

<http://www2.pemagazine.fr/magazine/le-pari-des-fonds-sectoriels,103/restructurations-de-dette-l-heure-de-verite,2899>

DOSSIER(S) ENQUÊTE

### **Restructurations de dette : l'heure de vérité**

**Les aménagements opérés en 2009-2010 n'ont pas suffi : début 2013, plusieurs dossiers sont revenus sur le tapis. Avec, cette fois-ci, des issues plus radicales pour les actionnaires.**

A force de « repousser le tas de sable », on finit par s'y prendre les pieds... Cela se vérifie aussi pour les dettes LBO. Fin 2012, PagesJaunes a ouvert le bal avec la restructuration de sa dette. Début 2013, le mouvement s'est accéléré : l'annonce des restructurations des dettes de Consolis, Quick, Parkeon, Terreal, Via Location, Saur... semble confirmer que certains dossiers de LBO se heurtent au « mur de la dette » tant redouté. Selon les experts, cette liste ne serait que l'écume d'une lourde vague : ils chuchotent les noms de Camaïeu, Frans Bonhomme, Wheelabrator, RLD ou TDF. « Nous constatons depuis six mois une augmentation importante du nombre de sociétés sous LBO devant renégocier leur dette », confirme Rodolphe Pacciarella, associé du cabinet d'audit Accuracy, mandaté pour réaliser des Independent Business Reviews servant de base aux négociations. Et les cas les moins médiatisés seraient loin d'être les moindres.

**Il faut sauver les sous-jacents** Depuis plusieurs années en effet, un certain nombre de LBO traînent le boulet de dettes surdimensionnées, contractées en pleine euphorie pour réaliser de coûteuses opérations : en 2006-2007, la dette était largement disponible et les fonds d'investissement prêts à déboursier des sommes replètes. « Les dettes contractées en 2006-2007 étaient souvent déconnectées de la capacité de remboursement des actifs », considère Saam Golshani, associé du cabinet d'avocats Orrick Rambaud Martel. C'était avant la défaillance de Lehman et la crise financière qui a suivi. Dès 2009-2010, plusieurs dossiers donnaient déjà lieu à des restructurations musclées : en France, Monier échoyait au consortium des fonds « distressed » Apollo, Towerbrook et York Capital, tandis que l'imprimeur CPI était repris par ses créanciers un pool de 18 banques mené par RBS. Mais dans la plupart des cas, les solutions trouvées alors visaient à donner un peu d'air en repoussant les échéances : ce fut le cas pour Consolis, Terreal ou Parkeon, qui ont fait l'objet de premiers réaménagements de leur dette. À l'époque, « les accords passés permettaient à toutes les parties prenantes de s'y retrouver : les entreprises espéraient retrouver des cash flows, les actionnaires gardaient l'espoir de vendre leurs participations à des prix proches ou supérieurs au prix d'achat. Et les banques n'étaient pas contraintes de procéder à des abandons de créances », récapitule François Guichot-Perere, associé chez Messier Maris et Associés. Amend and extend, injection d'argent frais, aménagement des covenants, il s'agissait de faire le dos rond en attendant des jours meilleurs. « Les scénarios élaborés alors reposaient sur l'hypothèse d'une reprise en 2010-2011 suivie d'une réelle progression des chiffres d'affaires en 2012. La réalité est venue contredire ces hypothèses », constate François Guichot-Perere. Plus grave, pénalisées par la dégradation économique, les sociétés d'exploitation elles-mêmes ont commencé à souffrir. Leurs problèmes, au départ limités au surdimensionnement de la dette d'acquisition, se sont accompagnés de tensions opérationnelles. « Les sous-jacents ont beaucoup souffert de la crise. Certains LBO ont laissé des sociétés exsangues, pas assez capitalisées, n'ayant pas suffisamment investi, aujourd'hui confrontées à des difficultés de trésorerie. Dans quelques cas, malheureusement, le problème ne vient plus seulement de la dette, mais aussi du manque de trésorerie », déplore Saam Golshani. Aussi, même si par définition les entreprises sous LBO sont de belle qualité, il y a désormais urgence à intervenir avant que les fondamentaux ne soient cassés.

