

Note de l'APEI sur la valeur de la dette financière, notamment dans le cas de sociétés en difficultés financières

Mai 2025

La présente note a été établie par un groupe de travail composé de représentants de structures professionnelles membres de l'APEI :

Rapporteur : Sonia BONNET-BERNARD (A2EF)

Membres : Teddy GUERINEAU (DK Expertises & Conseil)
Maxime HAZIM (Crowe HAF)
Maurice NUSSENBAUM (Sorgem)
Olivier PERONNET (Finexsi)
Lucas ROBIN (Finexsi)
Carine TOURNEUR (Kroll)

Les approches indirectes d'évaluation des capitaux propres d'une société consistent à évaluer d'abord l'actif économique avant de lui retrancher la valeur de l'endettement financier net¹ pour aboutir à la valeur des capitaux propres.

Cette note ne traite que de l'endettement financier externe au sens strict, et non des éléments à intégrer dans le passage entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres.

En théorie, la valeur de marché de l'actif économique est déterminée sur la base des taux de marché à la date de l'évaluation et la dette nette doit également refléter les taux d'intérêt de marché à cette même date. C'est la valeur de marché de la dette nette qui est ainsi retranchée de la valeur de l'actif économique.

La valeur de marché d'une dette est déterminée par actualisation de flux à payer (commissions, intérêts, remboursements et le cas échéant : pénalités de remboursement anticipé, coûts de restructuration de l'endettement, couvertures ...) à un taux qui reflète, en particulier, le risque de crédit de l'émetteur de la dette et les caractéristiques spécifiques des instruments composant la dette financière.

L'évaluateur retient très généralement une valeur de marché de la dette égale à sa valeur comptable telle qu'elle figure au bilan de l'émetteur², ce qui est acceptable en l'absence de distorsion majeure entre valeur comptable et valeur de marché de l'endettement financier (ce qui est le cas en période de stabilité des taux et de risque de crédit de l'émetteur)³.

La valeur de marché de la dette peut s'écarter significativement de sa valeur comptable dans deux contextes principaux :

- celui d'une évolution sensible des taux d'intérêt, lorsque l'émetteur s'est endetté à taux fixe (directement ou après swap) : du fait de la récente hausse des taux d'intérêt, la valeur comptable des dettes dans les bilans est plutôt supérieure à leur valeur de marché ;
- celui d'une modification du risque de défaut de l'émetteur et le cas échéant, s'il fait l'objet d'une notation, de son rating, sans qu'il y ait eu réajustement du taux d'intérêt des instruments de dette émis (absence de clause de step-up).

¹ Endettement financier net au sens large : le passage entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres comprend la dette financière nette mais également tous les actifs et passifs qui ne sont pas appréhendés dans le plan d'affaires (actifs non opérationnels, passifs non intégrés dans les flux du BP) ainsi que certains retraitements (par exemple pour normaliser le besoin en fonds de roulement, ou pour tenir compte d'éventuelles restrictions sur la trésorerie...).

² Ainsi, dans la note de travail SFEV de septembre 2013 sur la prise en compte du risque dans l'évaluation, était citée en note 11 : « Par exemple, dans une étude récente de Frank Bancel : « A majority of respondents consider that the book value of the net debt is a good approximation of its value » extrait de : Valuation Practices and CAPM implementation – Franck Bancel (ESCP) and Usha Mittoo (Manitoba University) – June 19, 2012 ».

³ A noter que lorsque la dette fait l'objet d'une couverture, la valeur de cette dernière doit être intégrée (ajoutée ou déduite selon qu'il s'agit d'un actif ou d'un passif) à la valeur de la dette retenue.

1. Qu'est-ce que la valeur comptable ?

Avant d'apprécier la pratique consistant à retenir la valeur comptable de la dette, il convient de rappeler ce que cette notion peut recouvrir, selon le référentiel utilisé :

- En normes françaises : la valeur de remboursement (à distinguer de la valeur nominale) ;
- En IFRS : le coût amorti pour la généralité des instruments (sur la base d'un taux d'intérêt effectif) ou par exception, la juste valeur pour certains instruments (sur la base d'un taux de marché spot) ;
- Les instruments de couverture de la dette : certains dérivés au bilan permettent de traduire directement la valeur de marché instantanée de la dette, notamment les swaps de taux (dans le cas de l'existence d'un swap destiné à couvrir une dette émise à taux fixe, c'est bien la somme de l'endettement et de la valeur de la couverture qu'il convient de retenir, la valeur du swap pouvant être un actif -en diminution de la dette nette- ou un passif).
- Certains autres dérivés à caractère de dette financière.

