



Nos experts ont la parole

## **Décideurs Stratégie Finance Droit**

Collection Guide-Annuaire 2009

Pascal Bonnet, Associé KPMG

Baréma Bocoum, Senior Manager KPMG

Avec l'aimable autorisation de Décideurs Stratégie Finance Droit :

[www.magazine-decideurs.com](http://www.magazine-decideurs.com)





# IBR vs due diligence : quel outil de diagnostic pour les restructurations financières ?

Par **Pascal Bonnet**, Associé **KPMG**, et **Baréma Bocoum**, Senior Manager **KPMG**

Alors que les récentes vagues de défaillances de grandes banques et institutions financières ont entraîné une crise du crédit et une récession sévère, on constate un nombre grandissant de sociétés européennes se retrouvant en bris de covenants. Face à de telles situations, les entreprises se doivent de réaliser le diagnostic approprié afin de mettre en place une restructuration financière pour rebondir. Une Due Diligence est-elle alors suffisante ? Qu'est-ce qu'une Independent Business Review (IBR) et quelles sont les différences avec une Due Diligence ?



Pascal Bonnet



Baréma Bocoum

## Retour sur les origines de la crise afin de déterminer l'outil de diagnostic adéquat pour les entreprises actuellement en difficulté

Le contexte économique d'aujourd'hui est l'objet de nombreuses analyses et de comparaisons avec le Krach de 1929. Si ce niveau de récession n'est pas atteint, la cadence actuelle des défaillances, qu'elles soient publiques ou confidentielles, et la complexité des cas des entreprises en difficulté ne sont pas ordinaires.

## De la crise du crédit à une vague majeure de restructurations en Europe...

La crise a débuté lorsque New Century Financial s'est placé sous la protection de la loi sur les faillites aux États-Unis en 2007 (Chapter 11). Le second plus important « sub-prime lender », fonds spécialisé dans les investissements immobiliers à haut risque, s'est ainsi effondré en mars 2007, après avoir annoncé à ses investisseurs son incapacité à faire face à ses obligations, faute de liquidité. La capitalisation boursière du groupe est passée de \$1,75 milliards à \$55 millions après sa radiation de la Bourse de New York. Cet événement a amorcé la perte de confiance des investisseurs dans les mécanismes de marché et les instruments financiers et le début de la

crise de liquidité et du crédit sur les marchés interbancaires. À l'origine issue des États-Unis, la crise a alors atteint l'Europe. Les entreprises sous LBO et de nombreuses sociétés européennes qui, elles, génèrent pourtant un EBITDA courant et un « Free cash » positifs, se trouvent en difficulté suite à des bris de covenants et sont incapables de faire face au service de la dette. Les banques et actionnaires considèrent que les valorisations initiales sont dorénavant caduques, la dette étant même parfois supérieure à la valeur réelle de l'entreprise.

## ...caractérisée par une complexité accrue des dossiers

En France, nous n'avons pas été épargnés par la vague de restructurations. Tous les acteurs qui opèrent de près ou de loin avec les entreprises en difficulté s'accorderont sur le fait que la complexité des situations de ces entreprises s'est considérablement accrue :

- Les structures du capital des sociétés sont devenues complexes, du fait notamment des nombreuses couches de dettes ;
- Le développement de la titrisation de dettes a abouti à la création de syndicats de prêteurs disparates (banques traditionnelles, fonds d'investissements, « Collateralised Loan Obligations » ou CLO, etc.),

avec des attentes et des intérêts divergents lors de restructurations. En outre, la dette est souvent négociée sur un marché secondaire alors que les discussions sur une restructuration sont en cours. Il est donc parfois difficile de sécuriser un « deal » avec un syndicat de prêteurs lorsque la dette sous-jacente ne cesse de changer de main ;

- Les sociétés cibles ont souvent un EBITDA positif et il devient difficile pour la direction de justifier une restructuration opérationnelle auprès de ses salariés. De plus, elles opèrent parfois dans plusieurs pays avec des cadres législatifs complexes et parfois mal adaptés à une restructuration consensuelle ;
- Les dirigeants ont des difficultés à mettre en place des budgets prévisionnels puisque la visibilité sur leurs marchés est parfois très faible ;

· Les débats sur la valorisation des sociétés en difficulté font rage - étant un des éléments essentiels permettant aux prêteurs et aux actionnaires de s'accorder sur un plan de restructuration consensuel.

