

Les DPN émis par Technicolor : un outil sur mesure au service du recentrage de ses activités ¹

32

Arnaud Pérès
Juliette Loget

Avocats à la Cour
Davis Polk & Wardwell

La restructuration de la dette du groupe Technicolor ² restera sans doute comme l'une des opérations emblématiques de ces dernières années. Il est vrai qu'elle se distingue à plus d'un titre : par son ampleur (presque 3 milliards d'euros de dette à restructurer), sa complexité (la société est cotée à Paris et à New York et les actifs du groupe se situent à la fois en France, en Europe et aux États-Unis), sa durée (annoncée en janvier 2009, la restructuration s'est conclue par une opération de marché fin mai 2010), les enjeux de place qu'elle impliquait ³, etc. L'opération a donné lieu à des commentaires abondants dans la presse économique, financière et juridique ⁴. Elle est remarquablement riche d'enseignements pour les praticiens des procédures collectives et des restructurations, et son influence est évidente dans la genèse de la procédure dite de sauvegarde accélérée instaurée récemment par le législateur ⁵.

Parmi les nombreuses innovations du dossier, l'une relève plus spécifiquement du droit boursier, et mérite à ce titre une mention dans ces colonnes : il s'agit de l'émission par Technicolor d'obligations baptisées *Disposal Proceeds Notes* (DPN). La création des DPN, sans précédent à notre connaissance, répondait à un besoin spécifique du groupe de mettre en place, dans le cadre de cette restructuration financière, une dette « hors périmètre ».

Dès janvier 2009, la nouvelle équipe dirigeante décide de concentrer l'activité du groupe sur les services aux créateurs de contenu. En corollaire, le groupe lance un programme de cession des filiales n'entrant plus dans son nouveau périmètre stratégique : *Grass Valley* (équipements de diffusion professionnelle), PRN (publicité sur le lieu de vente) et *Screenvision* (régie publicitaire pour le cinéma).

Dans le cadre des discussions qui débutaient avec les créanciers sur l'adéquation de la dette avec les perspectives de trésorerie du groupe, la question s'est posée de savoir si l'on pouvait intégrer, par anticipation, le produit escompté de ces cessions. Cet exercice s'avérait en effet périlleux, dans un contexte où, quelques semaines après la crise de l'automne 2008, les conditions de marché étaient particulièrement difficiles. N'était-il pas plus opportun de laisser le groupe mener sereinement le processus de cession de ses actifs, pour en tirer le meilleur prix ?

La négociation avec les créanciers déboucha alors, au printemps 2009, sur un point d'équilibre :

- le groupe disposerait de près de 18 mois pour procéder aux cessions dans les meilleures conditions ;
- le produit de cession serait affecté au désendettement et au remboursement des créanciers, à concurrence d'un montant maximum de 300 millions d'euros ;
- si le produit de cession devait s'avérer insuffisant, le solde des 300 millions de dette serait converti en capital ⁶.

Les DPN répondent point par point à cette esquisse de « dette hors périmètre ⁷ », qui ne devient remboursable que pour autant que la société parvienne finalement à céder les actifs destinés à quitter le groupe.

1 V. la note d'opération du 27 avril 2010 (visa AMF n° 10-107).

2 Les auteurs ont conseillé la société Technicolor dans le cadre de sa restructuration.

3 Sur ce thème, il suffira de rappeler que Technicolor naguère s'appelait Thomson. Le groupe, qui a longtemps fait partie du secteur public, incarnant l'excellence de l'industrie française de la technologie électronique, est depuis de nombreuses années au centre des préoccupations de la politique industrielle du pays.

4 V. par ex. « Technicolor retrouve des couleurs » : *Décideurs stratégie finance droit sept.* 2010, p. 40 ; « Restructuration de Thomson : les enjeux d'une opération complexe et innovante » : *Le magazine des affaires janv.-févr.* 2010, p. 39 ; N. Barga, « Titres super-subordonnés et plan de sauvegarde » : *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 604, § 125 ; G. Couturier, « Les créanciers et la sauvegarde financière de l'entreprise en difficulté » : *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 683, § 144. Pour une vue d'ensemble des différents aspects de cette restructuration, v. également *Bull. Joly Sociétés janv.* 2011, à paraître.

