

Les entreprises sous LBO ne sont pas en perte !

(point de vue de Christophe Karvelis co-fondateur et associé de Capzanine)
Octobre 2009

Les fonds d'investissement traversent une crise sans précédent et chaque entreprise en portefeuille fait face à plus ou moins de complications, au même titre qu'un grand nombre de sociétés françaises, LBO ou pas ! Il serait bien réducteur de considérer uniquement l'aspect endettement pour juger de la viabilité des entreprises sous LBO. Ce serait oublier l'essence même du métier d'investisseur en capital : la création de valeur.

Il y a trois ans encore, les fonds d'investissement et leur rôle dans l'économie française étaient encensés et reconnus par tous comme particulièrement positifs : de vrais "moteurs" pour leurs participations, des méthodes de gestion rigoureuses, des performances remarquables et des stratégies définitivement orientées vers la création de valeur pour les entreprises en portefeuille. Et aujourd'hui, on craint que ces dernières soient plus à risque à cause des fonds ?

Pourtant, dans un article paru cet été, le *Financial Times* estime que l'Hexagone compte, sur les trois dernières années, environ 6% de défaillance de LBO ("Leverage Buy Out", ou acquisition par effet de levier de la dette, Ndlr), un nombre bien moins important que ceux de nos voisins européens. Des informations confirmées par la toute récente étude de Standard and Poor's : si celle-ci prévoit un taux de défaillance européenne aux environs de 15% au cours du second semestre 2009, elle souligne également que celui-ci est "particulièrement bas" dans notre pays...

Reste l'utilisation du terme "défaillance" : il faut bien comprendre que s'il alarme, il n'implique pas forcément une situation désastreuse. C'est vrai, la profession traverse une crise sans précédent et chaque entreprise en portefeuille fait face à plus ou moins de complications, au même titre qu'un grand nombre de sociétés françaises, LBO ou pas ! Il serait en outre réducteur de considérer uniquement l'aspect endettement pour juger de la viabilité de ces sociétés. Ce serait oublier l'essence même du métier d'investisseur en capital : la création de valeur. Ces fonds ne se résument pas à des "négociateurs de dettes". Le fameux effet de levier n'est réalisable qu'à partir du moment où ils parviennent à insuffler à l'entreprise une dynamique de développement.

C'est pourquoi chaque société sous LBO a fait, au préalable, l'objet d'une sélection très rigoureuse basée sur ses qualités intrinsèques, ses perspectives et son potentiel d'évolution. Ces sociétés sont, pour la majorité, dirigées par des managers extrêmement compétents et capables de s'adapter aux aléas économiques. Des caractéristiques qui en font, par nature, des structures bien plus solides que la moyenne des PME françaises.

Même si les leviers d'endettement de certaines opérations semblent excessifs a fortiori par rapport à la conjoncture, ces sociétés ne se trouvent en aucun cas en liquidation judiciaire ou en procédure de sauvegarde et les dossiers en difficulté se sont vus, d'une façon ou d'une autre, soutenus par les différentes parties prenantes. Du fait de la situation actuelle, des sociétés sous LBO doivent assumer des bris de covenants, ce qui ne traduit pas obligatoirement une incapacité à payer les intérêts et l'échéance de la dette.

Même si une entreprise a des performances très correctes, les ratios bancaires fixés au départ et basés sur un business plan trop optimiste n'ont pas résisté au ralentissement économique. D'ailleurs, des sociétés avec un niveau de dette raisonnable, de deux fois l'excédent brut d'exploitation par exemple, peuvent ne pas respecter leurs covenants [clauses du contrat dont le non-respect entraîne des pénalités, Ndlr].

S'engagent alors des renégociations entre fonds et créanciers (banques, mezzaneurs, etc.). Et les fonds y jouent pleinement leur rôle d'actionnaire, notamment en réinvestissant dans leurs participations en difficulté. En témoigne l'exemple récent de Materis acquis en LBO, en 2006, par Wendel. Le groupe de chimie n'étant pas en mesure de respecter ses covenants, Wendel a apporté 36 millions d'euros supplémentaires en fonds propres, moyennant accords et souplesse avec les prêteurs.

Ce type de restructuration est assez fréquent actuellement. En effet, les fonds, les banquiers et les mezzaneurs, conjointement ou alternativement, mobilisent les moyens qui permettront à ces entreprises de traverser cette crise. Pourquoi ? Parce que ce sont des sociétés de qualité et que leur management continuera, malgré la tempête, à barrer correctement le navire.

Aujourd'hui, les défaillances graves d'entreprises sous LBO se comptent sur les doigts de la main, loin de la vague ravageuse augurée. D'autant plus que, si certains créanciers avaient réagi plus rapidement, des solutions auraient pu être trouvées pour quelques dossiers, comme l'entrée au capital des mezzaneurs, La réactivité, c'est peut-être là que le bât blesse.

Des entreprises viables n'échappent pas au redressement judiciaire ou à une procédure de sauvegarde, faute d'accord rapide de l'ensemble des parties et d'une confidentialité non respectée dans le cadre d'un mandat ad hoc, qui aggrave rapidement la situation de trésorerie d'entreprises déjà dans une passe difficile à cause de l'attitude de défiance prise alors par les fournisseurs. Imaginons des interlocuteurs plus réactifs : ne serait-ce pas un maillon essentiel à la pérennité des PME françaises, sous LBO ou non, élément vital du tissu industriel français?

Christophe Karvelis