

LES LBO, VONT-ILS SURVIVRE À LA CRISE LIÉE À LA COVID-19 ?



*par Laurent Cotret, associé,
August Debouzy*

Si le Leverage Buy-Out (« LBO ») s'est avéré très utile pour dynamiser l'économie et développer l'activité des entreprises, la propagation, ces derniers mois, de difficultés économiques consécutives à la crise sanitaire l'ont incontestablement mis à rude épreuve.

Il semble toutefois que les analyses attribuant la responsabilité de ces défaillances à ces montages originaux soient erronées et que la mutation, de plus en plus rapide, de nos économies soit en réalité la cause première de ces difficultés.

Si l'on constate que les LBO en difficultés occupent toujours le devant de l'actualité économique, rappelons que la France compte près de 5 000 entreprises sous LBO dont la plupart se sont révélées être de véritables succès.

Néanmoins, la structuration de ce montage ne résiste pas à l'ensemble des chocs conjoncturels dont peuvent être victimes les entreprises.

En effet, la pandémie de COVID19 et les règles de distanciations sociales imposées par l'Etat ont mis un coup d'arrêt total ou partiel à l'activité des entreprises dans certains secteurs. Les baisses de chiffres d'affaires et le maintien des

charges, notamment financières ont fait naître ou aggravé les difficultés de trésorerie de certaines entreprises.

A cet égard, en matière de LBO, le cash-flow (flux de trésorerie) dégagé par la société opérationnelle est l'oxygène de la holding, et face aux résultats d'exploitation en berne de la filiale opérationnelle, la holding risque l'asphyxie.

En effet, à l'origine de tout LBO, il est prévu que les acquéreurs, actionnaires de la holding, remboursent les créanciers séniors en premier lieu et les juniors en second, ce grâce aux excédents de trésorerie dégagés par la société opérationnelle.

Dans le contexte actuel de crise, la trésorerie des sociétés opérationnelles est sur-sollicitée pour faire face aux charges d'exploitation de ces dernières ainsi qu'à leurs charges financières.

C'est ainsi que dans le but de soutenir la trésorerie des entreprises touchées par la COVID19, le gouvernement français a mis en place des mesures importantes, dès mars dernier, comme le report des charges fiscales et sociales ou encore les prêts garantis par l'Etat ("PGE").

1. Des LBO sauvés par le recours au PGE ?

Les PGE permettent à toute entreprise commerciale, quelle que soit sa taille, d'emprunter auprès d'un établissement financier en bénéficiant d'une garantie d'État. L'assiette de calcul du montant couvert ainsi que ce montant diffèrent en fonction de la taille de l'entreprise, ou encore de son secteur d'activité. Ainsi, une grande entreprise pourra bénéficier d'un ou plusieurs PGE dont le montant maximal est de 25% de son chiffre d'affaire de l'année 2019, dont la garantie est élevée à 70% ou 80% du principal emprunté.

A cet égard, les premières déclarations du ministre de l'économie Bruno Le Maire, le 27 mars 2020, avaient suscité l'inquiétude des acteurs économiques et plus encore des acteurs du LBO. En effet, le gouvernement, avait annoncé que les grandes entreprises qui distribueraient des dividendes en 2020 seraient exclues des dispositifs d'aides proposés par l'Etat (dont le PGE).¹

Cette annonce revenait à abandonner purement et simplement les LBO à leurs difficultés.

La viabilité de ces montages étant fondée sur la remontée de dividendes de la société opérationnelle vers la holding, *de facto*, la société opérationnelle ne pourrait pas bénéficier des aides mises en place par l'Etat.

Conscient de l'absolue nécessité de pouvoir distribuer des dividendes dans le cadre de montages comme le LBO, le gouvernement a précisé sa position dans un document du 2 avril 2020 relatif à l'« *Engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien en trésorerie* ».

Aux termes de ce document, le gouvernement vient autoriser le versement de dividendes intra-groupe lorsqu'ils ont pour finalité de « *soutenir financièrement une société française (notamment lui permettre de respecter ses engagements contractuels vis-à-vis de ses créanciers)* ». Le montage LBO est donc parfaitement éligible au PGE, sous réserve de remplir les autres conditions, comme l'a affirmé le Ministère de l'Économie dans sa FAQ.

