

# RESTRUCT

# M

erci de nous avoir évité de faire la une du 20h à la place des Molex et des Conti » remerciait Xavier Moreno en s'adressant à l'aréopage de conseils et d'avocats présents au petit-déjeuner organisé par Private Equity Magazine et Orrick Rambaud Martel le 26 novembre dernier. Le dirigeant d'Astorg, pourtant un des fonds les plus épargnés par la crise, avoue avoir eu des sueurs froides pour le traitement des LBO en difficulté et ses répercussions sur l'image de toute la profession. Des inquiétudes amplement justifiées par les montages tendus des dernières années et la brutalité du retournement de conjoncture. Au 30 juin 2009, 23% des entreprises sous LBO avaient rompu leurs covenants, selon le sondage Opinion Way de l'Afic auquel ont répondu 86 des 122 membres de l'association professionnelle, soit un panel de près de 1 000 participations. Mais sur les 221 entreprises en rupture de covenants, seule une petite vingtaine n'aurait pas encore trouvé de solution, les autres soit sont encore capables d'honorer leurs échéances, soit ont négocié un rééchelonnement de leurs dettes, avec ou sans new money. Le taux de mortalité global depuis le 1er octobre 2008 n'atteignant pas 1,5%.

De quoi tirer un sobre satisfecit du président de l'Afic, Jean-Louis de Bernardy : « Ces résultats montrent que les fonds d'in-

vestissement et les banques créancières gèrent cette période difficile de manière particulièrement responsable, en privilégiant la sauvegarde des sociétés opérationnelles, comme l'Afic l'a préconisé dans son code de bonnes pratiques. » En l'espèce, le sens des responsabilités des actionnaires s'est traduit par des réinvestissements qui ont atteint 547 millions d'euros pour 75 entreprises refinancées. Après le très médiatique Monier en avril 2009, quelques fonds ont certes subi les affres de l'expropriation comme Duke Street, dilué à 30% environ dans Navimo, Cognetas évincé avec Sagard de SGD et associé à CVC de CPI... Mais la plupart ont réussi à trouver un accord avec les banques : Materis et Stahl (Wendel), Terreal (LBO France), Kaufman & Broad (PAI), Numericable (Carlyle, Cinven et Altice) et bien d'autres qui ne sont pas sortis de l'ombre des négociations.

## Le fonds reste, le manager part...

Seuls les plus gros dossiers et ceux qui ont connus les rebondissements les plus spectaculaires ont atterri sur la place publique. Ainsi, la mise en redressement judiciaire du holding de tête de Batisanté, en août dernier, est passé quasi-inaperçue. Le fournisseur de services sanitaires et de sécurité pour les immeubles collectifs en LBO secondaire avec 21 Centrale Partners depuis 2006 avait contracté une dette de 77 millions dont 40 de senior et 37 de mezzanine pour une valo-

Duf ! 2009 a démenti les scénarios des Cassandres qui prédisaient du sang et des larmes aux sociétés sous LBO. Quelques sueurs froides et des blessures somme toute peu profondes... la profession peut se féliciter d'avoir évité le pire. Pourvu que 2010 cicatrise les plaies, au lieu de les rouvrir.

# URRATION :

## les fonds ont échappé au scénario catastrophe

risation totale d'environ 100 millions. « Le retournement du marché de l'immobilier a exercé des tensions sur l'équilibre du LBO et les managers n'ont pas trouvé de terrain d'entente avec les créanciers », résume laco-techniquement Gérard Pluvinet, président de Centrale Partners, qui précise que « sur son portefeuille de 13 participations du Fonds III, 9 vont très bien et seules trois ont dû adapter leur holding financier ».

