



Nos experts ont la parole

Le Magazine des Affaires

Janvier/Février 2010 – n°47/48

Pascal Bonnet, Associé KPMG

Paul O'Mahony, Director KPMG Corporate Finance

Avec l'aimable autorisation du Magazine des Affaires :

www.magazinedesaffaires.com



Les catégories de restructuration de dette LBO

Par Pascal Bonnet, Associé KPMG en charge de l'activité Restructuring, et Paul O'Mahony, Director KPMG Corporate Finance en charge de l'activité Debt Advisory



Pascal Bonnet et Paul O'Mahony

L'année 2009 a été marquée par une explosion du nombre de défaillances financières de groupes sous LBO. Ceux-ci ont été restructurés pour la majeure partie grâce à un large panel de solutions d'ingénierie financière.

On peut distinguer trois grandes catégories de restructuration de dette LBO qui, par ordre croissant de difficulté, se présentent ainsi :

1 "Non-respect des covenants" : dans ce cas, les entités opérationnelles peuvent avoir suffisamment de trésorerie disponible. Cependant le groupe ne peut plus respecter ses covenants à court et moyen terme du fait de la crise économique et d'une baisse passagère de sa performance financière ;

2 "Difficulté à faire face au service de la dette" : les entités opérationnelles ne génèrent pas suffisamment de flux de trésorerie pour faire face aux échéances courantes de remboursement du principal et des intérêts de la dette d'acquisition ;

3 "Pénurie de trésorerie opérationnelle" : les entités opérationnelles ont, ou peuvent avoir à très court terme, des difficultés de trésorerie, même si le service de la dette d'acquisition est gelé ou fortement réduit.

En 2009, les cas les plus fréquents concernaient le « non-respect des covenants » de groupes dont la situation financière ne semblait pas irrémédiablement compromise. Dans ces conditions, plusieurs exemples

montrent que l'actionnaire a soutenu le groupe en injectant du capital, soit pour démontrer son soutien pour son investissement, soit pour profiter d'une clause « equity cure », permettant ainsi d'éviter un défaut contractuel en réduisant le levier.

En contrepartie de cet effort, les prêteurs « senior » ont parfois accordé une relaxation temporaire ou permanente des covenants, ou même un rééchelonnement de la dette senior. Dans certains cas les prêteurs mezzanine ont également contribué à une réduction du poids du service de la dette en transformant pour un certain temps leurs intérêts en numéraire en intérêts capitalisés, dit « PIK » (Payment In Kind).

Dans ces situations, il est bien entendu important qu'à la fois l'actionnaire et les prêteurs puissent envisager a minima de récupérer leurs investissements respectifs. Cependant d'autres facteurs peuvent jouer, tel le besoin de protéger le groupe de retombées publicitaires négatives.

Dans le second cas d'une « difficulté à faire face au service de la dette », les perspectives sont parfois trop dégradées pour que les actionnaires puissent envisager un retour adéquat sur une injection de capital. On peut ainsi se trouver dans une situation d'impasse jusqu'à ce que les sociétés

opérationnelles se retrouvent confrontées à des difficultés de trésorerie. Ainsi, les parties en présence doivent s'asseoir à la table des négociations afin de passer en revue les différents scénarios. Ces schémas de restructurations sont typiquement les plus difficiles, surtout lorsque les syndicats de prêteurs sont disparates et la structure de dette complexe. Si les solutions déjà évoquées préalablement s'avèrent insuffisantes, il arrive que les prêteurs mezzanine (et parfois les « senior » aussi) apportent de l'argent nouveau (« New Money »), et/ou échangent une part de leur dette en fonds propres afin de préserver leurs intérêts.

Dans le cas plus pressant d'une « pénurie de trésorerie opérationnelle », le groupe a ou aura besoin, de manière urgente, d'une injection de « New Money ». Le plus souvent l'aboutissement des négociations favorisera les parties ayant la capacité à investir rapidement. Lorsque ni l'actionnaire ni le prêteur ne sont enclins à réaliser cet investissement, un fonds de retournement pourra avoir un rôle déterminant à jouer en apportant la seule solution qui garantisse la continuité d'exploitation des entités opérationnelles. ■