Toutefois, si le PGE peut donner provisoirement au LBO la dose d'oxygène que représentent les apports de trésorerie faisant défaut aujourd'hui, il ne constitue pas un remède durable aux difficultés. Le PGE reste en effet un prêt qui devra donc être remboursé et qui viendra à terme alourdir encore la dette de l'entreprise.

Dans ce contexte, la relance de l'activité d'une société opérationnelle ne peut reposer uniquement sur un PGE. Il convient dès lors de trouver d'autres sources de financement et de s'assurer que le management poursuive les objectifs fixés pour retrouver de la rentabilité.

En effet, si le PGE a pu permettre d'éviter l'état de cessation des paiements, il ne sera sans doute pas en mesure de financer à lui seul la reprise de l'activité. Ce d'autant que la capacité d'emprunt de cette dernière aura sans doute été entamée par des ratios financiers dégradés.

2. Des LBO qui s'accommodent très mal des difficultés des entreprises

La dette est bien évidemment l'un des enjeux majeurs d'un montage LBO. Ainsi, une hiérarchie s'installe au sein des créanciers, pour distinguer les créanciers dits « seniors », qui devront être remboursés prioritairement aux autres, les créanciers juniors. En échange de ce rang prioritaire dans le désintéressement, les juniors, que l'on appelle aussi mezzaneurs prêtent à des taux d'intérêts plus importants (high yield).

Pour rappel, l'acquéreur, dans le cadre du montage LBO, achète la cible avec un apport mineur relativement au prix d'acquisition. Il est lui donc nécessaire de convaincre les prêteurs qui vont financer la majeure partie de l'opération, de la solidité de son business plan en faisant notamment ressortir l'EBITDA de la société cible (société opérationnelle) et les perspectives de cash-flow de cette dernière. Les créanciers de la holding (prêteurs) ont vocation à être désintéressés dans un délai moyen de 6 à 10 ans, selon la typologie de créancier.

Dans ces conditions, l'EBITDA est un indicateur crucial puisque c'est lui qui va permettre de déterminer les excès de trésorerie dégagés par la société opérationnelle et donc le niveau de distribution des dividendes perçus par la holding dans le but de rembourser les créanciers seniors. Les créanciers seniors acceptent, en général, de financer l'acquisition dans la limite de 3 à 5 fois l'EBITDA dégagé par la société cible, les créanciers juniors devant financer le reliquat.

Afin de veiller à ce que les remontées de dividendes promises soient effectives, les prêteurs exigent de la holding débitrice qu'elle souscrive des covenants financiers. Ces clauses peuvent prévoir, outre la remise régulière d'une documentation sur l'état économique et financier de la société opérationnelle, que si les objectifs en termes de ratios financiers ne sont pas atteints ou en cas de défaut

¹ BFM TV, interview de Bruno Le Maire, le 27 mars 2020, https://www.bfmtv.com/economie/bruno-le-maire-les-entreprises-qui-demandent-l-aide-ne-devront-pas-verser-de-dividendes_AV-202003270265.html

lance de l'emprunteur, le prêteur puisse solliciter le remboursement anticipé du prêt.

Cette épée de Damoclès qui pèse sur le débiteur le contraint forcément dans ses choix de gestion, ce qui pourrait laisser penser qu'il n'est pas libre de sa gestion mais subordonné à un créancier qui peut le sanctionner en cas de bris de covenant.

A l'évidence, dans la conjoncture actuelle, une société opérationnelle qui verrait son EBITDA affecté par la baisse de chiffre d'affaire et sa dette alourdie par les emprunts souscrits pour renflouer sa trésorerie, verrait ses ratios dégradés, et risquerait, en conséquence, un retour de bâton de ses créanciers.

3. La prévention : outil efficace pour les LBO ?

Dans ce contexte, il convient donc de sonder les créanciers afin d'évaluer en amont les difficultés qui pourraient se révéler au moment des négociations. En effet, il convient d'anticiper les échéances à venir, que la holding ou la société opérationnelle est certaine de ne pas pouvoir honorer.

Pour ce faire, le droit des entreprises en difficultés offre un panel assez large de procédures amiables au cours desquelles les négociations avec les créanciers vont pouvoir s'organiser (mandat ad hoc ou procédure de Conciliation).