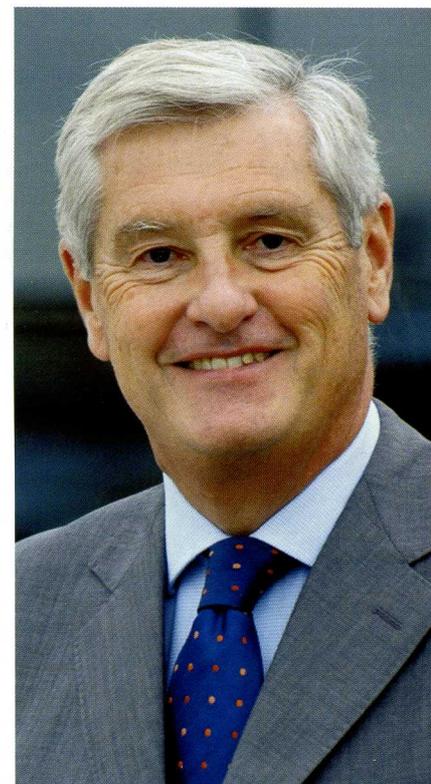
Même quand un accord a été trouvé, les fonds continuent à entretenir le secret comme c'est le cas pour Apax qui refuse de commenter l'accord de conciliation, pourtant homologué en novembre du holding Financière Season qui regroupe les enseignes de distribution spécialisée dans l'univers du textile et de la décoration d'intérieur Heyens et Mondial Tissus. Repris pour 180 millions d'euros en LBO secondaire en 2005, le holding avait fait l'objet d'une recapitalisation fin 2007.

L'occasion pour Apax de récupérer les trois-quarts de sa mise mais de lester sa participation d'une dette senior de 138 millions d'euros qui constituait un levier raisonnable

en 2007 quand l'Ebitda dépassait les 32 millions d'euros. Mais plus en 2008 lorsqu'il chute à 21 millions d'euros... Le fonds aurait attendu le printemps 2009 pour ouvrir une procédure de conciliation qui s'est soldée par un accord « équilibré » selon une source proche du dossier qui en résume l'issue en ces termes : « Les banques ne se sont pas fait rincer et Apax a remis de l'equity ».

Mais si le fonds est resté, le management, lui, aurait sauté. Exit le cofondateur de Mondial Tissus Didier Jacquard, remplacé par Yves Mouriès, ex-pdg d'Aigle, artisan du redressement de la marque à la fin des années 80 et de la mutation du fabricant de ●●●

« LES FONDS D'INVESTISSEMENT ET LES BANQUES CRÉANCIÈRES GÈRENT CETTE PÉRIODE DIFFICILE DE MANIÈRE PARTICULIÈREMENT RESPONSABLE, EN PRIVILÉGIANT LA SAUVEGARDE DES SOCIÉTÉS OPÉRATIONNELLES. »  
JEAN-LOUIS DE BERNARDY, PRÉSIDENT DE L'AFIC





« IL Y A 12-18 MOIS, LES BANQUIERS AVAIENT ÉDICTÉ UNE RÈGLE IDIOTE SELON LAQUELLE LES FONDS D'ORIGINE NE DEVAIENT PAS SE REFAIRE DANS LE DOSSIER. » OLIVIER TORDJMAN, AVOCAT ASSOCIÉ AU CABINET AYACHE, SALAMA & ASSOCIÉS

... bottes en caoutchouc en l'enseigne Outdoor haut-de-gamme, puis de son IPO en 1994 avec... Apax. Là encore, no comment.

### Evolution de l'attitude des banques

Même mutisme du côté de LBO France qui a pourtant bouclé « dans de bonnes conditions » la restructuration de Terreal qu'il contrôle depuis l'été 2005. Ayant connu très tôt des difficultés dans le cycle comme son concurrent Monier, le spécialiste des tuiles et des briques, Terreal avait brisé ses covenants fin 2008. Un an plus tard, il a conclu un accord avec ses créanciers, qui se traduit par une réduction de sa dette de 902 à 500 millions d'euros. À l'unanimité, les 22 prêteurs seniors ont accepté de convertir le différentiel de 402 millions en ORA et en actions de préférence.