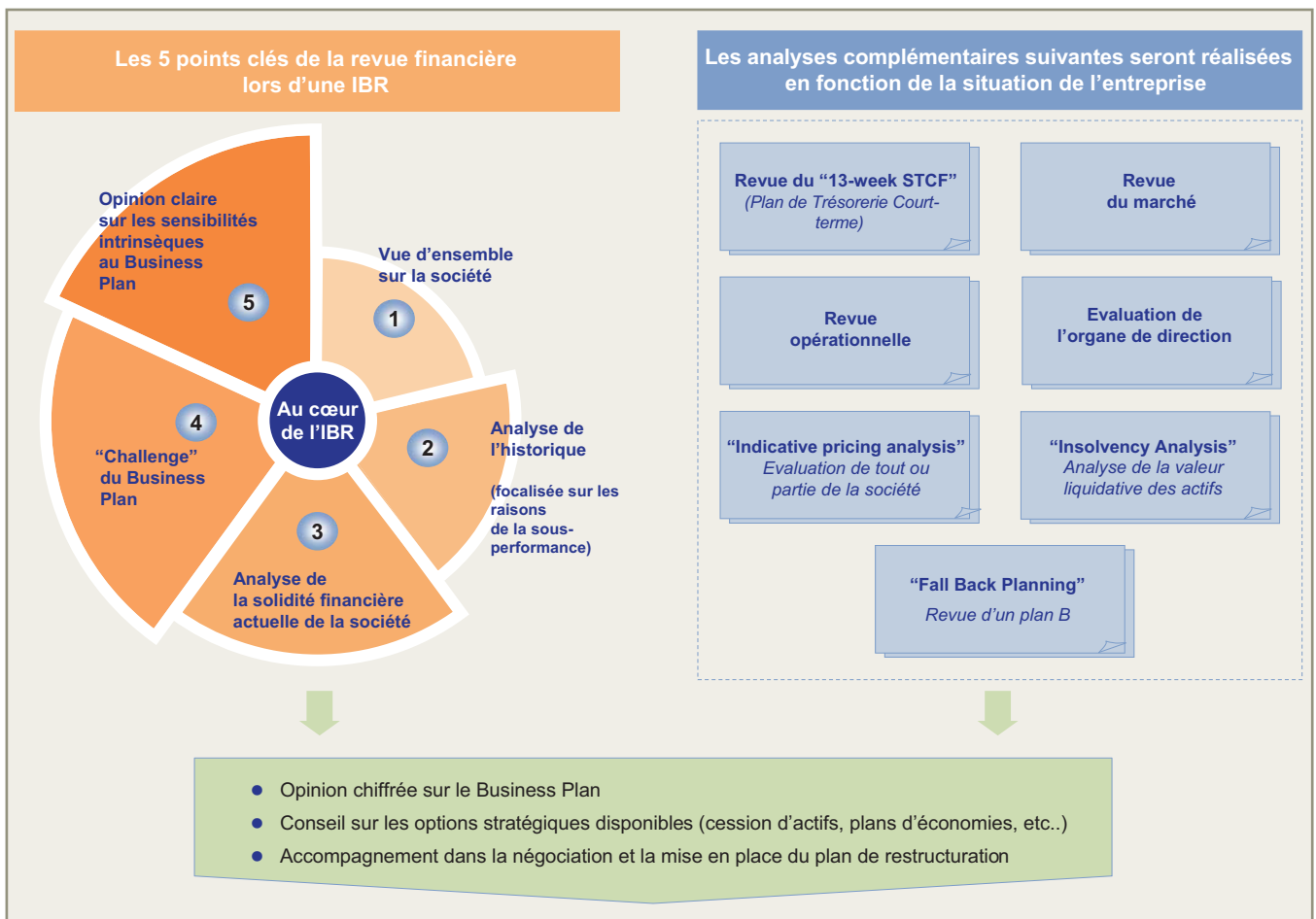
Ces difficultés peuvent aboutir à des frustrations pour toutes les parties : les dirigeants de la société étant très sollicités par l'opération de restructuration alors que les affaires « courantes » de la société nécessitent une très forte attention. Les tensions au sein des syndicats de banques sont courantes et ces dernières sont soucieuses de limiter le niveau de dépréciation qu'elles doivent porter à leur bilan. Les fonds LBO sponsors essaient de conserver un pouvoir de négociation alors que leurs investissements ne valent parfois plus rien. Dans ce contexte complexe, un diagnostic indépendant est nécessaire pour avoir une base de discussion commune à tous les intervenants.

## L'IBR est-elle l'outil de diagnostic approprié pour réaliser une restructuration financière « saine » ?

### Qu'est-ce qu'une IBR ?

L'objectif d'une IBR est de fournir aux parties intéressées (banques et syndicats de prêteurs, fonds LBO, direction de la société en difficulté, administrateurs judiciaires, tribunaux de commerce et parfois syndicats de salariés) une assistance et un conseil indépendant dans le cadre de décisions concernant les actifs sous-performants. Cette définition certes très large, reflète les différences de points de vue des parties :

- D'un côté, l'IBR est conçue comme une revue ou Due Diligence financière assortie d'une opinion indépendante sur les perspectives d'une société. L'objectif est de fournir une base d'informations fiables sur laquelle pourra reposer les décisions prises dans le cadre de la restructuration ;



· De l'autre côté, l'IBR est conçue comme un véritable process, qui inclut non seulement la revue financière susmentionnée mais le conseil analyse et donne une opinion sur les options stratégiques des parties et les assiste dans la mise en œuvre concrète de solutions.

