

Lundi 9 septembre 2013

# LBO en difficulté cherchent nouveaux actionnaires

Par Xavier Demarle | 02/04/2013 | 00:00

**Bon nombre de buy-out en souffrance ne pourront se contenter de simples amend-to-extends. Ils pourraient opter pour plus de « transactions-restructurations » qu'en 2009-2010 et accueillir leurs créanciers comme actionnaires.**



Ce n'est un secret pour personne. Une deuxième vague de restructurations de buy-out est bel et bien en cours. Les procédures de conciliation et les mandats ad hoc se multiplient, depuis l'an dernier. Avec une grosse inconnue : quel sera l'épilogue de ces renégociations ? Le phénomène concerne surtout des sociétés qui avaient fait l'objet de LBO surleveragés en 2006 et 2007. L'exercice est inédit pour certaines d'entre elles, ne serait-ce que parce qu'elles avaient contracté une forte proportion de dette bullet, à l'origine. Mais la plupart ont déjà bénéficié de réaménagements de covenants, d'amend-to-extends, de réinjections de new money et/ou de write-off de créances, en 2009-2010. Faute de temps, les négociations actuelles risquent d'aboutir à des solutions plus radicales qu'il y a deux ou trois ans. Si, à l'époque, beaucoup d'observateurs estimaient que les investisseurs avaient fait leur travail d'actionnaire, aujourd'hui, les mêmes parlent plutôt de « rafistolages » ou de « repoussages de tas de sable » généralisés.

## Effets secondaires pervers

« Investisseurs et créanciers n'avaient pas nécessairement intérêt à piloter de lourdes restructurations, parce qu'ils savaient qu'il leur restait quatre ou cinq ans avant l'arrivée des dettes à maturité, commente Nadine Veldung, qui dirige l'activité DCM d'Oddo Corporate Finance. Or, beaucoup pariaient sur un rebond de l'activité et de l'Ebitda des entreprises. Sauf qu'ils n'avaient pas prévu une rechute de la conjoncture. » Les restructurations financières de l'époque ont parfois engendré des effets secondaires pervers. « Pour beaucoup de sociétés concernées, ces accords n'ont pas résolu les problèmes. Elles restent beaucoup trop endettées et manquent de liquidités. Ce qui peut expliquer un sous-investissement dans l'outil de production et la difficulté d'attirer des dirigeants de qualité. Le risque étant in fine de perdre des parts de marché, estime Mathieu Guillemain, managing director chez Oaktree Capital Management. La meilleure chose qui pourrait leur arriver serait un nouveau départ avec un bilan assaini et des liquidités accrues. » Un vœu qui peut passer par l'arrivée de nouveaux actionnaires.

## Industriels en embuscade ?

En 2013, les renégociations devraient donc se traduire par des « transactions-restructurations ». En effet, beaucoup d'actionnaires en place répondent aux abonnés absents. « Certains investisseurs n'ont plus de dry powder pour réinvestir dans leurs participations. D'autres ne veulent plus soutenir des lignes dont le redressement n'est pas si évident et dans lesquelles ils estiment qu'ils ne pourront plus récupérer leur mise initiale », reprend Nadine Veldung. Dans ce schéma, les investisseurs familiers avec les situations spéciales pourraient bien avoir leur mot à dire. En 2009, ils étaient peu à la manoeuvre, à l'exception d'Oaktree dans le cas de SGD (cf. encadré, ci-contre) et de Vermeer Capital dans celui de Sia. « Des fonds de LBO classiques envisagent aussi d'investir dans ces dossiers, explique Guillaume Cornu, associé responsable du hub restructuring chez EY. Des industriels sont également sur les rangs. Ces derniers sont d'ailleurs observés avec bienveillance par les banques créancières, car ils sont en général mieux-disants en termes de prix, pour des questions évidentes de synergies, et en matière d'offres de solutions pérennes de restructuration. »