Sauf exceptions que nous examinerons plus loin, les dettes financières sont enregistrées en juste valeur⁴ à l'origine (généralement égale à la valeur nominale ou de remboursement) mais ne sont pas suivies dans le temps en juste valeur au bilan. Les dettes sont donc normalement en coût historique. Le lecteur pourra néanmoins trouver la juste valeur des dettes dans l'annexe des comptes.

1.1 Les dettes en coût historique (coût amorti)

Les IFRS ont retenu une présentation des dettes financières selon la méthode du coût amorti (ou du taux d'intérêt effectif ou TIE. Le TIE est le taux d'actualisation qui annule tous les flux financiers liés à l'emprunt (encaissement de l'emprunt diminué des frais d'émission à l'origine, puis remboursements, intérêts, primes).

L'enregistrement initial des dettes s'effectue toujours à la juste valeur, laquelle correspond au nominal, si la dette a été contractée à des conditions de marché, diminuée des frais d'émission et des éventuelles primes (prix de la transaction). La valeur comptable évolue ensuite sur la base du plan d'amortissement calculé au TIE⁵. Elle ne correspondra pas à la valeur de remboursement, sans toutefois s'en écarter significativement pour un emprunt conclu à des conditions normales.

Dans les cas exceptionnels où la dette n'est pas émise au taux de marché (par exemple un prêt accordé par l'Etat à un taux inférieur au taux de marché), le plan d'amortissement est établi sur la base du taux

⁴ La juste valeur (selon IFRS 13) est définie comme le prix qui serait payé pour transférer une dette dans le cadre d'une opération conclue à des conditions de marché normales par des intervenants de marché, à la date de l'évaluation. La vente est supposée intervenir sur le marché principal où l'élément se négocie ou sur le marché le plus avantageux.

⁵ La valeur qui apparaîtra au bilan sera la valeur amortie selon le plan d'amortissement à la date de clôture des comptes, soit la valeur initiale augmentée des charges financières calculées au taux d'intérêt effectif et réduite des décaissements (remboursements éventuels et intérêts effectivement payés depuis l'origine jusqu'à la date de clôture des comptes). Les primes de remboursement et les frais d'émission apparaîtront en frais financiers au fur et à mesure de l'amortissement de la dette selon le plan d'amortissement comptable.

d'intérêt de marché. La différence entre la valeur d'origine ainsi calculée et le montant de liquidités reçu est inscrite en résultat⁶.

Ces dispositions sont en ligne avec les normes US GAAP.

Les règles françaises adoptent aussi une présentation en coût historique, mais la dette est inscrite au bilan en valeur de remboursement. Les frais d'émission et les primes de remboursement sont inscrits à l'actif et étalés sur la durée de l'emprunt (avec la possibilité d'une inscription immédiate en charges pour les frais d'émission). L'étalement s'effectue généralement au prorata des intérêts courus.

1.2 Par exception, certains passifs financiers sont suivis en juste valeur.

1.2.1 Les passifs financiers classés en juste valeur par résultat

Il s'agit des dettes encourues à des fins de transaction (trading liabilities), c'est-à-dire des dettes liées à des ventes à découvert d'actifs financiers, des dettes émises avec l'intention de les racheter à court terme (ou comprises dans un portefeuille ayant ces caractéristiques) et des instruments dérivés (sauf contrats de garantie financière et instruments de couverture).

Certains instruments peuvent être classés sur option dans cette catégorie, notamment les instruments hybrides⁷, qui peuvent être classés en totalité en juste valeur par résultat (obligatoire lorsque l'on ne sait pas séparer les dérivés incorporés), les instruments qui font partie d'un portefeuille géré en juste valeur, ou lorsque le classement en juste valeur permet de réduire une distorsion de traitement (« mismatch ») entre la dette et un instrument dérivé ou un actif financier.

