



ACTUALITÉ DES

LBO

Quel est l'avenir des LBO face à la crise ?

PAR JEAN-CHARLES SIMON ET TIPHAINE HUE,

AVOCATS, SIMON ASSOCIÉS

Le leverage buy-out (LBO) ou rachat par effet de levier, continue d'inquiéter autant qu'il fascine. Ce processus de capital-transmission d'origine américaine a émergé en Europe au cours des années 1980 pour connaître une croissance sans précédent à partir de 2004. Ce mécanisme peut se définir comme un financement d'acquisition par emprunt consistant à racheter une société en s'appuyant sur un effet de levier bancaire.

LES VARIANTES du LBO sont nombreuses. Ainsi, on parle tantôt de MBI (manager buy-in) si des dirigeants externes à l'entreprise sont associés au montage, ou de MBO (manager buy-out), si d'anciens cadres de l'entreprise sont concernés, ou encore de BIMBO (buy-in manager buy-out), lorsque le montage fait intervenir les uns comme les autres.

Plus techniquement, dans le cadre du LBO, les dirigeants, le plus souvent d'anciens cadres ambitieux, s'adossent à des fonds d'investissement afin de constituer une société holding qui, au moyen des fonds propres apportés par ces fondateurs et surtout par des emprunts bancaires qu'elle aura elle-même souscrits, rachètera une entreprise cible prometteuse. La holding remboursera par la suite la dette d'acquisition grâce aux dividendes générés par la société fille. L'entreprise cible doit dégager alors une plus grande rentabilité que celle qu'elle aurait générée sans recourir à l'endettement. C'est précisément l'effet dit « de levier financier » qui attire tant les fonds d'investissement et les prêteurs de la dette senior. Au moment de la sortie, le retour sur investissement peut se révéler exceptionnel en cas de succès de l'opération. En fonction des résultats de la filiale, les investisseurs financiers peuvent aller, grâce à différents mécanismes d'intéressement, jusqu'à décupler leur mise initiale. Il en est *a fortiori* de même pour les dirigeants associés à l'opération, dont la participation financière d'origine est généralement beaucoup plus faible.



Jean-Charles Simon



Tiphaine Hue

Sur le plan économique enfin, les LBO permettent d'assurer un nouvel avenir à des PME familiales ou à des filiales dont l'activité est trop spécifique par rapport à celles de leur groupe. Les LBO participent ainsi à la croissance de ces entreprises qui sont le moteur de notre économie. Les LBO tendent en outre à modifier sensiblement le visage de l'actionariat en France puisqu'ils offrent à des cadres salariés la possibilité d'occuper plus qu'une place de minoritaires dans le capital des sociétés.

Les LBO ont suscité un réel engouement de la part des fonds d'investissement

et des banques. Le mouvement s'est beaucoup développé en France il y a quatre ans pour atteindre un niveau record en 2007. Les investissements en LBO, qui représentaient déjà environ 2,6 milliards d'euros au premier semestre 2005, ont atteint dans la même période plus de 5,5 milliards d'euros en 2007.

Les LBO ont su tirer profit durant toutes ces années d'un environnement bancaire très favorable. Durant cette période d'hyperliquidité, les banques se sont en effet montrées particulièrement généreuses à l'égard des fonds d'investissement por-



teurs d'un projet de LBO. Les banquiers, séduits par les taux de rendement et les business plans présentés par les fonds d'investissement, n'ont pas hésité à réduire leur taux d'intérêt et à prêter jusqu'à un montant très élevé de la valeur de l'entreprise cible.

Le ralentissement sensible des investissements en LBO

Avec la crise actuelle des liquidités, l'activité de LBO connaît un net repli depuis 2008 : 53 LBO auraient été annulés dans le monde en 2008. Le retrait le plus marquant aura été le LBO – le plus important jamais envisagé – qui visait à reprendre pour 48,5 milliards de dollars le grand groupe de télécommunications Bell Canada Entreprises. En réalité, si les opérations de LBO n'ont pas diminué en nombre entre 2007 et 2008, elles ont chuté de manière sensible en termes de montants investis. Le marché européen des LBO, qui représentait 115 milliards d'euros au premier semestre 2007, n'a atteint que 45 milliards d'euros sur la même période en 2008. En France, les investissements en LBO au premier semestre 2008 ont diminué de 32 % par rapport au premier semestre 2007. Les LBO les plus significatifs que l'on nomme « grands LBO » (plus de 1 milliard d'euros d'investissement) sont les plus touchés. Alors que les prévisions en 2007 auguraient 13 opérations de « Grands LBO » durant le premier semestre 2008, seuls 5 montages ont abouti, contre 16 l'année précédente à la même période, étant précisé que les deux plus grands LBO français de l'année 2008 ne dépassent pas les 2 milliards d'euros. Les banques, traumatisées par la crise des subprimes, sont passées d'un extrême à l'autre et boudent le marché des LBO. Les crédits LBO auraient ainsi diminué de 78 % en l'espace de un an.

