

## Gala Coral: mezzanine's lucky hand

NEIL UNMACK

breakingviews.com

Mezzanine debtholders have had a rough ride in recent distressed situations. But they have the upper hand in the looming restructuring of UK gambling group Gala Coral. They should savour this rare experience.

Gala is almost certain to breach covenants on its 2.5 billion pounds of borrowings at the next test in February. Anticipating this sorry situation, junior debtholders Intermediate Capital Group, the listed finance house, and Park Square Capital, a London-based credit fund, have proposed a debt-for-equity swap.

The plan envisages holders of the 535 million pounds of mezzanine debt receiving a payment-in-kind loan and half Gala's equity, while senior creditors would get a one-off fee and higher interest payments. Two of Gala's private equity owners, Candover and Cinven, like the plan. But the third, Permira, doesn't.

Meanwhile, U.S. buyout group Blackstone is looking to take control of the business by funding a 300 million pound equity injection to pay down some of the 1.9 billion pounds of senior debt. Blackstone wants 75 percent of the company in return, leaving 25 percent with the mezzanine holders.

Whichever plan wins over senior lenders is most likely to succeed. The Blackstone proposal may seem the best solution given that it involves a substantial cash injection. But it values the equity at only 400 million pounds, leaving mezzanine holders with an equity stake of worth 100 million pounds – a recovery of just 19 pence in the pound.

The junior creditors are in an unusually strong position to ram through their own proposal. Their share of the junior debt gives them an effective veto on any other restructuring. The fact that senior creditors also own some of the mezzanine will align interests. Permira's only option to avoid dilution is to fund a recapitalisation that gives the mezzanine holders more equity or redemption at par.

Gala could mark a reversal of fortune for junior creditors in restructurings. In Wind Hellas, senior lenders approved a deal that wiped out lower-ranking debt while allowing shareholders to keep control of the company by injecting new money. But it will not be easy to replicate the junior debtholders' success at Gala in every case. ■

**Context News.** Mezzanine lenders to Gala Coral, the UK gaming company, will meet with senior creditors this week to seek approval for a debt restructuring plan.

Under the plan, led by Intermediate Capital Group and Park Square capital, mezzanine would forfeit interest payments and restructure their debt as a new note that rolls up interest. They would also own half of the company with current shareholders, Permira, Cinven and Candover.

# Scandales et contre-scandales à répétition dans les controverses écolo-climatiques

*Le Sommet de Copenhague fonctionne aussi comme une caisse de résonance dans la controverse sans fin sur les causes des dérèglements climatiques. Dernier épisode dans le WSJ.*

BRET STEPHENS\*

L'an dernier, ExxonMobil a donné sept millions de dollars à une variété d'instituts spécialisés dans les politiques publiques, dont le Aspen Institute, Asia Society et Transparency International. La compagnie a également donné un montant total de 125.000 dollars au Heritage Institute et au National Center for Policy Analysis, deux think tanks conservateurs qui proposent des perspectives allant à l'encontre des idées reçues sur ce qu'on appelait jusqu'à récemment - sans ironie - le «consensus» sur les changements climatiques.

En lisant certains des reportages parus dans la presse sur ces dons – qui correspondent à environ 0,0027% des profits de 45 mil-

liards de dollars d'Exxon en 2008 –, on pourrait croire qu'il s'agit du scandale du siècle. Mais grâce aux événements qui se déroulent en ce moment sous le nom de Climategate, on se rend compte qu'en fait le véritable scandale est ailleurs.

Le Climategate implique certains des climatologues les plus renommés du monde et nous les dévoile en train de bloquer des demandes d'accès à l'information, d'évincer des scientifiques dissidents, de corrompre le processus de révision par les pairs et de dissimuler, détruire ou manipuler des données dérangeantes sur les températures. Tous ces faits ont été mis au jour par la diffusion la semaine dernière de milliers de courriels de l'Unité de recherche climatique (CRU) de l'Université d'East Anglia.

La question la plus pertinente est cependant pourquoi des scientifiques agissent de cette façon, surtout lorsqu'on entend dire que la science qui soutient la thèse du réchauffement causé par l'homme est très fermement établie. Pour répondre à cette question, il est utile d'appliquer aux alarmistes eux-mêmes la méthode qu'ils ont

souvent utilisée, c'est-à-dire de suivre l'argent à la trace.

