

- Remédier aux déséquilibres d'un bilan nécessite de disposer 1) de capitaux, 2) de compétences financières et 3) d'une crédibilité (principalement financière) permettant de restaurer le crédit (au sens de la confiance que lui accordent ses principaux partenaires) de la cible.
- Traiter des déséquilibres d'un compte de résultat nécessite 1) d'avoir une capacité de financement du plan de retournement et des pertes de l'entreprise, 2) d'être en capacité d'aider le management à mettre en œuvre un plan (voire à assumer en direct certaines tâches⁽²⁾) et 3) de disposer d'un horizon de temps suffisant pour faire face aux aléas.
- Refondre le compte de résultat nécessite 1) d'avoir une capacité de financement du plan de retournement et des pertes de l'entreprise, 2) de faire preuve d'une implication directe au moins dans les premiers mois,

⁽²⁾ Plus on ira en profondeur dans la refonte du compte de résultat, plus le management pourra être en difficulté face à des situations extraordinaires au sens littéral du terme (des situations dépassant le cadre de son activité régulière) : par exemple, la mise en œuvre d'un ERP (*Enterprise resource planning*), le repositionnement de l'entreprise sur ses produits rentables ou la fermeture d'une usine, ce qui est irrémédiablement source d'enjeux sociaux, financiers et logistiques lourds pour un groupe.

3) de justifier de l'expérience managériale et industrielle nécessaire pour mobiliser les équipes, et 4) disposer de suffisamment de temps.

Cette diversité des besoins et des contraintes explique l'existence de plusieurs types d'investisseurs en retournement, dont le détail est donné dans le tableau ci-après.

Parti pris

Mon expérience (près de trente ans) du retournement au sens large du terme m'amène à considérer que procéder à un simple réaménagement du bilan ne suffit généralement pas. En effet, le déséquilibre du bilan n'est le plus souvent que la conséquence d'un manque récurrent de rentabilité de l'entreprise concernée par rapport à ses concurrents. Un simple rééchelonnement des dettes – même assorti d'un apport d'argent frais – consistera donc le plus souvent à repousser à plus tard une réorganisation nécessaire de l'entreprise pour que celle-ci retrouve un niveau de rentabilité cohérent avec celui du marché sur lequel elle intervient. Je vais donc prendre le parti de centrer mon propos sur les investisseurs qui concentrent leur action sur la refonte du compte de résultat.

Le métier du retournement est un métier risqué, ce qui explique que peu de fonds soient actifs sur ce créneau

Pour réussir, il faut être capable d'apporter de l'argent, mais surtout de mener une transformation qui soit rapidement opérationnelle, ce qui suppose des compétences et de l'expérience.

Sur les dix dernières années, il y a eu une forte dispersion de la réussite de ce type de transformations et donc des retours sur investissements (TRI⁽³⁾) pour les

investisseurs en retournement. En d'autres termes, les taux de réussite sont très aléatoires. Peu de retournements réussis assureront la rentabilité des capitaux investis.

Entre 2010 et 2020, mes équipes ont mené une analyse – à partir de données publiques – portant sur 220 sociétés reprises par les principaux investisseurs en retournement. Cette analyse s'est faite sur la base des critères d'appréciation détaillés dans la Figure 1 suivante.

Constat	Situation économique	Performance pour l'investisseur
Réussite	L'entreprise génère suffisamment de trésorerie pour financer ses projets de développement et rembourser ses dettes	Supérieure (50%) ou égale (50%) à celle des fonds de Private Equity classiques
Stable mais fragile	Pérennité assurée à court terme mais, de nouveau, problème de sous-investissement	L'entreprise reste en portefeuille. L'investisseur espère retrouver sa mise
Échec	L'entreprise consomme encore de la trésorerie, ce qui aboutit à un dépôt de bilan ou à une cession rapide	Perd l'essentiel de son investissement

Figure 1 : Les trois issues possibles pour les investisseurs en retournement – Source : Alandia Industries, 2022.

⁽³⁾ Taux de rentabilité interne.

	Fonds d'investissement	Holdings d'investissement
Profil et expérience des équipes	Professionnels de la finance gérant les fonds d'investisseurs extérieurs	Entrepreneurs (ex-PDG de PME / ETI...) investissant leur argent
Horizon d'investissement	3 à 5 ans maximum	Aucune contrainte de temps
Stratégie de l'actionnaire	<ul style="list-style-type: none"> - Rendre autonome - Améliorer la performance financière - Préparer l'<i>exit</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Rendre autonome - Améliorer la performance financière - Améliorer les opérations en s'appuyant sur sa propre expérience - Préparer l'<i>exit</i>
Implication / soutien au management	<ul style="list-style-type: none"> - Apport de conseils au management - Évaluation sur la base de la performance - Assurer la gouvernance 	<ul style="list-style-type: none"> - Implication à temps plein aux côtés de l'équipe de Direction - Accompagnement opérationnel du management dans la réalisation du plan - Assurer la gouvernance
Importance de la participation pour l'actionnaire	Nombreuses participations en portefeuille (~10-15) : attention limitée tant que la performance est satisfaisante	Quelques participations en portefeuille (~2-3) : forte attention dédiée à chaque participation
Déploiement	Pression des <i>Limited Partners</i> sur : <ul style="list-style-type: none"> - le timing de déploiement des fonds levés - le timing de l'<i>exit</i> 	Possibilité de rester « inactif » en fonction des opportunités

Tableau 1 : Les différents types d'investisseurs en retournement – Source : Alandia Industries, 2022.