5 V. C. com., art. L. 628-1 et s., issus de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

6 L'émission de DPN, réalisée en mai 2010, s'est finalement élevée à environ 250 millions d'euros.

7 La formule est assez parlante d'un point de vue financier, même si les DPN restent comptablement et juridiquement une dette de la société.

1. Obligations remboursables en espèces ou en actions.

Le principe de liberté contractuelle, qui prévaut dans la création des valeurs mobilières donnant accès au capital, permettrait de satisfaire au cahier des charges tel qu'il vient d'être défini. D'un point de vue juridique, les DPN sont des obligations émises par Technicolor, réservées aux créanciers et souscrites par ces derniers par voie de compensation (une partie de la dette existante étant ainsi convertie et restructurée en DPN). Il s'agit d'obligations remboursables fin décembre 2010, soit en espèces, à hauteur du produit de cession des actifs concernés, soit en actions nouvelles, si ce produit de cession est insuffisant pour rembourser le nominal et les intérêts des DPN.

À la différence des obligations convertibles classiques ou des obligations dites Océanes, assez en vogue sur le marché, les DPN ne présentent aucun caractère optionnel pour le titulaire. Ce dernier ne peut pas choisir le mode de remboursement, entre numéraire ou actions. Au contraire, en fonction des circonstances et du succès du processus de cession engagé par la société, il reçoit de plein droit l'un et l'autre en remboursement (ou, théoriquement, l'un *ou* l'autre), mais dans des proportions déterminées dès l'origine par le contrat d'émission.

2. Quels produits de cession pour le remboursement en espèces ?

Dans sa note d'opération, la société précise la nature des sommes affectées au remboursement en espèces des DPN. Il est important de noter qu'il s'agit d'un montant net, résultant de la somme des produits bruts de cession de chacun des actifs concernés (espèces encaissées par le groupe avant l'échéance des DPN), après déduction des passifs et charges liés aux cessions ou à la restructuration de ces actifs.

3. Quelles actions émises en remboursement ?

Si les produits nets de cession ne sont pas suffisants, les DPN sont convertis en capital et remboursés en actions nouvelles. Pour ce faire, le nombre d'actions à émettre est déterminé en fonction du cours de l'action à l'époque du remboursement, par référence à une moyenne sur quarante jours de bourse. Là encore, c'est une différence importante avec les titres convertibles classiques ou les Océanes, puisque la parité d'échange ou de conversion de ce type d'instrument obligataire est en général déterminée dès l'origine.

Comme on le voit, le mécanisme retenu ne permettrait pas de connaître par avance le nombre d'actions à émettre. L'assemblée générale qui a autorisé l'émission des DPN s'est donc prononcée sur un nombre maximum d'actions à émettre, sachant que ce plafond pourrait s'avérer insuffisant en cas de baisse importante du cours de bourse. Le dispositif s'accompagnait donc d'un mécanisme de rattrapage : si les autorisations votées ne permettent finalement pas d'émettre la totalité des actions nécessaires au remboursement des DPN, l'émetteur devrait alors :

- tout d'abord, affecter au remboursement partiel des DPN l'ensemble des produits nets de cession et la totalité des actions nouvelles pour lesquelles une autorisation est en vigueur ; et
- pour le solde, soumettre au vote d'une assemblée générale devant se tenir au printemps 2011 une nouvelle autorisation permettant de procéder à l'émission des actions manquantes.

Par ailleurs, pour plus de flexibilité, l'émetteur conserve en toute hypothèse la faculté de rembourser les DPN à partir de sa trésorerie disponible, au-delà des produits nets de cession impérativement affectés aux DPN.

“
*La création des DPN
[...] répondait à un besoin
spécifique du groupe de
mettre en place [...] une dette
« hors périmètre »*”