La juste valeur d'une dette prend en compte le risque de défaut de l'émetteur. Il s'ensuit que la dégradation du risque de crédit propre à l'entreprise entraîne la constatation d'un gain (normalement comptabilisé en OCI⁸).

Dans certains cas, la juste valeur déterminée à l'origine diffère du prix de transaction. Cet écart appelé « day one profit » peut, suivant les cas, être comptabilisé directement en résultat, différé ou étalé.

1.2.2 Les passifs financiers faisant l'objet d'une couverture

Les instruments de couverture sont évalués en juste valeur, par contrepartie résultat ou OCI selon que la couverture est dite « de juste valeur » (par exemple un swap de taux fixe contre variable), ou « de flux de trésorerie » (par exemple un swap de taux variable contre fixe).

La comptabilité de couverture en IFRS n'est pas obligatoire, elle suppose un choix de la part de l'entreprise dès l'initiation de la couverture et elle n'est acquise que pour les couvertures suffisamment efficaces selon les critères de la norme IFRS 9.

⁶ Dans le cas du prêt d'Etat pris pour exemple, elle constituera une subvention constatée en profit selon les dispositions de la norme sur les subventions (IAS 20).

⁷ Instruments qui possèdent à la fois des caractéristiques de dette et de capitaux propres (par exemple certains emprunts convertibles) et qui sont comptabilisés pour partie en dette, pour partie en capitaux propres (split accounting). Dans les travaux d'évaluation, la partie inscrite en capitaux propres ne devra pas être oubliée ! En règles françaises, les instruments hybrides ne sont pas décomposés.

⁸ OCI (« other comprehensive income ») : C'est-à-dire directement dans les capitaux propres sans impacter le compte de résultat.

2. Dans quels cas une valeur autre que la valeur comptable doit-elle être prise en considération ?

La valeur comptable peut valablement servir d'approximation de la valeur de marché de la dette :

- Lorsque l'entreprise est endettée à taux variable : la valeur au bilan est égale à la valeur de marché ;
- Lorsque l'entreprise est endettée à taux fixe :
 - o Si l'entreprise a couvert sa dette : la dette à retenir est alors la somme de la valeur de la dette et de celle de la couverture ;
 - o Si l'entreprise n'a pas couvert sa dette mais qu'elle ne présente pas une structure financière déséquilibrée⁹, dans des contextes de marché peu volatiles (taux des obligations souveraines et spreads stables) : implicitement, on considère que la société ne sera pas en mesure d'appréhender ou de subir le faible écart existant entre la valeur comptable et la valeur de marché de sa dette financière.

La valeur de marché de la dette peut en revanche s'écarter de sa valeur comptable en cas d'évolution sensible des taux lorsque l'émetteur s'est endetté à taux fixe, ou lorsque la qualité de la signature de l'émetteur a significativement évolué, affectant le spread exigé par les créanciers (emprunts émis à taux fixe comme à taux variable).

2.1 Contexte d'évolution significative des taux

Imaginons deux sociétés comparables, en continuité d'exploitation et de même rating, qui se sont endettées à taux fixe, l'une, A, à 1,5% début 2022, l'autre, B, à 4% en 2024.

Toutes choses égales par ailleurs, en 2024, A détient un avantage (temporaire) qu'il convient de valoriser. La valeur de marché de la dette de A est inférieure à sa valeur comptable (intérêts à 1,5% actualisés à 4%), celle de B est égale à sa valeur comptable. Dans une approche Free Cash-Flows to Equity¹⁰, la dette serait logiquement valorisée en valeur de marché : les charges financières déduites pour calculer le free cash-flow, respectivement au taux de 1,5% chez A et de 4% chez B, seraient implicitement actualisées au taux de marché. C'est ainsi bien la valeur de marché de la dette de A qui doit être prise en compte dans sa valeur.

Dans un contexte de baisse des taux, les sociétés endettées à taux fixe ont une dette dont la valeur de marché est supérieure à la valeur comptable. Cet impact négatif devrait également être pris en compte, **si la société n'a pas la possibilité de refinancer sa dette, sans pénalité**, au taux de marché qui est plus avantageux.