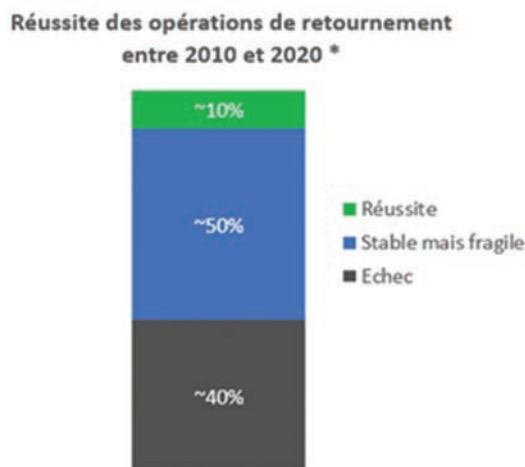
Voici un état de la situation en 2020 des 220 investissements soumis à analyse :

- 50 % des dossiers étaient toujours dans le portefeuille des investisseurs : le retour sur investissement pour ces derniers était égal à 0 % (pour un TRI potentiel qui serait de toute façon très faible au regard de la durée de détention) ;
- 25 % des investissements ont abouti à un dépôt de bilan, soit un retour négatif ou au mieux nul pour les investisseurs ;
- 12 % des investissements ont été cédés pour 1 euro, soit un retour négatif ou au mieux nul pour les investisseurs ;
- 8 % des entreprises reprises ont été cédées avec un retour compris entre deux et cinq fois la mise initiale, soit un gain pour les investisseurs conforme au *private Equity*, alors que le risque était beaucoup plus grand ;
- enfin, 4 % des investissements (moins de neuf entreprises) ont donné lieu à des retours très importants (plus de dix fois la mise). Ce sont les dossiers de ce type qui assurent un équilibre financier pour les investisseurs en retournement.

Le retournement semble donc – statistiquement et temporellement – peu adapté à des levées de fonds dans le cadre des *private equity* classiques.

À titre d'illustration, il est intéressant d'observer sur vingt ans l'évolution des principaux acteurs historiques :

- Butler Capital : créée en 1990 sous la forme d'un fonds d'investissement spécialisé en retournement, cette société a été transformée l'année suivante en une *holding* d'investissement (Butler Industries). En 2007, une partie de l'équipe en charge de l'investissement montera un fonds d'investissement concurrent, Perceva ;
- Caravelle : créée en 1995 sous la forme d'une *holding* d'investissement, elle est devenue en 2007 Arcole Industries. L'équipe d'Arcole a levé un fonds d'investissement en 2022, marquant l'un des rares mouvements entre *holding* et fonds ;



* Source : Analyse Alandia Industries d'un échantillon de 220 reprises par des investisseurs en retournement et en situations spéciales en France entre 2010 et 2020.

Figure 2 : Taux de réussite et d'échec des opérations de retournement – Source : Alandia Industries.

- Verdosso : créée en 1997, elle est devenue une *holding* en 2012.

L'Association des investisseurs en retournement (AIR – www.a-ir.fr) a recensé, en 2022, un total de seize investisseurs réguliers en retournement, dont 75 % opérant sous la forme de *holding*.

Quel type d'entreprises recherchons-nous en termes d'investissement ?

Nous recherchons des entreprises possédant un savoir-faire (par exemple, celles faisant preuve de leur utilité sur leur marché).

Nous préférons prendre le contrôle de celles-ci afin de pouvoir dérouler notre plan opérationnel de transformation.

Nous privilégions les contextes dans lesquels la réussite du plan est basée sur des facteurs que nous maîtrisons (à la main de l'entreprise) et non sur des facteurs exogènes, qui, par exemple, dépendent des décisions des clients ou des réactions des concurrents.

Quel objectif poursuivons-nous ?

Notre objectif est double :

- Repositionner l'entreprise sur des marchés d'avenir, en appliquant une stratégie de moyen terme privilégiant la compétitivité de l'entreprise, la diversification de son activité et les investissements productifs dans le but d'améliorer, année après année, le positionnement de l'entreprise sur son marché.
- Rendre l'entreprise autonome, c'est-à-dire faire en sorte que l'activité de celle-ci génère assez de *cash-flow* pour pouvoir financer ses investissements (*free cash-flow* positif). Elle pourrait aussi décider de s'endetter pour des raisons liées à l'accélération du rythme de son développement, mais elle pourrait tout autant s'en dispenser.

