

Dans les coulisses de l'accord sur la dette XXL d'Altice

TÉLÉCOMS

Pendant plus de dix mois, les hommes du milliardaire ont tenu tête aux prêteurs de la dette d'Altice France pour finalement leur céder 45 % du capital.

Florian Dèbes

Choc des cultures dans le théâtre des négociations financières. Le 11 novembre dernier, plusieurs mois avant le dénouement de la restructuration des dettes de SFR – 24 milliards d'euros, un montant jamais vu en France pour ce type d'opération –, un avocat des créanciers de l'opérateur télécoms rebat les oreilles des conseils du camp d'en face : « *Nous sommes en France !* » plaide-t-il en anglais avec un accent parisien. C'est vrai, la scène se déroule à Paris. Mais dans ce dossier, le droit new-yorkais s'applique aussi, en rigolant froidement ses interlocuteurs du camp Altice qui, pour certains, avaient décollé de l'aéroport JFK quelques heures plus tôt. En dépit de la date, le temps n'était pas à l'armistice.

L'accord de paix est désormais signé. Selon un communiqué publié avant-Bourse mercredi, Altice France (la maison mère de SFR) et ses prêteurs ont convenu de convertir en capital une partie de la dette pour limiter à l'entreprise des frais financiers devenus mortifères depuis la hausse des taux d'intérêt. Au final, en comptant également un remboursement de plus de 2 milliards d'euros en cash, la dette d'Altice France se réduit à 15,5 milliards d'euros, pour 1,1 milliard d'euros de frais annuels – contre 1,5 milliard au départ de la négociation. Unique propriétaire d'Altice France jusqu'ici, le milliardaire Patrick Drahi cède 45 % du capital à ses créanciers, bien davantage que ce qui était anticipé.

Comme pour tout dossier de ce type, les choses avaient pourtant très mal commencé. Il fallait être concentré pour entendre, en mars, à la fin d'une conférence de présentation de résultats de triste facture de SFR, le trésorier du groupe Gerrit Jan Bakker appeler en une petite phrase les créanciers d'Altice France à « *participer à des transactions à prix réduit* » pour désendetter la société. En clair, l'entreprise demandait à ses prêteurs de dire adieu à une partie de leur argent...

« *L'idée de cette annonce était de créer un momentum, l'effet escompté a été atteint* », se rappelle une source



Selon un communiqué publié avant-Bourse mercredi, Altice France, la maison mère de SFR, et ses prêteurs ont convenu de convertir en capital une partie de la dette pour limiter à l'entreprise des frais financiers devenus mortifères depuis la hausse des taux d'intérêt. Photo Laurent Grandguillot/RÉA

proche des négociations. Après plusieurs cessions, notamment les médias BFM et RMC, le groupe savait avoir besoin de s'adresser aux créanciers pour alléger davantage encore le poids de sa dette XXL. « *Mécaniquement, cette déclaration a fait baisser le prix de la dette, ce qui signifiait que les fonds de dette qui la détenaient perdaient de l'argent* », raconte un autre protagoniste. De quoi commencer la discussion en bonne position, pensait-on dans le camp d'Altice.

Sourire de façade

Mais la contre-attaque ne s'est pas fait attendre. En quatre jours, deux coalitions de prêteurs représentant plus de la moitié de la dette se forment pour tenir tête à Altice. « *Il a lâché sa bombe. Ça a raté* », estime alors dans « Les Echos » un connaisseur des discussions en parlant de Patrick Drahi. Le face-à-face se tend. « *Les créanciers voulaient nous passer à la casserole comme chez Orpea ou Casino* », explique aujourd'hui un acteur de la négociation, en référence à deux récents dossiers de restructuration où les créanciers ont pris la main.

Dans cette ambiance, les sourires avenants ne sont que de façade. Mi-juillet, Altice se dit prêt à rouvrir la discussion maintenant que diverses opérations de cessions lui ont permis de se renflouer de 3,5 milliards d'euros. Le sous-entendu paraît clair : cet argent sera pour les créanciers s'ils acceptent d'abandonner une partie de leurs dues. Mais les créanciers flairent un jeu de poker menteur. Dans le même temps, Altice isole discrètement dans ses comptes 1,55 milliard d'euros lié à la cession de BFM et RMC pour le placer hors d'atteinte des créanciers en cas de défaut de l'entreprise.

« *Altice menait deux plans en même temps : un plan A qui était de conclure un accord avec les créanciers, un plan B qui était de sortir des actifs* », explique un banquier. Bien entendu, les créanciers voient rouge. « *Tout ça se passe entre gens consentants* », minimise-t-on à l'époque chez Altice, comme pour rappeler que les fonds en question – Pimco, BlackRock, Fidelity, etc. – étaient rodés à l'exercice aux États-Unis bien qu'il soit inédit en Europe. Surtout, ils avaient eux-mêmes signé pour cela.

De fait, Altice fait valoir son bon droit. Mais il s'agit d'un droit new-yorkais, celui qui s'applique sur les obligations cotées à Wall Street et qui lui permet de sortir des actifs à son bon vouloir. « *C'est vrai que la documentation contractuelle était très avantageuse pour l'emprunteur mais les créanciers ont eu pendant des années la rémunération qui allait avec, c'est-à-dire plus élevée que les taux du moment* », note une source au fait du dossier. Dans un savoureux retournement des rôles, la société de droit européen joue sur le droit américain qui l'avantage. Les fonds anglo-saxons tentent,



ÉCOUTEZ NOTRE PODCAST LA STORY

Altice : dette, vanités et trahison dans « La Story », le podcast d'actualité des « Echos ».

eux, de faire valoir le droit français des obligations qui les protégeait mieux. « *Nous sommes en France !* »

Mais c'est finalement le plan A qui s'est concrétisé. Défendu par ses fidèles mais jamais présent au cours des discussions, Patrick Drahi met progressivement de l'eau dans son vin. L'option d'ouvrir le capital est clairement sur la table à l'automne mais le gouffre reste béant entre les deux parties. Mi-novembre, Altice propose 18 % du capital. Les créanciers dits seniors en réclament 34 %, sachant que les juniors espèrent eux aussi une part du gâteau.

