

Nouvelle donne sur le marché des LBO



Tiphaine Hue est avocate
au sein du cabinet Simon
et Associés

Après avoir suscité un réel engouement ces dernières années, les "LBO" (Leverage Buy-Out) ne cessent aujourd'hui d'inquiéter. La crise actuelle n'a en effet pas épargné ces opérations à fort effet de levier consistant essentiellement à racheter une entreprise par l'endettement. Le marché mondial du LBO connaît en effet depuis quelques mois un net repli et aurait chuté de 92 % au cours du dernier trimestre 2008, en termes de montants investis. Les prévisions pour 2009 ne sont pas plus optimistes.

Plus inquiétante encore, est la situation des entreprises sous LBO. Bien qu'aucun chiffre officiel n'ait encore été publié, le nombre d'entreprises sous

**Bien qu'aucun
chiffre officiel
n'ait encore été publié,
le nombre d'entreprises
sous LBO en difficulté
ne cesserait
d'augmenter**

LBO en difficulté ne cesserait d'augmenter. Une certaine d'entreprises, tous secteurs confondus, seraient concernées, étant précisé que plus de la moitié des entreprises françaises actuellement sous LBO ne parviendrait pas à atteindre les ratios fixés par les prêteurs de LBO et à respecter les échéanciers de remboursement.

Les entreprises sous LBO ont en effet encore plus de mal que les autres à affronter la crise. Rachetée via un mécanisme d'endettement, l'entreprise sous LBO doit faire systématiquement remonter, sous forme de dividendes, les fonds disponibles vers la holding mère pour que celle-ci puisse rembourser la dette d'acquisition. Cette entreprise se trouve donc privée des réserves qui auraient permis de traverser plus sereinement la crise. Par ailleurs, les entreprises sous LBO peuvent encore moins que les autres espérer le concours des banquiers. Les banquiers, ayant déjà financé l'opération de LBO, craignent davantage de ne pas être remboursés.

Surtout, les entreprises sous LBO doivent faire face à une dette d'acquisition parfois colossale, ajustée sur la base des valorisations et des budgets prévisionnels présentés antérieurement à la crise et très éloignés des résultats actuels. Or, au moindre écart dans le respect des ratios initialement fixés ou dans le remboursement, les banques peuvent exiger le remboursement immédiat de la dette d'acquisition.

Aujourd'hui, les entreprises affectées sont donc contraintes de solliciter la restructuration de la dette d'acquisition auprès des banques qui se montrent, dans le contexte actuel, très peu enclines à renégocier.

Les entreprises sous LBO pourront se tourner vers la loi dite de "Sauvegarde", réajustée et renforcée le 18 décembre dernier par l'ordonnance n°2008-1345.

Dès les premières difficultés, elles peuvent en effet uti-



Idées > Nouvelle donne sur le marché des LBO



La sauvegarde ouvre une période durant laquelle le dirigeant de l'entreprise sous LBO et les fonds actionnaires pourront réfléchir aux restructurations éventuelles ou à une transmission organisée de l'entreprise.

liser une des trois procédures préventives offertes par la loi, à savoir le mandat ad hoc, la conciliation et la sauvegarde qui ont déjà su faire leur preuve dans les entreprises reprises via un LBO.

En premier lieu, le mandat ad hoc, apprécié pour sa souplesse et son caractère confidentiel, met à disposition du dirigeant un professionnel des procédures collectives, qu'il aura pu choisir et qui l'assistera dans ses négociations non seulement avec les banques ayant financé la dette d'acquisition, mais également avec les fonds d'investissements actionnaires, en cas de blocage.

Les LBO qui craignent de s'écarter des covenants fixés par les prêteurs pourront également faire appel à un conciliateur qui les aidera à formaliser, dans un cadre plus protecteur que le mandat ad hoc et tout aussi confidentiel (sauf en cas d'homologation) un accord avec leurs partenaires, qui mettra fin aux difficultés et à la cessation des paiements éventuelle.

Enfin, et même si elle est beaucoup moins confidentielle, la sauvegarde peut se révéler être un moyen très performant pour sortir une entreprise sous LBO de l'impasse. Revue par l'ordonnance du 18 décembre 2008 qui la rend plus souple, la sauvegarde ouvre une période, dite d'observation, durant laquelle le dirigeant de l'entreprise sous LBO et les fonds actionnaires pourront réfléchir plus sereinement aux restructurations éventuelles ou encore à une transmission organisée de l'en-

treprise.

Une question se pose toutefois dans le contexte actuel : Quels seront les axes des prochaines négociations ? Jusqu'à présent, les LBO défaillants ont été peu nombreux et se sont quasiment tous réglés dans la confidentialité des relations entre les banques et les fonds,

l'activité des uns et des autres étant liée. Or, dans la conjoncture actuelle, les banques et les fonds sont forcés d'appréhender différemment les LBO défaillants.

Quelle sera la position des banques jusqu'ici favorables à négocier ? Alors que ces dernières exécutaient rarement les garanties inscrites sur les titres de la cible opérationnelle, ne vont-elles pas, dans un marché du crédit en crise, être contraintes d'exercer leurs sûretés ou de transformer leurs encours en capital ? Un tel choix s'imposera avec encore plus de force lorsque c'est l'effet de levier même qui est en cause et non l'activité de l'entreprise.

De leur côté, les fonds vont-ils accepter une telle prise de contrôle des banques qui implique de surcroît une perte des fonds investis ?

Il sera intéressant d'observer comment chacun utilisera les outils offerts par la Loi en cas de conflits. L'évolution de ces relations banques/fonds pourra également être analysée au regard de l'intervention du Médiateur du Crédit qui est déjà sollicité dans les différends les plus extrêmes. Les prochains mois seront donc déterminants. ■

Dans la conjoncture actuelle, les banques et les fonds sont forcés d'appréhender différemment les LBO défaillants