Plus inquiétant est l'impact direct de la crise financière sur les entreprises qui ont fait l'objet d'un LBO. Plus de la moitié de ces dernières ne parviendraient pas à atteindre leurs objectifs de croissance et ne seraient pas en conformité avec leur calendrier de remboursement. Sur les 1 600 entreprises actuellement sous LBO, 900 se trouveraient dans une zone de haute surveillance et plusieurs dizaines seraient même en alerte. Victimes comme les autres entreprises du ralentissement de l'économie, elles se révèlent aussi plus vulnérables. En effet, lorsque la conjoncture se dégrade, l'entreprise sous LBO est beaucoup plus fragilisée qu'une entreprise classique puisque, du fait de l'opération de LBO, les fonds dis-



Les banques, traumatisées par la crise des subprimes, sont passées d'un extrême à l'autre et boudent le marché des LBO. Les crédits auraient diminué de 78 % en un an.

ponibles ont dû être systématiquement remontés sous forme de dividendes vers la holding mère pour que celle-ci puisse rembourser la dette d'acquisition. L'entreprise sous LBO se trouve ainsi privée des réserves qui lui auraient permis d'affronter plus sereinement la crise. En manque de cash-flow, ces entreprises peuvent encore moins que les autres espérer le concours des banquiers, lesquels, ayant déjà financé l'opération de LBO, craignent de ne pas être remboursés. Et puis ces entreprises doivent, en cette période de crise, faire face à une dette d'acquisition parfois colossale. Calculées sur la base des valorisations et de budgets prévisionnels très optimistes présentés lors de la période de frénésie, les échéances de la dette d'acquisition se révèlent très lourdes. Or, au moindre écart dans le remboursement immédiat d'une échéance ou dans le respect des covenants, les banques peuvent exiger le remboursement de la dette d'acquisition.

Cette épée de Damoclès conduit de plus en plus les fonds d'investissement et les entreprises affectés à demander un rééchelonnement de la dette d'acquisition aux banques souvent réticentes pour accorder des dérogations (ou waivers). Pour les plus pessimistes, les LBO porteraient en eux les germes d'une nouvelle crise financière comparable à celle des subprimes.

Les outils législatifs

Les entreprises sous LBO qui connaissent des difficultés pourraient toutefois trouver des remèdes dans la loi du 26 juillet 2005, dite « de sauvegarde » récemment réajustée et renforcée par l'ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre dernier, dont l'objectif affiché est de rendre la procédure de sauvegarde plus attractive. Ces entreprises ont en effet tout intérêt, dès que

les difficultés surviennent, à recourir aux procédures, dites préventives, de mandat *ad hoc*, de conciliation, voire de sauvegarde dans certains cas.

Les entreprises sous LBO réagissent d'ailleurs plus vite que les autres et n'hésitent pas à se tourner vers l'une de ces trois procédures qui ont déjà su faire leur preuve dans ce type d'entreprises. Le mandat *ad hoc*, tout d'abord, s'avère être un outil privilégié pour les dirigeants et les investisseurs d'entreprises sous LBO (C. com., art. L. 611-3). Cette procédure, appréciée pour sa souplesse et son caractère confidentiel, met à la disposition du dirigeant un professionnel des procédures collectives, qu'il aura pu choisir. Il pourra assister le dirigeant dans ses négociations non seulement avec la banque ou le pool bancaire ayant financé la dette d'acquisition, mais également avec les actionnaires investisseurs, en cas de divergences sur la politique de gestion de l'entreprise cible.

La procédure de conciliation vise quant à elle à permettre aux entreprises en difficulté, le cas échéant même en état de cessation des paiements depuis moins de quarante-cinq jours, de finaliser avec leurs principaux créanciers et partenaires, dans un cadre plus protecteur que le mandat *ad hoc* mais qui reste confidentiel (sauf en cas d'homologation), un accord qui mettra fin aux difficultés et à la cessation des paiements éventuelle (C. com., art. L. 611-4).

Les LBO qui craignent de ne pas être à la hauteur des ratios financiers fixés par le(s) prêteur(s) pourront alors se tourner vers un professionnel de la prévention qui pourra alors intervenir en cas de difficultés avérées ou simplement prévisibles. Le protocole de conciliation, même non homologué, qui en résultera empêchera les créanciers de poursuivre le débiteur pendant toute la durée de ce protocole. Quant aux



Il faut revenir aux fondamentaux, créer de la valeur opérationnelle en focalisant les efforts sur les moyens humains et matériels de l'entreprise, écarter des effets de levier trop agressifs, et anticiper par des études de sensibilité tenant compte de marchés en constante évolution.

prêteurs de LBO qui injecteraient de l'argent frais dans l'entreprise lors de la conciliation, ils bénéficieraient du privilège dit « de conciliation » qui les placera en seconde position, juste après l'AGS et les frais de justice.