Encore une fois, la discussion s'interrompt, chacun se renvoyant la faute. Pour Altice, il y a de la friture sur la ligne entre les créanciers faute de partager les mêmes échéances de dettes. « *Ceux qui devaient se faire rembourser en 2025 avaient intérêt à faire péter la négociation* ! » pointe-t-on. Mais les créanciers accusent le groupe de jouer la montre jusqu'à ce que la dette change de main sur les marchés pour trouver un accord avec le nouveau détenteur qui l'aura payé moins cher.

La négociation s'accélère finalement aux alentours de Noël. Certes,

fort d'avoir anticipé la négociation avant que n'approchent les grosses échéances de dettes de 2026 et 2027, Altice avait le temps pour lui et aucun problème de liquidité à court terme. Mais lorsque les créanciers s'affichent de leur côté un peu plus unis à la faveur de discussion sur des points techniques, l'occasion est belle de rapprocher les positions pour passer, enfin, à autre chose. Altice lâche alors du lest. Ses dirigeants acceptent de céder 31 % du capital aux créanciers détenteurs d'une dette gagée sur les actifs de l'entreprise et 14 % aux autres.

Les gains d'un accord immédiat et d'une réduction imminente des frais financiers l'emportent sur la poursuite d'une négociation qui aurait pu prendre en compte l'amélioration opérationnelle espérée de SFR. Des réunions hebdomadaires puis quotidiennes impliquent Altice et trois fonds représentant les quatorze autres – BlackRock, Pimco et Elliott – sans compter Arini Capital pour les juniors. « *Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras, c'est le bon sens pay-san* », explique une source. Même chez les as de la finance, la méthode anglo-saxonne a ses limites. ■

« SFR appréhende les prochaines années avec sérénité »

Délestée d'une part significative de sa dette, la maison mère de l'opérateur français se projette sur sa relance opérationnelle. Les cessions d'actifs ne sont pas terminées, indique son PDG, Arthur Dreyfuss.

Après des mois de négociation avec ses créanciers, que va changer cet accord pour SFR ? Altice France et SFR ouvrent un nouveau chapitre. En 2025, l'entreprise enregistrera une croissance soutenue et s'appuiera sur une structure financière solide. D'ici à quelques mois et la finalisation de l'accord, la structure financière d'Altice France s'avérera tout à fait classique, avec un levier d'endettement de quatre fois l'Ebitda, usuel dans le secteur des télécoms.

Comme il y a quelques années, SFR aura des actionnaires minoritaires.

Quel poids aura encore la dette de SFR ?

Concrètement, le groupe supportera 15,5 milliards d'euros de dette sans aucune échéance significative avant 2030, pour des frais financiers réduits à 1,1 milliard d'euros au lieu de 1,5 milliard. Le niveau de dette pourra même baisser à 13 mil-

« Altice France et SFR ouvrent un nouveau chapitre. »

ARTHUR DREYFUSS
PDG d'Altice France

liards d'euros avec de nouvelles cessions d'actifs non essentiels à venir. Les frais financiers seront alors de 900 millions d'euros. Nous avons désormais en main des optionnalités, y compris de nouveaux refinancements. Nous appréhendons les prochaines années avec sérénité.

Qu'est-ce qui a permis le dénouement des discussions ? L'esprit de responsabilité car nous parlons d'une opération hors-norme, surtout pour l'Europe. Les montants en question, le nombre

d'interlocuteurs autour de la table, tout ça n'avait rien d'ordinaire. Cela a surpris les observateurs, mais il était essentiel d'anticiper comme nous l'avons fait car nos échéances de dette à moyen terme étaient difficilement soutenables. Un accord était alors dans l'intérêt de tous. Et à partir du moment où les créanciers allaient devenir actionnaires de l'entreprise, l'intérêt économique de SFR primait encore davantage pour tout le monde. Voilà pourquoi cette opération est bonne pour l'entreprise, ses actionnaires, les salariés et le secteur des télécoms.

Patrick Drahi garde le contrôle du groupe mais cède 45 % du capital. Quelle sera la conséquence sur la stratégie



« 2025 sera l'année où le travail des équipes de SFR en 2023 et 2024 portera ses fruits. »

Lionel Guericolas/MPP/Sipa

de l'entreprise qui a, par ailleurs, perdu beaucoup d'abonnés ces derniers temps ? Aucune. 2025 sera l'année où le travail des équipes de SFR en 2023 et 2024 portera ses fruits. Cette opération de refinancement sera sans impact sur l'activité opérationnelle du groupe et son plan stratégique. Sous l'égide de son PDG, Mathieu Cocq, SFR est parfaitement positionné pour profiter de sa stratégie de relance commerciale déjà entamée depuis quelques mois, de sa nouvelle organisation, des améliorations sur ses réseaux fixes et mobiles et de sa capacité à maîtriser les coûts, le tout dans un marché plus concurrentiel que jamais.

Propos recueillis par Fl. D.