⁹ Au sens où la dette financière nette ne représenterait pas un poids excessif au regard de la valeur d'entreprise, du montant de l'EBITDA...

¹⁰ La méthode des Free Cash-Flows to Equity n'a pas vocation en tant que telle à valoriser la dette financière d'une société. Toutefois, elle permet de constater que toutes choses égales par ailleurs, une société A, qui aurait émis une dette à un taux d'intérêt plus favorable que la société B, aura des flux revenant à ses actionnaires plus importants et donc une valeur de titres plus élevée. A valeur d'entreprise constante, ce phénomène découle du fait que la valeur de marché de la dette de A est inférieure à la valeur de marché de la dette de B.

Dans le cas de sociétés en bonne santé financière (en continuité d'exploitation), avec un risque de crédit stable, la dette doit en principe être retenue à sa valeur de marché, qui peut être différente de la valeur comptable, si le taux d'intérêt de marché a beaucoup varié depuis la date de souscription de la dette¹¹.

2.2 Contexte d'évolution du risque de défaut de la société

Lorsque le risque de défaut d'une société augmente, le taux d'intérêt réclamé par les créanciers progresse car ils exigent (i) une hausse du rendement ajusté du risque de défaut et (ii) une compensation accrue contre le risque de perdre tout ou partie de leur capital en cas de défaut, pour autant qu'ils acceptent de financer l'entreprise.

En théorie, si le taux d'intérêt de la dette est plus faible que le taux de marché applicable à l'entreprise à la date de son évaluation, la valeur de marché de la dette est inférieure à sa valeur comptable¹². L'écart correspond au différentiel d'intérêts économisés sur la durée restant à courir de l'emprunt ; en cas de refinancement, cet écart (favorable) disparaît.

Cependant, lorsque l'écart de taux provient d'une augmentation du risque de défaut de l'entreprise, on observe un désalignement des intérêts des créanciers et des actionnaires : les actionnaires peuvent avoir intérêt à réaliser des investissements risqués qui ont pour effet de réduire la valeur de marché de la dette au profit des actionnaires et renoncer à des projets rentables impliquant un apport de new money pour ne pas améliorer la situation des créanciers à leur désavantage. Néanmoins, il apparaît paradoxal de prendre en compte la réduction théorique de la valeur de la dette qui conduit à transférer de la valeur des créanciers vers les actionnaires, alors qu'une situation de défaut aurait pour effet un remboursement anticipé et/ou une renégociation de la dette avec, à la clé, une hausse significative du taux d'intérêt ajusté du risque de défaut, et donc un transfert de valeur des actionnaires vers les créanciers. C'est d'ailleurs ce que consacre l'ordonnance 2021-1193 du 15 septembre 2021 sur les procédures collectives en considérant les actionnaires comme les titulaires de droit les plus subordonnés.

La question est d'autant plus délicate lorsque le taux d'intérêt de marché reflète la prise en compte d'un risque significatif de défaut. En particulier, il y a lieu de s'interroger lorsque la valeur des titres d'une société résulte, en tout ou partie, de la prise en compte d'une décote sur la valeur comptable de la dette financière trouvant son origine dans un risque de défaut.

Prenons l'exemple d'une société dont la valeur d'entreprise est de 500, la valeur comptable de la dette de 600 et la valeur de marché de la dette de 400 du fait de la prise en compte d'un risque significatif de défaut. En théorie, on pourrait aboutir à une valeur des fonds propres de 100, faisant l'hypothèse implicite que la société pourra appréhender, au bénéfice de ses actionnaires, l'écart entre la valeur comptable de la dette et sa valeur de marché, en dépit de son risque de défaut. Cette hypothèse qui conduirait à considérer un accroissement de la valeur des titres au détriment des créanciers, est en contradiction avec l'existence du risque significatif de défaut.

Une telle situation ne peut se produire que dans le cas très particulier, voire purement théorique, où la société dispose des moyens de racheter la totalité de la dette au prix décoté (la valeur de marché) reflétant le risque de défaut.

¹¹ La valeur d'entreprise n'est, elle, pas impactée par l'évolution des taux d'intérêt.