« LBO France n'a pas remis d'equity mais il s'agit d'un excellent management avec une entreprise de qualité en bas de cycle, il fallait seulement ajuster la structure pour lui donner de la flexibilité le temps que l'activité redémarre, soutient Cesar Rodriguez Montes, à la tête des financements structurés chez ING France, chef de file des créanciers seniors de Terreal. Le Steering Committee représentait déjà une part très importante des créanciers, ce qui nous a permis d'obtenir un accord équilibré. » Voilà qui marque une évolution notable dans l'attitude des banquiers, selon Olivier Tordjman, avocat associé au ca-

binet Ayache, Salama & Associés : « douze-dix-huit mois, les banquiers a édité une règle non-écrite totalement quate selon laquelle les fonds d'origine vaient pas se refaire dans le dossier. » A d'hui, elles semblent plus conciliant plutôt les situations dictent des décisions rapides. « Quand les dossiers sont traités l'urgence, on se donne du temps en ad des waivers pour assouplir les covenants en cas de crise de liquidité anticipée à terme, via des décalages de rembourse de dette, et on se donne rendez-vous d mois si l'activité n'a toujours pas redém témoigne Olivier Marion, qui chapea le département restructuring de PriceV houseCoopers. Cette tendance à pa plus urgent a finalement permis d'év vraies catastrophes, mais le revers de daille est qu'on n'a pas purgé les situ difficiles. »

Il est certain qu'entre le simple rep la dette et sa division par deux en évin sponsor, la deuxième solution est pr ble pour permettre à la société opératio de respirer. Mais les restructurations tié permettent à l'actionnaire de g l'espoir de récupérer une partie de sa m cas de reprise de l'activité. Et c'est clair ce scénario optimiste d'une reprise er qui est privilégié... peut-être un peu tr timiste, selon certains observateurs : restructurations purement financière r

## DOUCET : UNE RESTRUCTURATION EN DOUCEUR

**A**cquis en 2004 en LBO secondaire par ING Parcom, Abenex et CIC Investissement, le distributeur de produits d'entretien Doucet serait l'illustration parfaite de ces renégociations bancaires réussies après avoir été menées en toute discrétion et

dans une perpétuelle recherche du consensus. Les prémices de la crise sont ressentis début 2008 dans un contexte de ralentissement de la croissance et de besoins d'investissements sur le site industriel et en R&D accrus du fait d'un durcissement des réglementations environnementales. Le pôle

grand public d'une part, qui représente les trois-quarts de l'activité du groupe avec 50 millions d'euros de CA, est affecté par l'arrêt brutal de la croissance de ses ventes dans un contexte d'augmentation de ses coûts fixes et de hausse des matières premières.

Le pôle professionnel, d'autre part, fruit de build-ups successifs, est loin de tenir ses promesses de rentabilité dans un contexte de marché durablement sinistré. Ce ralentissement brutal -qui aura d'ailleurs provoqué le dépôt de bilan du principal concurrent Proven en LBO avec Pragma- coïncide avec de grosses échéances de la dette senior contractée en 2004 (avec un levier de 4 fois l'Ebitda) dont il restait plus de 20 millions d'euros à rembourser fin 2007.

Les investisseurs n'attendent pas d'être au pied du mur pour aller voir leurs banques, et proposent dès début 2008 une « rustine » consistant à contracter des financements à moyen terme pour financer les besoins d'investissement du bas et préserver le cash servant les dividendes pour le haut. Réaction pour

le moins mitigée des créanciers...

« Nous nous sommes retrouvés confrontés à des divergences philosophiques entre les banques d'exploitation favorables à ce montage et les banques purement LBO qui ne voyaient pas d'un bon œil ce qu'ils considéraient comme de l'endettement de la société opérationnelle pour financer le holding » explique Pierre Decré, directeur associé chez ING Parcom. Les négociations se focalisent donc sur le réaménagement de la dette LBO et un accord est finalement trouvé fin 2008 : les créanciers senior acceptent de reporter une partie des échéances des trois années suivantes sur une ligne Bullet additionnelle remboursable un an après l'échéance ultime de la dette initiale, les mezzaneurs consentent à la capitalisation partielle de leurs intérêts à hauteur d'1 million d'euros et les sponsors réinjectent 1,4 million d'euros de new money.