Penchons-nous d'abord sur le cas de Phil Jones, le directeur du CRU et l'homme au centre du Climategate. Selon l'un des documents piratés en provenance de son centre, M. Jones a été le récipiendaire (ou le corécipiendaire) de quelque 19 millions de dollars en subventions à la recherche de 2000 à 2006, soit une multiplication par six des sommes qu'il a reçues dans les années 1990.

Pourquoi l'argent a-t-il afflué si rapidement? Parce que l'alarme climatique continuait de sonner fort plus elle sonnait fort, plus les sommes étaient élevées. Et qui était mieux placé pour la sonner fort que des gens comme M. Jones, l'un des bénéficiaires les plus probables? Les plus récents crédits budgétaires adoptés par la Commission européenne pour financer la recherche sur le climat s'élèvent à près de 3 milliards de dollars, et c'est sans compter les fonds en provenance des gouvernements membres de l'Union. Aux États-Unis, la Chambre des représentants prévoit dépenser 1,3 milliard de dollars sur les travaux de la NASA dans le domaine

du climat, 400 millions sur la NOAA [National Oceanic and Atmospheric Administration] et un autre 300 millions de dollars pour la National Science Foundation. Les États apportent aussi de l'eau au moulin, la Californie - qui n'est apparemment pas en faillite lorsqu'il s'agit de ces questions - consacrant 600 millions de dollars à son propre programme de lutte contre les changements climatiques.

Et, selon les estimations de la Banque HSBC, tout ceci n'est qu'une fraction des 94 milliards de dollars dépensés à travers le monde sur ce qu'elle appelle «le plan de relance vert», c'est-à-dire principalement sur la production d'éthanol et d'autres projets de développement d'énergies alternatives, des projets dont Al Gore et ses partenaires chez Kleiner Perkins espèrent tirer de généreux bénéfices.

Comme on le sait, l'offre crée sa propre demande. Ainsi, pour chaque milliard additionnel de subventions gouvernementales à la recherche (ou les dizaines de millions fournis par des fondations telles que Pew Charitable Trusts), des universités, des instituts de recherche, des groupes de pression et leurs diverses filiales et organisations dérivées sont soudainement apparus pour les recevoir. Ces groupes forment aujourd'hui leur propre écosystème. Ils comprennent non seulement les mouvements bien établis tels le Sierra Club ou Greenpeace, mais également Ozone Action, Clean Air Cool Planet, Americans for Equitable Climate Change Solutions, Alternative Energy Resources Association, California Climate Action Registry, etc. Tous ont reçu du financement relié aux changements climatiques, et tous doivent donc croire en la réalité du réchauffement climatique (et d'une catastrophe imminente), tout comme un prêtre doit croire dans l'existence de Dieu.

Aucune de ces organisations n'est en soi corrompue, dans le sens où les fonds qu'elles reçoivent ser-

vent à autre chose qu'à leur usage dédié. Mais elles s'appuient toutes sur une position corruptrice, c'est-à-dire que l'hypothèse dont dépend leur gagne-pain a en fait été démontrée. Sans cette preuve, tout ce qu'elles représentent - y compris les milliers d'emplois qu'elles fournissent à leurs militants - disparaît. C'est ce qu'on appelle avoir un intérêt direct à ce qu'une position soit celle qui domine, et de tels intérêts sont l'ennemi d'un processus scientifique sain.

Ce qui nous ramène aux climatologues, les gardiens de l'accès au saint des saints du réchauffement climatique. Dans l'un des documents les plus révélateurs mis au jour la semaine dernière, un programmeur écrit à propos de la base de données du CRU : «Je suis vraiment désolé de devoir vous dire que le reste des bases de données semble dans un presque aussi mauvais état que l'était celle de l'Australie. Grrrrrr! Il n'y a vraiment aucune lumière au bout du tunnel. On peut obtenir un résultat qui se tient, mais uniquement en incluant un tas de cochonneries!»

Ceci n'est pas une expression d'une science bien établie, mais plutôt de fondations empiriques qui commencent à craquer. Et quel que soit le nombre de constructions qu'on a érigées dessus à coups de milliards de dollars, elles finiront un jour ou l'autre par s'effondrer.