¹² Cela peut être mis en évidence par l'intermédiaire du calcul des free cash-flows to equity (cf. note 10 ci-dessus).

De manière générale, la prise en compte d'une décote paraît très discutable en cas de risque de défaut significatif et supposerait que les conditions suivantes soient cumulativement réunies :

- la société dispose de liquidités pour racheter une partie de sa dette ;
- ces liquidités ne sont pas soumises à des restrictions d'utilisation empêchant un remboursement partiel de la dette ;
- les contrats de prêts souscrits et/ou des obligations émises ne contiennent pas de clause empêchant un rachat d'une partie de la dette ;
- il existe des créanciers disposés à céder la dette avec le niveau de décote pris en compte ;
- et surtout, cette éventualité de rachat de la dette, fait partie de la stratégie de la société, car il ne s'agirait pas de prendre en compte un gain qui, dans les faits, ne se matérialiserait pas.

En pratique, d'autres conditions peuvent figurer dans les contrats de prêts qui réduisent considérablement la possibilité de retenir la dette en valeur décotée : dette devenant immédiatement exigible en cas de changement de contrôle ou de cession d'actif significatif, interdiction de distribution de dividendes tant que la dette n'est pas remboursée...

En tout état de cause, si l'évaluateur estime que les conditions sont réunies pour pouvoir retenir la dette en valeur décotée, tous les coûts que la société aura à supporter pour racheter une partie de sa dette sur une base décotée devront être pris en compte.

Cas de sociétés en difficultés financières : scénarios probabilisés

Dans certaines situations, l'évaluateur peut être conduit à déterminer plusieurs valeurs d'entreprise en fonction de différents scénarios. Certains scénarios peuvent faire ressortir une valeur d'entreprise inférieure à la valeur comptable / nominale de la dette : dans ce cas, la valeur de la dette est de facto limitée à la valeur d'entreprise.

A titre d'exemple, en reprenant l'hypothèse précédente d'une valeur comptable (nominale) de la dette de 600, et différents scénarios conduisant aux valeurs d'entreprise (VE) suivantes :

Hypothèse favorable : $VE = 700$, la valeur des capitaux propres sera alors de 100, après déduction de la dette en valeur nominale (600).

Hypothèse défavorable : $VE = 400$. Compte tenu de l'impact de la responsabilité limitée de l'actionnaire, les capitaux propres ne deviendront pas négatifs. C'est la valeur de la dette qui est alors impactée et ressortira de fait à 400.

Si l'on introduit une probabilité de 50% d'occurrence pour chaque scénario, on obtient une VE de 550.

Cette valeur ne couvre pas la valeur de la dette, qui sera limitée, de facto, à la valeur d'entreprise.

En tout état de cause, il n'appartient pas à l'expert indépendant d'anticiper les résultats d'une négociation avec les créanciers, même s'il existe une probabilité que de telles négociations puissent s'engager au regard de difficultés financières avérées et / ou d'un niveau de taux d'intérêt reflétant un niveau de risque de défaut pouvant déboucher sur de telles négociations.

Dans la pratique, cela supposera que de telles négociations soient suffisamment abouties pour permettre à l'expert de s'y référer sans spéculer sur le sort de la dette.

Dans les cas de restructuration financière, rappelons par ailleurs la difficulté de se référer au cours de bourse de la société pour déterminer sa valeur, car les opérateurs de marché n'ont pas les moyens d'anticiper l'impact du risque de défaut et, s'il se matérialise, la restructuration qui se mettra en place entre la société et ses créanciers. Cette situation est d'autant plus complexe à apprécier dans le cadre de l'ordonnance 2021-1193 du 15 septembre 2021 sur les procédures collectives qui introduit les classes de parties affectées¹³.

A cet égard, on doit relever que, sur les récentes opérations, la dilution subie par les anciens actionnaires du fait de la restructuration a été proche de 100%. Si le cours de bourse s'est maintenu à niveau sensiblement supérieur à zéro jusqu'à l'annonce de celle-ci, pour autant aucune diminution de dette (abandon ou incorporation au capital) intervenue dans le cadre de la restructuration ne leur a bénéficié dans la logique de la nouvelle loi.

