

Dettes LBO : la fin des tabous

Les banques devront faire face à une montée des risques sur les crédits LBO (leveraged buy out).

Elles disposent d'un large éventail d'instruments financiers pour y faire face mais cela suppose une nouvelle répartition des rôles entre actionnaire et créancier.

La dette LBO constitue un risque important pour les principales banques françaises, exposées à hauteur de 32 milliards d'euros. Si le nombre de LBO en défaut de paiement demeure encore relativement limité, une augmentation significative est très probable dans les douze à vingt-quatre prochains mois. Plus grave, il est certain que, dans bien des cas, la cession de l'entreprise ne permettra pas aujourd'hui de rembourser l'intégralité de la dette LBO. Des restructurations sont inévitables pour mettre en place des structures financières compatibles avec une création de valeur plus modeste que celle que l'on avait imprudemment imaginée avant la crise. Face à cette situation, les banques françaises ont jusqu'à présent adopté un comportement différent de celui de leurs concurrents anglo-saxons, en différant un traitement comptable drastique et en se donnant le temps d'examiner chaque situation de manière individuelle dans le cadre de négociations « soft » avec les fonds de private equity. Certaines restructurations récentes montrent cependant qu'elles sont prêtes, avec leurs homologues anglo-saxonnes, à mettre en place ou à participer à des restructurations en profondeur, accompagnées le cas échéant d'une perte de contrôle de l'actif pour l'actionnaire en place.

Dans une négociation avec un LBO en difficulté, les banques doivent traiter trois sujets majeurs.

Tout d'abord, les dettes LBO ayant été pour la plupart largement syndiquées, les banques seniors sont souvent très nombreuses. Elles doivent s'organiser en comité afin de permettre la discussion avec le (ou les) fonds actionnaire(s), rendre

possible l'obtention de consensus juridiquement nécessaires aux modifications des contrats de prêt et peser suffisamment dans une éventuelle procédure collective.

Elles sont ensuite confrontées à une asymétrie d'information en faveur des fonds de LBO qui ont un lien privilégié avec le management. Pour la réduire, les banques peuvent tenter de s'allier au management ou à minima s'assurer qu'elles disposent des mêmes informations que les actionnaires. Enfin, les banques doivent mettre en place des outils pour mesurer et comptabiliser la valeur des entreprises en difficulté, des différents instruments financiers associés à la structure LBO existante et des futurs instruments associés à la structure de remplacement envisagée. Ces outils, pour être utiles à la négociation et à la décision, doivent être particulièrement sophistiqués puisqu'ils traitent d'objets comple-

commande le nouveau partage de la valeur d'entreprise entre créanciers et actionnaires historiques, et éventuellement des nouveaux entrants dans la structure (fournisseurs de new money). Et la représentation comptable de ces nouveaux instruments détermine également l'éventuel provisionnement de la créance originelle et la consommation de fonds propres qui y est associée. Il s'agit donc d'un enjeu majeur pour le système bancaire.

La grande nouveauté en France est que le caractère exceptionnel du problème et son ampleur ont conduit à une levée progressive des tabous qui jusqu'à présent limitaient les marges de manœuvre des établissements de crédit et grevaient ainsi la possibilité de doter rapidement une entreprise en difficulté d'une structure financière adaptée : réticence à combiner les rôles d'actionnaire et de créancier,

POINT DE VUE FRANCK BANCEL, FRANÇOIS FAURE, JEAN-FLORENT REROLLE *

ses dans des situations particulièrement volatiles.

Les instruments financiers permettant de traiter un LBO en difficulté, c'est-à-dire permettant d'adapter la structure financière à la nouvelle réalité des cash-flows opérationnels, sont en effet d'une grande diversité : versement différé d'une partie importante des intérêts et du capital (dette PIK), « new money » pouvant être apportée sous forme d'instruments super-senior, c'est-à-dire investis en haut de la structure financière, ce qui déclasse tous les autres instruments financiers en termes de priorité, conversion d'une partie de la dette en capital ou en titres donnant accès au capital avec comme conséquence une dilution, plus ou moins importante, des actionnaires d'origine. La fixation des paramètres de ces différents instruments

méfiance vis-à-vis du management d'une société en détresse financière, difficulté à mettre en place des nouveaux financements.

Le discours aujourd'hui, intéressé mais responsable, est centré sur la préservation de la valeur de l'entreprise et sur la reconnaissance que le meilleur moyen d'espérer être un jour remboursé est encore de s'assurer que le management sera en mesure de développer l'entreprise dans les meilleures conditions. Reste à positionner le curseur de la répartition de valeur entre les différents intervenants financiers de manière acceptable pour les parties prenantes à la négociation. ■

* Franck Bancel est professeur à l'ESCP, François Faure et Jean-Florent Rérolle sont managing directors chez Houlihan Lokey (banque d'investissement).