\* Chroniqueur au «Wall Street Journal», où cet article a d'abord été publié. Traduction de l'Institut économique Molinari

## Les enjeux de Copenhague sont aussi économiques

Depuis ce lundi, la capitale danoise est devenue le centre du monde. La Conférence des Nations unies sur le climat a pour objectif de définir la politique climatique mondiale après 2012, c'est-à-dire à la suite des premiers efforts qui ont été fixés il y a une dizaine d'années par le Protocole de Kyoto. L'objectif des écologistes - admis implicitement par une sorte de consensus mou - est que de nouveaux objectifs de réduction des émissions de CO2 soient définis, de manière encore plus draconienne que jusqu'ici. Pour convaincre les indécis, on nous rebat les oreilles avec des prédictions de plus en plus apocalyptiques sur les effets potentiels du réchauffement climatique. Des scientifiques nous affirment péremptoirement que nous n'avons pas le droit de douter - et pourtant, nombreux sont ceux qui sont tentés par le doute après avoir vu comment une panique mondiale similaire a été créée autour d'une grippe à peine plus virulente que les autres.

Simple application du principe de précaution, nous rétorquera-t-on. Certes, mais le principe de précaution devrait s'appliquer aux enjeux non seulement écologiques mais aussi économiques. La concurrence entre les États est une réalité que la crise a encore aiguës. Dans ce contexte, les objectifs de réduction des émissions de CO2, selon la manière dont ils seront formulés et selon le zèle que déploieront certains, peuvent constituer un moyen d'affaiblir la compétitivité de tel ou tel concurrent. Et les exagérations très probables des scénarios catastrophe que l'on nous présente peuvent donc aussi cacher des motivations éco-

nomiques. Faut-il rappeler ici que la Suisse est un des rares pays qui va atteindre les objectifs fixés par le Protocole de Kyoto? Notre propension à jouer les bons élèves, qui ne sert pas les intérêts de l'humanité, sert-elle au moins les nôtres? La réponse est: prudence, prudence, prudence!

Ensuite, si l'on admet que le principe de précaution commande tout de même de réduire les émissions de gaz à effets de serre, il faut alors faire preuve de pragmatisme. La Suisse a suivi jusqu'ici une politique relativement raisonnable, axée sur un usage modéré des taxes incitatives publiques et sur une priorité accordée aux mesures prises par l'économie privée; ces dernières ont permis de réduire les émissions de CO2 sur le territoire de la Confédération - notamment par des rénovations écologiques de bâtiments - mais aussi à l'étranger, en achetant des certificats permettant de financer des projets dans des pays où beaucoup reste à faire et où les montants investis aboutissent donc à une efficacité supérieure. Une telle politique a donné de bons résultats, qu'il s'agira de faire valoir à Copenhague lorsque la Suisse sera invitée à prendre des engagements. Surtout, il faut avoir la sagesse de ne pas s'écarter de cette voie raisonnable, qui nous permet, à notre mesure, de participer au grand effort mondial de protection du climat, tout en préservant sans naïveté notre compétitivité économique.

PIERRE-GABRIEL BIERI  
Centre Patronal



«LES EXAGÉRATIONS PROBABLES DES SCÉNARIOS CATASTROPHE QUE L'ON NOUS PRÉSENTE PEUVENT AUSSI CACHER DES MOTIVATIONS ÉCONOMIQUES.»

## China/Blackberry: blackberry, raspberry, Redberry?

WEI GU

breakingviews.com

Research in Motion is hailing China as the next frontier for Blackberry. But don't expect too much success out of the world's largest mobile market. Blackberry will not appeal to China's masses, and some of the expats have already been served out of Hong Kong.

First, the service is too expensive for ordinary consumers. Average mobile phone revenue per user in China is only \$10, versus about \$50 in the United States. The monthly subscription for Black-

berry is almost \$90 in China. Only a small number of western companies could afford that, and most of them have already got services from outside China. They might not want to migrate, for fear of service disruption and because of data security concerns.

A big selling point of Blackberries is corporate email security, because they can access emails stored on the so-called virtual private network. But that kind of extra security is not highly valued in China. Many corporations store their emails on the public network, and smart phone users can access them for just \$3 a month. ■