**Un simple lifting ne suffit plus** Mais cette fois-ci, actionnaires et banquiers doivent se résoudre à perdre quelques plumes, voire à constater leurs pertes et passer la main. D'où des discussions tendues se soldant par des solutions plus radicales que de « simples » rééchelonnements de dette. « Dans beaucoup de dossiers, le simple waiver ou l'amend to extend ne suffisent plus compte tenu des résultats opérationnels des sociétés, surtout pour les cas ayant fait l'objet d'une première négociation il y a deux ou trois ans », confirme Rodolphe

Pacciarella (Accuracy). Selon le diagnostic, différentes thérapies se présentent, plus ou moins douloureuses. Quand il leur reste l'espoir de retrouver leur mise, les fonds d'investissement peuvent envisager de « remettre au pot » : « Cette option n'est pas si simple pour les fonds, qui doivent obtenir l'accord de leur comité d'investissement, voire dans certains cas de leurs souscripteurs ; or ce genre de nouvelles est toujours délicat à annoncer », observe Fabrice Girard, associé au cabinet d'avocats Enthoven et Girard. Mais cette stratégie permet aux fonds de garder la main. Equistone a ainsi, par deux fois, réinvesti dans Desmet Ballestra. Ce concepteur d'usines pour l'industrie oléagineuse et les biocarburants avait fait l'objet d'une restructuration «soft» en mars 2012 : l'actionnaire avait alors réinjecté 15 millions d'euros ; en contrepartie, les créanciers avaient accordé un report d'échéances. Rebelote un an plus tard, en 2013 : à l'issue d'une procédure de conciliation, Equistone a de nouveau apporté, au premier trimestre 2013, une quinzaine de millions d'euros contre un report des dettes bancaires. Autre exemple, celui de Consolis, acquis pour 940 millions d'euros en 2007 par LBO France, qui a dû restructurer sa dette une seconde fois. Après avoir réinjecté 35 millions d'euros en 2011, le sponsor a remis cette année 45 millions ; le fonds de dette de HIG, Bayside Capital, a également injecté 22,5 millions d'euros en même temps qu'un pool de prêteurs historiques : au total, la nouvelle recapitalisation s'élève à 90 millions d'euros. Parallèlement, les banques ont consenti de lourds efforts, puisque la dette de 760 millions d'euros a été réduite à 300 millions. Une partie de la dette a été rachetée par Oaktree, fédérant plusieurs acteurs scandinaves. « La meilleure solution pour l'entreprise l'a finalement emporté. Désormais, Consolis repart avec un actif sain, désendetté et recapitalisé », estime Saam Golshani (Orrick Rambaud Martel). Dans ce dossier, il a toutefois fallu l'intervention d'un « chevalier blanc », en l'occurrence Bayside, pour contrer la solution présentée par une partie des créanciers dont l'un des objectifs était une réalisation des actifs sur un calendrier différent de celui de l'actionnaire et du management de Consolis.