Pour être exhaustif, nous traiterons le cas de l'amélioration significative du risque de défaut de la société, depuis la date de son dernier bilan. En théorie, la valeur de marché de la dette (supérieure à la valeur comptable) devrait être retenue. En pratique, et sauf à ce que la société reste en difficultés financières, elle dispose de la possibilité de refinancer / rembourser de manière anticipée sa dette sur la base des hypothèses prises en compte dans la valeur comptable, ce qui limite la pertinence de la valeur de marché. La valeur comptable de la dette devrait ainsi être retenue dans la plupart des cas (les coûts annexes pour rembourser la dette sur la base de sa valeur comptable devront alors être pris en compte : pénalités pour remboursement anticipé, coûts générés par l'éventuel besoin de refinancement...).

¹³ L'introduction de classes de parties affectées constitue l'une des innovations de la réforme des procédures d'insolvabilité issue de l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 (articles L 626-29 à L 626-34 du code de commerce). Les classes de parties affectées remodelent substantiellement le traitement collectif des créanciers dans le cadre du plan.

Exemples : Orpea et Casino

Orpea

Au 31 décembre 2022, avant la restructuration, l'endettement financier de ORPEA (hors filiales) était composé de 3 599 M€ de dettes sécurisées et 3 822 M€ de dettes non sécurisées (1 598 M€ d'obligations, 499 M€ d'OC et 1 569 M€ d'obligations de droit allemand).

L'endettement global du groupe (filiales incluses) s'élevait à 9,7 Md€.

Confrontée à une grave crise de liquidité, Orpea (la Société) a dû ouvrir une procédure de conciliation le 20 avril 2022 afin de solliciter un financement en urgence.

La procédure de conciliation a abouti le 14 février 2023 à un accord de lock up, entre un groupement d'investisseurs comprenant d'une part, la Caisse des Dépôts, CNP Assurances, MAIF et MACSF, et d'autre part, cinq institutions détenant de la dette non sécurisée de ORPEA, prévoyant la capitalisation des dettes non sécurisées pour environ 3,8 Md€ à travers une première augmentation de capital.

Celle-ci devait être suivie de deux autres augmentations de capital essentiellement en « new money » par le Groupement repreneur conduit par la Caisse des dépôts pour 1,55 Md€ lui conférant 50,185% de la Société sur une base diluée.

A l'issue de ces accords, la Société, qui n'était plus en état de cessation de paiement, a pu obtenir le 24 mars 2023 l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée.

Dans ce cadre a été élaboré par la Société, aidée des administrateurs judiciaires désignés, un plan de sauvegarde prévoyant des classes de parties affectées et des remboursements partiels en fonction des créances et droits existants de chaque classe à la date de l'ouverture de la procédure.

Le projet de plan de sauvegarde n'ayant pas été approuvé par l'ensemble des classes de parties affectées à la majorité requise, la Société a sollicité l'arrêt du plan par le tribunal de commerce de Nanterre, qui est intervenu le 24 juillet 2023.

La conversion de l'endettement non sécurisé et les apports en numéraire à hauteur de 1,55 Md€ ont été effectués à la suite de la purge des recours contre la dérogation à l'obligation de lancer une OPA délivrée par l'AMF le 26 mai 2023.

La première augmentation de capital dite d'apurement a conduit le 29 novembre 2023 à la conversion en capital des dettes non sécurisées, dont les porteurs ont obtenu 98,05 % du capital diluant ainsi quasi totalement les anciens actionnaires.

A l'issue de la 2^{ème} augmentation de capital en new money du Groupement, les créanciers non sécurisés se sont retrouvés dilués à hauteur de 48,84% du capital, le Groupement détenant 50,18 % et les actionnaires initiaux (qui détenaient des titres avant la mise en œuvre de la procédure) 0,07%.

Dans le cadre de ces différentes procédures, plusieurs rapports d'expertise ont été diligentés tant pour le tribunal de commerce, afin de lui permettre de se prononcer sur le plan de sauvegarde, que pour l'AMF, dans le contexte d'une demande de dérogation à la nécessité de lancer une OPA suite à l'augmentation de capital ayant permis au Groupement d'obtenir le contrôle de la Société.

