

Saisir la balle au (re)bond

Schumpeter parlait de «destruction créatrice». Investir dans ce secteur requiert toutefois quelques précautions et une bonne compréhension des enjeux.

CYRIL DEMARIA

Faut-il investir dans des fonds de redressement d'entreprises? Pour les professionnels, habitués à travailler dans l'ombre, il faut le faire pour les bonnes raisons. Peu d'investisseurs déclarent s'intéresser au redressement d'entreprises, car «c'est synonyme de licenciements et même de crash d'entreprises», analyse-t-on chez Caviar. C'est d'ailleurs pour cela que les gérants multi-stratégies en private equity (LBO, capital-risque, capital-développement) ne s'y intéressent pas: le risque d'image est trop important.

Les souscripteurs potentiels ont peur des conséquences à la fois humaines et financières. Le redressement véhicule une image de gestion conflictuelle, qui n'est pas nécessairement le reflet de la réalité. Et la gestion s'effectue en faisant table rase du passé: les 4 à 5 millions de francs injectés dans l'entreprise débloquent le dossier et enclenchent le processus de production sur de nouvelles bases.

L'investisseur doit comprendre que les gérants sont avant tout des équipes d'intervention d'urgence, qui s'impliquent personnellement. Ils visent la distribution de dividendes et, à terme, une cession industrielle une fois l'entreprise rétablie. «Il faut bien identifier quelles seront les cibles et les stratégies d'investissement, quelle est la compétence de l'équipe et si elle peut agir en toute autonomie», conseille Alain Fribourg, président de Diri-



BALLY. La marque soleuroise délocalisée dans le Tessin est devenue emblématique du redressement par positionnement.

geants & Investisseurs. Ce sont surtout des particuliers fortunés issus du monde industriel et entrepreneurial (family offices de première et seconde génération) qui comprennent les mécanismes du secteur. Ils s'attendent à des rendements annuels de 15 à 18%.

PROGRESSION. D'après Euler Hermes, filiale d'Allianz spécialisée dans la gestion de crédit aux entreprises, le nombre de faillites devrait progresser globalement de 15% en 2008. Les prévisions pour 2009 indiquent une progression de 9%. D'après Dun & Bradstreet, les faillites de sociétés suisses ont augmenté de 23% entre septembre et novembre 2008 (1221 au total). Pour 2008, ce cabinet table sur une hausse de 1,5% du nombre de faillites (4050 contre 36400 créations). Ces nouvelles, habi-

tuellement synonymes de difficultés économiques, sont accueillies avec sérénité par les professionnels du redressement d'entreprises. «La récession est une source conjoncturelle de dossiers, mais elle n'a pas réellement d'impact sur le nombre d'opérations que nous réalisons», note Charles-Henri Rossignol, Managing Partner chez Caviar.

Vilipendés par les médias, qui les qualifient de «fonds vautours», ces acteurs mal connus attirent pourtant des investisseurs soucieux d'investir en bas de cycle économique. Selon Private Equity Intelligence, 39,7 milliards de dollars (47,5 milliards de francs suisses) ont été levés en 2007 par les fonds spécialisés dans la dette d'entreprises en détresse (distressed debt investing). En 2008, 32,8 milliards (39,2 milliards de francs) ont

été levés et 21,4 milliards supplémentaires (25,6 milliards de francs) devraient être levés avant la fin 2008.

HORIZONS. Néanmoins, ce marché très cyclique doit être distingué du redressement d'entreprises: le premier est spéculatif et cible les entreprises cotées tandis que le second concerne les capitaux propres des entreprises en difficulté, essentiellement non cotées. Ensuite, coté structure, les fonds de private equity ne sont pas nécessairement adaptés avec des horizons d'investissement de deux et quatre ans, contre cinq ans en moyenne pour le redressement d'entreprises. «Nous investissons via une holding classique, car cela nous évite d'être contraints en termes d'horizon d'investissement», explique ainsi Charles-Henri Rossignol.

Le marché du redressement d'entreprises est peu intensif en capital, car l'injection de fonds propres alimente pour l'essentiel le financement d'exploitation (besoin en fonds de roulement). Souvent, le gérant paie l'entreprise un franc, voire est payé par le cédant pour la reprendre. Cela signifie que les structures spécialisées dans ce secteur sont et resteront de petite taille. A cet égard, les montants investis ne sont pas représentatifs: le nombre d'opérations effectuées est beaucoup plus important pour évaluer l'activité du secteur.