**Les créanciers passent à l'offensive** Toutefois, comme le souligne Rodolphe Pacciarella, à défaut de la certitude de récupérer leur new money, « les actionnaires préféreront limiter leur exposition et laisser de nouveaux acteurs prendre le risque, et tirer ainsi éventuellement profit du retournement. » « La question de la légitimité pour les créanciers de conduire une restructuration en prenant les clés va beaucoup dépendre de “là où casse la valeur” et de l'attitude de l'actionnaire ainsi que de sa capacité à convaincre les créanciers qu'il peut mieux faire qu'eux, notamment en injectant la new money nécessaire dans des conditions satisfaisantes », analysent Laurent Mabilat et Jean-Pierre Farges, avocats associés chez Ashurst. Rare en 2009, la prise de contrôle par les créanciers devient aujourd'hui plus fréquente. Dans le dossier PagesJaunes/ Mediannuaire, les deux fonds américains KKR et Goldman Sachs ont ainsi jeté l'éponge début 2013 : après la conversion de la dette de Mediannuaire (holding de PagesJaunes) en titres Mediannuaire, le fonds américain Cerberus – qui en était l'un des premiers prêteurs – est devenu propriétaire via la holding de près de 30% des droits de vote de l'éditeur. Au premier trimestre 2013, Parkeon a également échoué au mezzaneur ICG après de longues négociations. Lors d'une première restructuration en 2009, les créanciers du fabricant d'équipements de stationnement avaient allongé de dix-huit mois les maturités de la dette. Ayant injecté 10 millions d'euros de new money avec Barclays PE, ICG avait alors exigé la mise en place d'une « golden share » lui permettant de prendre le contrôle en cas de survenue de certains événements. Début 2013, Equistone (ex-Barclays PE) a finalement abandonné sa participation à ses mezzaneurs, sans même que la « golden share » soit utilisée. « C'est l'exemple d'un dossier où l'actionnaire a eu un comportement exemplaire », commentent les avocats d'Ashurst Laurent Mabilat et Jean-Pierre Farges qui sont intervenus comme conseils d'ICG. C'est aussi l'une des premières restructurations « mezzanine led » en France. « Ce type de restructuration est possible avec un mezzaneur qui, comme ICG, sait prendre ses responsabilités le moment venu et est prêt à réinjecter de la new money », plaident les associés d'Ashurst. De son côté, le fonds LBO France s'apprêterait lui aussi à perdre le contrôle d'une de ses participations : le fabricant de tuiles Terreal, dont la dette avait été réduite de 400 millions d'euros fin 2009, serait sur le point de passer sous le contrôle de ses créanciers, parmi lesquels ING, Société Générale et Oaktree Capital. Ce scénario permettrait à ces derniers de limiter leurs pertes en convertissant 200 millions d'euros de créances en capital, en espérant que la reprise soit au rendez-vous pour le fabricant de tuiles.

**Les banques en position Délicate** Mais il est encore rare, en France, que les banques soient disposées à s'emparer des sociétés opérationnelles. Même si, dans presque toutes les documentations bancaires relatives aux LBO, le pacte commissaire prévoit que les prêteurs puissent devenir propriétaires du bien gagé, c'est-à-dire des titres de la société opérationnelle lorsque la holding ne remplit pas ses obligations, « cette arme fatale qui fait très peur aux débiteurs est, dans les faits, très peu utilisée », constate Fabrice Girard. (Enthoven et Girard). Car pour les banquiers, la situation est inconfortable quelle que soit l'issue d'une restructuration. D'un côté, rééchelonner la dette d'une société en mauvaise forme va peser sur leurs fonds propres et leurs ratios de Bâle. De l'autre, les banques françaises ne s'estiment pas outillées pour gérer des participations industrielles. Pourtant, de l'avis de Philippe Hameau, associé chez Orrick Rambaud Martel, « elles n'ont pas de raison particulière de mettre en avant l'argument de ne pas savoir gérer leurs participations. En effet, elles créent