Ces différents rapports ont présenté une évaluation de la valeur d'entreprise du Groupe qui était comprise entre 6 et 7 Md€ à comparer à l'endettement brut de 9,7Md€.

Il doit être noté qu'à aucun moment la valeur de marché (ou juste valeur) de la dette n'a été utilisée ou indiquée pour conclure l'accord¹⁴. Les actionnaires initiaux ont vu la valeur de leurs actions réduite à un montant proche de 0.

Casino

Le plan de restructuration validé par le tribunal de commerce de Paris, le 26 Février 2024, s'est articulé autour d'une restructuration de l'endettement financier du Groupe estimé à fin 2023 à 7,9 Md€ et d'un apport de « new money ».

Il a impliqué la conversion en fonds propres de près de 5 Md€ de dettes : l'intégralité des dettes non sécurisées soit 1,350 Md€ de TSSDI et 2,168 Md€ de dettes non sécurisées, obligations high yield et obligations EMTM ainsi que la conversion en fonds propres de 1,355 Mds€ de dettes sécurisées (Term Loan B, ci-après « TLB » et Revolving Credit Facility, ci-après « RCF »).

La dette résiduelle a simultanément été réaménagée, notamment les créances résiduelles au titre du RCF et du TLB pour 2,121 Md€ et des obligations émises par Quatrim (0,567 Md€).

Les autres lignes confirmées (dont RCF Monoprix, PGE C Discount..) pour un montant total de 1,178 Md€ ont été maintenues pour une durée minimum de 2 ans.

Cet apurement est intervenu à travers 3 augmentations de capital réalisées par compensation de créances :

- Une augmentation au bénéfice des porteurs de TSSDI pour 1,35 Md€ leur conférant 0,4% du capital de Casino ;
- Une augmentation au bénéfice des créanciers non sécurisés (EMTM, high yield, Negotiable European Commercial Paper, « NEU CP ») pour 2,173 Md€, leur conférant 1,8% du capital de Casino ;
- Une augmentation de capital au bénéfice des créanciers sécurisés (RCF et TLB) pour un montant de 1,355 Md€, leur conférant à l'issue de la restructuration 23% du capital de Casino.

Faisant suite à cette restructuration de la dette, deux augmentations de capital en numéraire ont eu lieu respectivement pour 275 M€, garantie par un groupe de créanciers (Backstop Group) et 925 M€ souscrit par le Consortium des investisseurs qui détiendra à l'issue de ces augmentations de capital 53,7% du capital de Casino, ce qui correspond à une valeur d'equity post money d'environ 1,72 Md€ et une valeur d'entreprise de 3,71 Md€.

¹⁴ En effet du fait du nominalisme monétaire , les dettes sont juridiquement prises en compte pour leur valeur nominale dans les plans d'apurement quelque soit l'échéancier de remboursement proposé .

Cette restructuration aura fait baisser l'endettement de 75% : 1,99 Md€ de dette financière ajustée post plan contre 7,88 Md€ pré plan (y compris 1,350 Md€ de TSSDI).

On constate que cette restructuration a impliqué la conversion non seulement des dettes non sécurisées qui ont subi une décote proche de 100% mais également d'une partie des dettes sécurisées pour lesquelles la décote aura été supérieure à 20%.

Il s'agit d'une négociation avec les créanciers, après que les actionnaires aient vu la valeur de leurs actions baisser à un niveau proche de 0. A aucun moment la notion de valeur de marché (ou juste valeur) de la dette n'a été utilisée.

La valeur de marché de la dette n'est pas le critère qui permet de définir le niveau d'abandon requis auprès des créanciers¹⁵, c'est l'ordre de priorité dans les classes de parties affectées et le niveau d'actif disponible pour les indemniser qui prime.

¹⁵ La valeur de marché de la dette peut expliquer la volonté des créanciers d'accepter ou non, à travers le vote des classes, le traitement qui leur est proposé. Mais souvent les créanciers ont eux-mêmes acquis la dette en secondaire à un prix non connu, et ils vont de fait comparer ce qui leur est proposé à leur prix d'acquisition.