## Banques tirillées en interne

D'aucuns estiment que les fonds de mezzanine pourraient aussi prendre les clés de leurs participations. ICG devrait normalement passer à l'acte dans le cadre du plan de restructuration de deux LBO français : Via Location et Parkeon. Les velléités des prêteurs senior sont aussi guettées avec attention. La question est de savoir s'ils sont prêts à plus convertir leurs créances en capital qu'en 2009-2010 - comme ce fut par exemple le cas pour l'imprimeur CPI. Cette option est aujourd'hui sur la table pour la restructuration de Saur - les banques exigent de récupérer les titres du prestataire de services à l'environnement en contrepartie de la réduction de leurs créances de 2 à 1,4 Md Euros. Mais d'un point de vue global, les prêteurs n'ont qu'une marge de manoeuvre limitée. « Les banques sont tirillées en interne entre leurs équipes dédiées aux restructurations et celles chargées de l'origination des dossiers. Ces dernières sont plus préoccupées à préserver les relations de leur établissement envers leur clientèle de fonds », juge Jean-Pierre Jacquier, senior advisor du hub restructuring d'EY. « Les banques doivent composer avec la réglementation Bâle 3, qui limite leur exposition en fonds propres, ajoute Nadine Veldung. De surcroît, beaucoup estiment que ce n'est pas leur métier de gérer des participations. Elles ne veulent pas non plus s'exposer aux conséquences - notamment sociales - d'une restructuration lourde. »

## Solutions de portage

Les prêteurs cherchent néanmoins à innover quand ils évoquent la possibilité de prendre les clés de LBO en restructuration. « Plusieurs renégociations en cours pourraient donner lieu à des solutions de -portage -, avance Guillaume Cornu. Dans ces situations, les créanciers pourraient transférer à un tiers la propriété et la gestion d'un actif dont ils auraient pris les clés, en attendant une amélioration de ses performances. » La fiducie

peut constituer l'un de ces moyens de « portage ». Y recourir serait une bonne idée, bien que loin d'être dépourvue de risques. « En France, aucune jurisprudence ne démontre une distinction entre l'ayant-droit économique et l'opérateur (NDLR : celui qui est chargé de gérer la participation dans le cadre d'un contrat de fiducie), constate Nicolas de Germa, associé-fondateur d'Alandia. Du coup, les banques redoutent d'être exposées aux problèmes de gestion de fait. » Les banques pourraient aussi transférer la gestion de l'actif à un FCPR - selon le même principe que la fiducie. « La Cour de cassation a déjà rendu un arrêt dans lequel elle a considéré que les banques ne sont pas gestionnaires de fait, dans cette situation. Le problème, c'est que cette solution est trop coûteuse à mettre en place », poursuit-il. S'il devait être utilisé dans des restructurations de buy-out, le portage devrait donc logiquement prendre plutôt d'autres formes. Néanmoins, si les parties autour de la table veulent trouver des solutions innovantes, elles doivent faire vite. Car le temps est de plus en plus compté pour nombre de LBO en restructuration.

### SGD multiplie les chantiers depuis 2009

Le cas de SGD avait fait parler de lui, il y a quatre ans. Après avoir bouclé un LBO avec Sagard et avec Motion Equity Partners, en 2007, le fabricant de flacons s'était alors restructuré en passant sous le contrôle d'un nouvel actionnaire : Oaktree Capital Management. Ce dernier avait injecté 40 M Euros de fonds propres. Il avait aussi fourni la plus grande partie des quelque 100 M Euros de dettes réinjectés dans la société, aux côtés de banques. « Notre intervention a permis à SGD de multiplier les investissements dans son outil de fabrication. Avec le déclenchement de la crise, une situation de surcapacité avait conduit certains grands clients à le quitter au profit de concurrents offrant alors une meilleure qualité. De plus, l'équipe de management était incomplète », se remémore Mathieu Guillemin. L'ex-Saint-Gobain Desjonquères a investi près de 90 M Euros dans son usine de Mers-les-Bains, dans la Somme. Il a également multiplié les chantiers ailleurs. Comme au Brésil, où la capacité de son usine locale a doublé. Plus largement, il s'est réorganisé en utilisant un cocktail savant entre optimisation de coût et introduction du « zéro-défaut » dans la production. « En tant qu'actionnaire, nous avons également épaulé le management de SGD dans la cession de la filiale de production russe, poursuit Baptiste Vaissé, lui aussi chez Oaktree Capital Management. Initialement, cette dernière ne fabriquait que des bouteilles de vodka. La tentative de réorienter cette usine vers la production de flacons pour la parfumerie fut loin d'avoir été un succès. De plus, elle était mal desservie par les infrastructures de communication. » SGD semble avoir depuis renoué avec la croissance. « Satisfaits, les clients sont revenus », constate Mathieu Guillemin.

Capital Finance © 2013