généralement un véhicule qui devient actionnaire et leur permet de mettre de la distance entre elles et la participation » La fiducie est également un moyen de transférer la propriété ou la gestion d'un bien (voir 3 Questions à... page 31). Malgré tout, les banques redoutent le risque d'image que comporteraient d'éventuels plans sociaux menés dans les participations. En outre, les solutions « lenders led » à la française sont jugées trop timorées par certains experts. Saam Golshani compare ainsi les prises de contrôle par les banques françaises avec les pratiques anglo-saxonnes : « Dans les pays anglo-saxons, la tendance est de convertir une part très importante de la dette contre du capital, ce qui justifie pleinement la prise de contrôle par les créanciers, qui deviennent actionnaires de plein exercice. En France, c'est le contraire : les créanciers réduisent trop faiblement la dette, dans l'espoir de ne pas provisionner des montants importants de dette tout en voulant prendre le contrôle de leurs débiteurs », déplore-t-il. L'ultime piste pour sauver les participations consiste à trouver un nouvel investisseur, même si cela peut faire grincer des dents les créanciers : « Un nouvel investisseur exigera nécessairement un abandon de créances. Il ne vient pas pour payer les banquiers », résume Philippe Hameau (Orrick). Quand l'actionnaire sait qu'il ne récupérera pas sa mise, l'une des façons d'aider l'entreprise à s'en sortir consiste à mener un processus de vente. Sur les rangs des acquéreurs, des fonds parfois vautours, mais aussi des fonds d'investissement classiques peuvent se présenter, comme par exemple le fonds Cube dans le dossier Saur. Ce fonds d'infrastructures de Natixis, déjà propriétaire de 12% du capital, propose de réduire substantiellement la dette de la Saur et de son actionnaire Hime. En contrepartie, il s'engage à réinvestir 250 millions d'euros dans la société et à mettre en place une gouvernance claire où Cube et le management seraient majoritaires. Le salut pourrait aussi venir, dans certains dossiers, d'acquéreurs industriels : prudents, ceux-ci ont géré leur trésorerie au cordeau de puis 2008. Même si le montant du chèque qu'ils consentiraient à faire ne remboursera pas toute la dette, il permettrait au moins aux créanciers de limiter les dégâts.

**Florence KLEIN**

3 questions à Maud Manon, associée chez DLA Piper

### **En quoi le mécanisme de fiducie consiste-t-il ?**

La fiducie, introduite dans l'environnement juridique français en 2007 et s'inspirant du « trust » anglo-saxon, est régie par les articles 2011 et suivants, et 2372-1 et suivants du Code civil. Il existe un certain formalisme à respecter lors de la rédaction du contrat de fiducie. La fiducie repose sur un transfert (temporaire) de la propriété de droits, de biens ou de sûretés à un « fiduciaire » au profit d'un ou de plusieurs bénéficiaires. Est alors créé un patrimoine fiduciaire hors d'atteinte des créanciers du fiduciaire et des créanciers du constituant (sauf exceptions). Il existe deux catégories de fiducie. La fiducie-gestion consiste à confier au fiduciaire la gestion d'un actif donné, selon les instructions des bénéficiaires, la mission du fiduciaire devant être détaillée précisément dans le contrat de fiducie. La fiducie-sûreté permet quant à elle au constituant de transférer des actifs à un fiduciaire au profit de bénéficiaires, à titre de garantie. Le terme de la fiducie-gestion interviendra lorsque la mission du fiduciaire sera achevée, le terme de la fiducie-sûreté intervenant pour sa part, schématiquement, soit au jour du transfert de propriété de l'actif fiduciaire aux bénéficiaires en cas de réalisation de la fiducie-sûreté, soit au jour du transfert de propriété dudit actif au constituant si ce dernier a dûment honoré l'ensemble de ses obligations vis-à-vis des bénéficiaires (équivalant à une mainlevée de la fiducie-sûreté).

### **Qui sont les fiduciaires ?**

Théoriquement, établissements de crédit, entreprises d'investissement ou d'assurance ou avocats peuvent être fiduciaires. En pratique, les trois entités principales remplissant à ce jour cette fonction sont Equitis Gestion, la Caisse des Dépôts et Consignations, et Crédit Agricole Corporate & Investment Banking.