Enfin, même si elle a tendance à effrayer les entrepreneurs par son manque de confidentialité, 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 en assouplit notamment les conditions d'ouverture (C. com., art. L. 620-1), la sauvegarde permet au dirigeant qui n'est pas en état de cessation des paiements de bénéficier d'une période d'observation où les poursuites sont suspendues, pour préparer sereinement, avec l'assistance d'un administrateur judiciaire, un plan de sauvegarde. Ce plan sera élaboré avec le concours des créanciers rassemblés en comités auxquels le dirigeant soumettra ses propositions et ses solutions de sortie de crise. Dans ce cadre, le dirigeant de l'entreprise et le fonds d'investissement auront le temps de réfléchir aux restructurations qui se révéleraient nécessaires, voire à une transmission de l'entreprise à des fonds plus spécialisés. Par ailleurs, depuis que la loi de 2005 a sensiblement limité les recours et les sanctions contre les dirigeants et les bailleurs de fonds, il est moins à craindre lors de ces négociations que les intervenants et notamment les prêteurs s'emploient exclusivement à tenter de « tirer leur épingle du jeu » au détriment des intérêts de l'entreprise.

Les antagonismes actuels

Jusqu'à alors, 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.

Depuis quelques mois, la situation s'est tendue dans un marché de la dette en crise ; d'une part parce que les effets de levier des LBO sont apparus trop ambitieux dans une conjoncture qui s'est dégradée, voire parce

qu'ils le portaient en germe, d'autre part parce que la crise induit que les banques et les fonds évoluent dans leur appréciation des modalités de règlement des situations de LBO défaillants.

Ainsi, la question qui se pose, dans le contexte actuel, est de savoir quelle sera la position qu'adopteront les banques et les fonds, jusqu'ici favorables à l'idée de négocier ensemble de manière naturelle.

Enfermées dans les contraintes de Bâle II, isolées face à la syndication de la dette, incapables de céder leurs créances dans un marché atone, ne pouvant abandonner de la dette non provisionnée, les banques ne vont-elles pas être contraintes de faire de nouveaux choix, par exemple en exerçant leurs sûretés ou en transformant leurs encours en capital ?

Alors que les banques exécutaient rarement leurs garanties, notamment les nantissements sur les titres de la filiale opérationnelle, ne vont-elles pas se résigner à les mettre en œuvre, en particulier 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 impliquant aussi une perte des fonds investis ?

En toute hypothèse, il est certain que la situation évolue entre banques et fonds, et qu'il est parfois difficile aux uns comme aux autres d'accepter de traiter une responsabilité qui pourrait apparaître collective selon les liens de subordination de la dette qui les unissent.

Les prochains mois seront intéressants à suivre. Dans l'hypothèse d'un conflit du fait de ces antagonismes, il faudra observer la façon dont chacun utilisera les outils de la loi ; il est certain que ces différends ne resteront pas sans trace dans les relations futures entre banques et fonds. Il est sans doute préférable de les éviter dans la perspective d'une reprise des marchés.

Il sera aussi intéressant d'analyser l'évolution de ces relations banques-fonds au regard de l'intervention du médiateur du

crédit, qui est déjà sollicité dans les différends les plus extrêmes.

Il sera peut-être souhaitable que de nouveaux arbitres imposent leur autorité dans ce « jeu d'adultes consentants ». À court terme, si un salut peut être trouvé dans la loi de sauvegarde, il convient de s'interroger sur les moyens d'éviter que les situations de crise ne se reproduisent à l'avenir.

Les LBO ont été conçus à l'origine comme un moyen de permettre à une entreprise performante et souvent innovante de préparer une transmission organisée de l'ancien dirigeant dont la succession n'a pu être assurée. L'enjeu des fonds d'investissement était alors d'améliorer au possible la rentabilité de l'entreprise afin de pouvoir, au jour de la sortie et après le remboursement de la dette d'acquisition, enregistrer des plus-values et récompenser de manière optimale les efforts et les risques pris.

Cependant, durant la période passée, la tendance a été de surévaluer la rentabilité des entreprises cibles et surtout de privilégier la valorisation financière de celles-ci en multipliant à outrance les opérations sur capital et les mécanismes d'intéressement au mépris de la valorisation opérationnelle et industrielle de l'entreprise.

Il faut revenir aux fondamentaux, créer de la valeur opérationnelle en focalisant les efforts sur les moyens humains et matériels de l'entreprise, écarter des effets de levier trop agressifs, et anticiper par des études de sensibilité tenant compte de marchés en constante et imprévisible évolution. Il est fort probable que les fonds d'investissement LBO, encore présents, reviendront vers une structure de financement plus conservatrice.

La nouvelle ère qui commence imposera également une évolution dans les rapports banques, fonds et management. Les « règles du jeu » devront être plus précises, anticiper les situations de crise, prévenir les différends dans des conditions telles que chacun ait la volonté de continuer à travailler ensemble.

Le droit participera à la création de ces nouvelles relations. ■