Mais l'exercice ne s'est pas cantonné à la restructuration financière. Le groupe s'est à cette occasion recentré sur son pôle grand public, le pôle professionnel, moins rentable, ayant été déconsolidé (Doucet n'en détenant plus que 49%, la majorité ayant été cédée aux

managers). En complément, le groupe a vendu en novembre dernier Prir société du pôle professionnel acquise en 2005 et dédiée au secteur agricole à un groupe chimique allemand, Giulini, lui-même filiale de l'israélien ICL. « Le produit de la vente a servi à rembourser par anticipation une partie de la dette senior ainsi que les intérêts capitalisés de la mezz et la new money des actionnaires » détaille Pierre Decré. Une bonne nouvelle n'arrivant jamais seule, le redressement de l'activité de BtoC en 2009 a permis de générer un excès cash-flow qui servira à un remboursement anticipé de la dette senior. « À fin 2009, la dette nette hors new money sera autour de 1,3 fois l'Ebitda et à fin 2010, soit deux ans après la renégociation et malgré le contexte de crise, on sera revenu à l'encours de dette senior du contrat d'origine (soit autour de 5 millions d'euros) », souligne Pierre Decré qui glisse tout de même que le corollaire de l'anticipation est que « tant qu'il n'y a pas d'urgence, les négociations s'étirent en longueur et pendant ce temps, les banques ne se gênent pas pour vous demander de payer les échéances que vous avez justement en train de négocier ! »



Pierre Decré, ING Parcom

que repousser le problème. Les fonds risquent de recevoir une claque en 2010 quand tous les palliatifs auront été épuisés et que les rustines commenceront à craquer » estime Daniel Cohen, président du cabinet de conseil en restructuring Zalis, qui trouve que certains sponsors continuent à se voiler la face, hésitant à bousculer le management en place, qui sera pourtant le dernier à tirer la sonnette d'alarme. « Cette crise a fait perdre aux entreprises trois à quatre ans de croissance, il serait illusoire de maintenir des dettes reposant sur des schémas de croissance pré-crise et se contenter d'en repousser les échéances » insiste le conseil, qui a notamment été mandaté pour la restructuration de Geoxia avant sa reprise par LBO France. Le numéro un français de la maison individuelle avait été repris en 2006 par ses cadres à 80% dans un LBO Ter avec les deux fonds NPE NIPartners et Initiative & Finance. Le montage qui reposait sur une dette de 200 millions représentant les deux tiers de la valeur de l'entreprise n'a pas résisté à la chute des ventes en 2008. Ses douze principaux créanciers (11 banques et un mezzaneur) ont fini par convertir la dette en capital et ont cherché un nouveau partenaire financier, n'osant pas franchir le pas de la prise de contrôle par les prêteurs. C'est finalement LBO France qui a remporté la mise fin août pour une

**« LES RESTRUCTURATIONS PUREMENT FINANCIÈRE NE FONT QUE REPOUSSER LE PROBLÈME. LES FONDS RISQUENT DE RECEVOIR UNE CLAQUE EN 2010 QUAND TOUS LES PALLIATIFS AURONT ÉTÉ ÉPUIÉS ET QUE LES RUSTINES COMMENCERONT À CRAQUER » DANIEL COHEN, PRÉSIDENT DE ZALIS**



valorisation trois fois inférieure à 2006, grillant la politesse à Walter Butler, pourtant en exclusivité depuis juin.