Quelles situations souhaitons-nous éviter ?

Des chiffres d'affaires très difficiles à stabiliser

Cela correspond à des entreprises opérant sur :

- Des marchés dont les perspectives sont mauvaises à horizon du *business plan*.
- Des marchés faisant face à une rupture technologique.
- Des marchés très exposés aux importations de pays hors UE et pour lesquels les barrières à l'entrée sont très faibles, et/ou des marchés peu protégés.

Des leviers de redressement dont la mobilisation repose essentiellement sur des facteurs exogènes

Cela correspond aux cas de figure suivants :

- Une forte croissance (hypothétique) du chiffre d'affaires liée à des gains de parts de marché, une expansion géographique à de nouveaux marchés, la diversification des ventes, les *business plan* présentant des chiffres d'affaires en forme de « crosse de hockey » ...
- Un retour à la rentabilité du modèle reposant sur un investissement dans la R&D, qui sera d'autant plus conséquent qu'aucune *proof of concept* n'aura été apportée en amont.

- Une amélioration des coûts de revient non assortie d'un plan crédible et quantifié (financement des CAPEX, nouveau contrat social ou réduction des coûts).

Les entreprises dont l'essentiel des actifs a déjà été cédé

Cela correspond à la situation d'entreprises présentant :

- Une absence de fonds de commerce : impossibilité d'utiliser une marque historique essentielle à la survie de l'entreprise, une base clients transférée à un tiers...
- Une absence d'actifs immobilisés ou des actifs « mobilisés » : *sales and lease back*, *leasing* d'installations industrielles, etc.
- Une absence d'actifs circulants ou des actifs « mobilisés » : *affacturage*, *daily*, financement sur stocks, *reverse factoring*...

Les principales conditions de la réussite

Ces conditions sont détaillées dans la Figure 3 ci-dessous.

De l'importance de préparer le bon adossement

Un retour à la rentabilité n'est pas suffisant pour assurer la pérennité à long terme de l'entreprise. L'adossement futur au bon repreneur doit être anticipé dès la reprise et dès le lancement du plan de retournement.

Notre structuration sous la forme d'une *holding* nous permet notamment de nous soustraire à la contrainte de temps liée à l'*exit*⁽⁴⁾.

Nous recherchons un adossement qui permette à l'entreprise de poursuivre sa croissance dans les meilleures conditions.

Cette recherche peut s'avérer complexe. Il faudra souvent convaincre des acteurs qui avaient fait le choix, quelques années auparavant, de ne pas investir dans l'entreprise concernée.

Les réflexions sur les axes d'un développement futur doivent être anticipées : se développer sur quels nouveaux marchés ? Avec quels produits ? Moyennant

quelles innovations ? Avec quelles synergies pour le repreneur ?

Le principal ennemi du retournement – Le déni de réalité

De façon compréhensible, le chef d'entreprise, voire certains de ses partenaires ou collaborateurs vont analyser la dégradation de l'entreprise comme temporaire ou vont lui chercher des causes exogènes retardant d'autant le diagnostic et, par conséquent, la mise en place de mesures correctrices.

Cette phase d'incertitude va être source d'un retard souvent mortel pour l'entreprise, dont la situation souffre :

- d'un diagnostic incomplet se limitant aux conséquences financières, alors que les difficultés proviennent de déséquilibres plus profonds (essentiellement liés à la compétitivité) ;
- d'une sous-estimation des besoins réels nécessaires à la mise en œuvre du retournement, que ce soit :
 - en matière managériale : pour éviter de faire reposer la mise en œuvre du plan de retournement sur la même équipe dont l'action a conduit l'entreprise à la situation rendant nécessaire la mise en œuvre d'un tel retournement ou, tout simplement, parce que la mise en place du plan nécessitera le recours à des compétences « inhabituelles », il est recommandé d'injecter du « sang neuf » dans l'équipe de direction ;
 - en matière financière : il est fréquent de voir le dirigeant limiter l'ampleur de ses besoins financiers soit par optimisme, soit parce que l'actionnaire rechigne à contribuer au financement du retournement et donc à accepter la recherche d'un nouvel investisseur ;

- enfin – conséquence fréquente du point précédent –, un simple report des dettes⁽⁵⁾, et non leur abandon, va condamner l'entreprise à seulement survivre : en effet, l'essentiel du *cash-flow* sera affecté au remboursement du passif, au détriment des investissements nécessaires à son développement, et à la protection de l'actionnaire.

⁽⁴⁾ Un fonds d'investissement a une durée de vie souvent limitée lui imposant une revente de ses participations selon des contraintes temporelles pas nécessairement compatibles avec la mise en œuvre d'un plan de retournement.

⁽⁵⁾ Bien des plans de sauvegarde ou de continuation ont le même effet.



Figure 3 : Les principales conditions de réussite – Source : Alandia Industries, 2022.