«Le marché est très local avec peu d'intermédiaires, ce qui signifie que l'information circule mal. C'est donc une acti-

«vité de proximité», rajoute Charles-Henri Rossignol. Sur les 300 dossiers annuels en France susceptibles de faire l'objet d'interventions, chaque gérant va en sélectionner un ou deux pour créer un portefeuille qui combinera au final des restructurations «dures» (pertes, bilan déséquilibré), des sous-performances (assainissement et recentrage) et des redéploiements (actionnaire désintéressé, mauvaise stratégie ou plan commercial défectueux)», détaille Stéphane Catoire, Associé dirigeant chez Equitis.



«La récession n'a pas réellement d'impact sur le nombre d'opérations que nous réalisons.»

CHARLES-HENRI ROSSIGNOL
Cavipar

PRAGMATIQUE. Les gérants sont très sélectifs et ciblent des entreprises en manque d'impulsion et de gestion, car les leviers d'action demeurent trop souvent limités dans les entreprises les plus mal en point. «C'est avant tout un métier de managers. Nos dossiers concernent des entreprises qui ont connu un accident de parcours: elles vont mal dans des industries

qui se portent bien», précise Charles-Henri Rossignol. «Nous sommes pragmatiques et loin des plans conceptuels et théoriques», complète Alain Fribourg.

D'après Stéphane Catoire, «dans 80% des cas, le contrôle de gestion est défectueux. Les plus grandes entreprises n'ont guère de tableaux de bord de gestion. C'est donc un des premiers points sur lesquels nous intervenons.» Après l'information, c'est au tour du diagnostic. «Il faut déterminer si les fondamentaux de l'entreprise sont intacts», indique Alain Fribourg.

Suit la mise au point d'un plan d'action qu'il faut communiquer aux parties prenantes. «Avec un effort de pédagogie, il est possible de communiquer notre vision basée sur une certaine expertise aux partenaires sociaux. Dans tous les cas, il convient de les faire adhérer au plan», note Stéphane Catoire.

Les gérants déclarent unanimement que les entreprises qui ont fait l'objet de LBO (leveraged buy-out ou rachat par effet de levier) infructueux seront sur leur radar pour 2009. Les LBO sont au centre de conflits entre actionnaires et prêteurs, ce que les redresseurs gèrent en mettant l'accent principalement sur les intérêts de l'entreprise.

«Nous avons l'avantage de savoir traiter les problèmes dont souffrent ces entreprises, soit l'excès de dette de leur holding d'acquisition, diagnostique Alain Fribourg. Les gérants doivent pouvoir réagir très vite et si possible sans comité d'investissement, ils doivent être indépendants et ne pas subir de pression pour céder leurs investissements trop tôt.» ■



NOIRE COLÈRE

CYRIL DEMARIA

Le prochain Enron se prépare

Le Graduate Management Admission Council (GMAC) nous l'affirme: le prochain millésime de MBA sera très bon. Que l'on en juge: le nombre de candidats aux Graduate Management Admission Tests (GMAT), sésame indispensable au fameux diplôme, a connu sa plus forte progression depuis 2002 – époque de la dernière récession. La sélectivité augmente et avec elle la qualité de l'échantillon. Une bonne nouvelle, nous affirment-on, car l'amélioration des compétences de l'encadrement profite aux entreprises et à l'économie.

Pas sûr. C'est oublier un peu vite que ces cycles d'études de deux ans sont financés la plupart du temps par endettement. Et pour rembourser cette dette, les diplômés exigent ensuite non seulement des salaires à la mesure du sacrifice consenti, mais surtout le bonus annuel qui est souvent indexé sur la performance à court terme de l'entreprise.

Le gradué n'hésite pas à changer de société si elle n'est pas performante. Gravit rapidement les échelons va souvent de pair avec une parfaite déloyauté. On va là où les perspectives de carrière et de meilleur salaire attendent. Cette logique est

préoccupante. Des études de Manchester Square Partners et de l'Université du Texas démontrent une corrélation entre la longévité d'un chef d'entreprise et la création

Des études de Manchester Square Partners et de l'Université du Texas démontrent une corrélation entre la longévité d'un chef d'entreprise et la création de valeur.

de valeur. C'est à partir de dix ans d'ancienneté que cette création devient la plus forte. L'absence de loyauté généralisée de l'encadrement nuit fortement aux entreprises. Par ailleurs, l'uniformisation croissante des profils, formatés par le MBA, ouvre des brèches dans les contrôles internes et externes. Les cadres ont appris comment les bilans seront interprétés et comment tourner certains éléments pour que l'histoire soit belle. Faute de prise de conscience, le prochain Enron est d'ores et déjà en gestation, sur les bancs des business schools américaines.