### **New Money ou retournement ?**

La décision de privilégier un fonds de LBO classique plutôt qu'un spécialiste du retournement n'a d'ailleurs pas manqué de surprendre. « La décision s'est moins jouée sur la valorisation, l'offre de LBO France étant sensiblement équivalente à celle de Walter Butler, mais plus sur le facteur humain : une condition de trop qui a fait que l'attitude du fonds de retournement a été interprétée comme trop opportuniste par les banques »

décrypte une source proche du dossier les fonds dits de situation spéciale ne sont pas vraiment accueillis à bras ouverts par les banquiers de la dette. « Le problème avec les fonds de retournement est qu'ils ont une exigence de multiple de 5 à 8 qui fait table rase de la quasi-totalité de la dette et de la totalité de l'equity du montage précédent », relève Olivier Tordjman (Ayache, Safran & Associés). Alors que quand le fonds de retournement remet de la new money, c'est un multiple de 2 à 3 avant de partager avec les banques les potentielles plus-values. » Là encore, les banques préfèrent le pari d'une reprise en 2010. ■

## **4 QUESTIONS À EDWARD KOOPMAN, ASSOCIÉ DE COGNÉTAS.**

### **Comment analysez-vous votre éviction du capital de CPI et SGD malgré votre proposition de remettre de la new money ? Un compromis était-il introuvable avec les créanciers ?**

Nous avons effectivement proposé plusieurs solutions de recapitalisation avec une injection d'argent frais de notre part. En dépit de ces propositions, nous ne sommes pas parvenus à trouver un accord avec les banques sur le niveau de dette résiduelle à rembourser par CPI. En ce qui concerne SGD le besoin de new money était supérieur à ce que nous souhaitions réinvestir. Dans les deux cas nous avons privilégié l'avenir de la société et choisi de passer la main plutôt que de mettre en péril l'entreprise.

### **Comment jugez-vous l'attitude des banques, qui ont été relativement plus conciliantes avec d'autres sponsors ?**

Je ne pense pas que les banques soient plus conciliantes avec certains sponsors plutôt qu'avec d'autres. In fine cela fût notre choix de ne plus rester actionnaire. Nous avons évoqué des scénarii avec les banques dans lesquels nous restions au capital, mais nous avons jugé que le « risk reward » n'était pas satisfaisant pour nous.

### **Pensez-vous avoir commis des erreurs sur ces dossiers ? Quelles leçons en tirez-vous pour vos prochains investissements ?**

De nombreuses entreprises sont aujourd'hui en difficultés à cause de la crise économique et d'une chute de la demande sans précédent. CPI et SGD étaient en outre en cours de restructuration, ce qui nécessite du temps et du capital. La crise économique et la chute d'activité sont venues complexifier la situation de ces sociétés industrielles, dont la structure de coûts est principalement fixe. L'impact de la crise sur la rentabilité a nécessité une mise en adéquation de la structure financière. Il était difficile d'anticiper une telle conjoncture.



### **Quelles conséquences pour vos prochains levés ?**

Nous venons d'évoquer des situations délicates mais les autres sociétés du portefeuille se portent très bien. Tokheim, le spécialiste des équipements et de la maintenance des stations-services, a bien performé durant la crise. Nous venons de faire un build-up dans les pays de l'Est moins de 12 mois après en avoir réalisé un important en Allemagne. Fullsix, la principale agence de communication directe indépendante en France, se développe très bien aussi avec une rentabilité qui devrait doubler cette année et avec une légère croissance du chiffre d'affaires. Nous étudions actuellement des opportunités d'acquisition à l'étranger. Diana connaît actuellement une belle croissance notamment sur le marché du pet food. Nous venons de financer un JV en Thaïlande dont les perspectives sont très prometteuses. Enfin il nous reste 350 millions d'euros à investir sur le fonds actuel dans un environnement propice à de nouvelles opportunités. Au total c'est la performance globale du fonds qui compte ainsi que la manière dont on a géré l'ensemble du portefeuille au cours de cette période. Nous connaissons nos investissements depuis longtemps et avons 25 ans de track record, qui est excellent. ■