### **Comment la fiducie est-elle utilisée dans le cadre de LBO ?**

La fiducie-gestion et/ou la fiducie-sûreté peuvent apporter des solutions dans le cadre de certains LBO en difficulté. Quand un LBO vacille, les prêteurs existants qui acceptent une restructuration de leur dette, et/ou les nouveaux prêteurs ou apporteurs de fonds souhaitent souvent obtenir des sûretés en contrepartie de leurs efforts, et cherchent à sécuriser le plus possible leur position, dans la perspective d'une potentielle procédure collective qui affecterait un jour l'emprunteur. La fiducie-sûreté portant sur des créances peut ainsi (par exemple) être un mécanisme très intéressant car, contrairement à la célèbre « cession Dailly », un créancier non-établissement de crédit peut en être bénéficiaire. La fiducie-gestion peut, de son côté, être mise

en place aux fins de placer entre les mains d'un tiers (le fiduciaire) la gestion d'un actif spécifique. Alors que la vague des restructurations prend de l'ampleur, tout porte à croire que la fiducie a ainsi un bel avenir devant elle.



Maud Manon

## Zoom sur les dernières restructurations de dettes

ZOOM SUR LES DERNIÈRES RESTRUCTURATIONS DE DETTES			
	CONSOLIS	QUICK	TERREAL
SPONSOR	LBO FRANCE (2007)	QUALIUM INVESTISSEMENT (2007)	LBO FRANCE (2005)
VALORISATION	540 M€	775 M€	868 M€
DETTE INITIALE	645 M€ (arrangeur : KBC)	environ 580 M€	dette senior 495 M€ dette mezzanine 170 M€
PREMIÈRE RESTRUCTURATION	2011 - conversion de la dette mezzanine en PIK (70 M€) - new money 25 M€ (LBO France)	DÉBUT 2013 - report de 15 mois des échéances de dette senior (350 M€) - covenant reset - apport de new money : 30 M€ (Qualium) - mise en place d'une ligne pour financer des acquisitions	DÉC. 2009 - réduction de la dette bancaire de 502 M€ à 502 M€ - émission d'ORA (402 M€) au profit des prêteurs senior - nouvelle ligne de financement de 40 M€
DEUXIÈME RESTRUCTURATION	DÉBUT 2013 - dette ramené de 750 M€ à 300 M€ - new money : 45 M€ par LBO France ; 65 M€ par Bayiside et prêteurs historiques	DÉBUT 2013 - dette ramené de 750 M€ à 300 M€ - new money : 45 M€ par LBO France ; 65 M€ par Bayiside et prêteurs historiques	EN COURS / SCÉNARIO ENVISAGÉ - prise de contrôle par les créanciers (ING, SO, Citifree...) via conversion de 200 M€ de dette en capital - la dette senior ramené à 300 M€ - ORA ramené à zéro
	NEW MONEY + RÉDUCTION DE LA DETTE	NEW MONEY + RÉÉCHELONNEMENT DE LA DETTE	PRISE DE CONTRÔLE PAR LES CRÉANCIERS

## Zoom sur les dernières restructurations de dettes (suite)

ZOOM SUR LES DERNIÈRES RESTRUCTURATIONS DE DETTES		
	PAGESJAUNES GROUPE / Mediannuaire	PARKEON
SPONSOR	KKR ET GOLDMAN SACHS (2006)	EQUISTONE CAPITAL PARTNERS (EX-BARCLAYS PE) (2007)
VALORISATION	6,1 M€	200 M€
DETTE INITIALE	4 M€	dette senior : 120 M€ (arrangeur : BNP Paribas) dette mezzanine : 42 M€ (ICG)
PREMIÈRE RESTRUCTURATION	AUTOMNE 2012 - restructuration de dette de Pagesjaunes - rééchélonnement des dettes échues fin 2013	2009 - allongement du prêt de 18 mois - apport de new money : 10 M€ (Barclays PE et ICG) - ICG prend une «golden share»
DEUXIÈME RESTRUCTURATION	DÉBUT 2013 - restructuration de la dette de Mediannuaire - conversion de la dette en actions Pagesjaunes Groupe et en actions Mediannuaire - remboursement d'une partie de la dette en numéraire - prise de contrôle de Mediannuaire par Carberus	DÉBUT 2013 - prise de contrôle par ICG (85%) et European Capital (15%) - réduction du montant de la dette senior
	PRISE DE CONTRÔLE PAR UN FONDS	PRISE DE CONTRÔLE PAR UN MEZZANIER