Dans l'ensemble, une IBR regroupe plusieurs activités. À la revue financière (cf. schéma) peuvent s'ajouter des analyses complémentaires, souvent indispensables. L'IBR sert alors de plateforme de discussion et de facilitateur entre les parties. Dans tous les cas, une IBR doit permettre de répondre à un ensemble de questions :

- Par rapport à la performance historique : quelles sont les causes de la sous-performance de la société ? Est-ce le marché, des problèmes industriels ou organisationnels ?
- Par rapport au business plan : la société est-elle viable ? La vision de la direction de la société sur son marché est-elle satisfaisante ? Quel est le niveau de « New Money » requis ? et de « sustainable debt » ou dette remboursable ? Quelle est la qualité du plan de restructuration envisagé par la direction ? La direction a-t-elle les compétences et la motivation requises pour piloter la société pendant la crise ?
- Par rapport au « Value break » : l'IBR doit permettre d'identifier les véritables détenteurs de l'entreprise (lorsque le niveau de dette est supérieur à la valeur estimée de l'entreprise, alors les tranches de dette les moins prioritaires et les actionnaires de la société détiennent des investissements qui n'ont économiquement plus de valeur) ;
- Concernant les options de restructurations disponibles : qu'il s'agisse d'un refinancement consensuel, d'un « debt to equity swap » consensuel ou d'une procédure non-consensuelle.

Ces questions n'étant pas, pour la plupart, traitées dans les travaux de Due Diligence.

### Qu'est-ce qui déclenche une IBR ?

Une IBR est en général déclenchée par

deux types d'événements :

- Un bris de covenants imminent ou déjà réalisé ;
- La perspective d'une crise de liquidité, et donc un besoin de « New Money ».

Dans la conjoncture actuelle, les deux vont souvent de pair. L'IBR per-

## L'IBR sert de plateforme de discussion et de facilitateur entre les parties

met alors d'éclairer sur le besoin de trésorerie réel et d'analyser s'il est opportun de mettre en place de nouvelles lignes de crédit ou de réduire le service de la dette de la société, par exemple en transformant de la dette en actions - « debt to equity swap » - ou en instruments de dette à intérêts capitalisés tels que les « PIK » ou « Payment In Kind ».

### Les différences entre une IBR et une due diligence

À première vue, un rapport d'IBR peut paraître similaire à un rapport de Due Diligence, ce qui conduit parfois à assimiler les deux. Cependant, il demeure des différences fondamentales :

- Une IBR est en principe réalisée suite à des difficultés significatives rencontrées par l'entreprise. Cela implique une situation qui évolue très rapidement et qui peut alors affecter de manière substantielle les intérêts des parties. Dans ce cadre, certains points de l'analyse financière sont beaucoup plus approfondis que dans une Due Diligence - notamment en ce qui concerne l'analyse du plan de trésorerie - et requièrent une grande expérience de situations similaires pour les professionnels ;
- Une Due Diligence est un outil efficace pour analyser les faits et chiffres relatifs à une entreprise et donner une vision claire et cohérente aux parties. De ce point de vue, une IBR est similaire mais le conseil donnera une opinion claire, précise et chiffrée sur le business plan de la société et sur son plan de restructura-

tion opérationnel sous-jacent. Cette opinion est fondée sur des faits obtenus au sein de l'entreprise et via des sources externes (analyses du marché, benchmark opérationnels), mais également sur l'expérience du conseil dans la mise en œuvre de plans de restructurations opération-

nels (réorganisation industrielle, fermetures de sites, gestion de trésorerie en situation de crise...).

- Une IBR requiert des compétences spécifiques et pointues dans plusieurs domaines (analyse du marché, revue opérationnelle, revue du plan de trésorerie) dont la gestion d'entreprises en difficulté. Cette dernière n'est obtenue véritablement qu'avec une expérience pratique de gestion de situations de crise.
- Les sociétés faisant face à des IBR sont parfois caractérisées par un organe de direction affaibli. L'information disponible est parfois peu fiable et difficile à obtenir. Il faut donc organiser l'analyse différemment de ce que l'on aurait accompli pour une Due Diligence classique.

**L'IBR est un outil efficace pour accompagner les restructurations d'entreprises en difficulté. Même si elle reste encore relativement peu utilisée et mal connue en France par rapport à nos voisins britanniques ou allemands, l'IBR est inévitablement amenée à se développer dans les prochaines années.**

Les équipes Restructuring de KPMG sont intervenues sur les plus importantes Independent Business Review du marché français au cours des douze derniers mois.

Avec ses bureaux à Paris et dans huit régions, KPMG offre à ses clients proximité et disponibilité à travers toute la France.