Parmi ces procédures amiables, le mandat ad hoc est apprécié des dirigeants qui sont résolus à agir en amont des difficultés car il est libre et confidentiel. Libre dans son champ d'application car le Code de commerce ne précise pas les motifs qui doivent amener à la nomination d'un mandataire ad hoc. Ensuite, il s'agit d'une procédure tout à fait confidentielle qui va d'ailleurs être ouverte sur requête du débiteur adressée au président de la juridiction compétente (Tribunal judiciaire ou Tribunal de commerce).

Le mandataire ad hoc va mettre les créanciers seniors, les mezzaneurs, les actionnaires, les créanciers publics autour de la table des négociations. Ces derniers sont libres de participer ou non aux négociations. Toutefois, si cette liberté du mandat ad hoc en fait un outil de choix, il ne peut être une fin en soi, faute de traduction juridique.

C'est en ce sens qu'il est très souvent suivi d'une procédure de Conciliation qui, elle, va avoir une réelle traduction juridique.

En effet, la procédure de Conciliation prévue à l'article Article L.611-4 du Code de commerce est ouverte sur requête du débiteur. Comme pour le mandat ad hoc, la procédure est confidentielle. La requête est recevable à condition que le débiteur rencontre une difficulté de na-

ture juridique, économique ou financière, avérée ou prévisible. La finalité de cette procédure va être de trouver un accord amiable entre les créanciers et le débiteur et d'inciter à la réinjection de moyens nouveaux pour permettre à l'entreprise de se rétablir.

En pratique, cette procédure de traitement amiable des difficultés présente plusieurs avantages.

D'une part, le débiteur va pouvoir être protégé des poursuites des créanciers si ces derniers acceptent de lui accorder un *standstill* (délai de suspension de poursuites).

Par ce biais, les banques vont renoncer à demander l'exigibilité anticipée de la dette pendant une certaine période. En règle générale, il s'agit d'un, deux ou trois mois, renouvelable en fonction de l'état des négociations.

Dans l'hypothèse où les parties (créanciers et débiteur) trouveraient un accord autour du conciliateur, il sera alors possible d'homologuer l'accord. Cela permettra de le rendre opposable aux tiers ainsi qu'aux créanciers signataires de l'accord qui n'auront donc pas le droit d'agir sur le patrimoine du débiteur ou de le poursuivre afin de recouvrer les créances qui font l'objet de l'accord.

Mais l'homologation aura l'inconvénient de rendre la procédure publique et donc d'informer les différents partenaires de l'entreprise, ses clients, ses fournisseurs, le public, qu'elle a connu des difficultés, ce qui suscitera de la méfiance.

D'autre part, parallèlement au *standstill* et aux effets protecteurs de l'accord, le législateur a instauré le privilège de New Money ou privilège d'argent frais, en faveur des créanciers qui consentent à un nouvel apport en trésorerie dans le cadre d'un accord amiable homologué de conciliation.

Dans le contexte de crise économique qui semble se profiler, la poursuite de l'activité des entreprises sera subordonnée à la reconstitution de leur trésorerie. En ce sens son caractère incitatif pourra faire jouer pleinement son rôle au privilège de New Money.

Ce privilège va se traduire par un rang de paiement prioritaire - en cas de liquidation judiciaire ou d'un plan de cession consécutif à un redressement judiciaire - des créanciers qui ont apporté de la trésorerie au débiteur pendant la procédure de Conciliation.

Il est certain que le privilège de New Money s'avère souvent inefficace car les créances salariales, dotées d'un super-privilège, absorbent tout l'actif liquidé de l'entreprise.

Il n'en demeure pas moins que, dans le cadre d'un LBO dont la holding venait à être liquidée ou cédée, le privilège

de New Money retrouverait pleinement son efficacité. En effet, la holding ne comptant pas ou peu de salariés, le privilège de New Money ne devrait pas être concurrencé par le super-privilège des créances salariales.

Au cours des négociations, les banquiers seniors pourront conditionner la restructuration de la dette sénior à une injection de trésorerie par les actionnaires ou de nouveaux investisseurs, en plus des apports en capital réalisés par ces derniers.

Ces procédures amiables permettent donc d'organiser la gestion des difficultés de la société en ouvrant la négociation à différents acteurs - créanciers seniors et juniors, débiteur, organismes publics - de manière confidentielle et volontaire.

4. Le spectre de la procédure collective : un outil efficace de négociation...

Toutefois, il faudra parfois recourir à une procédure collective, notamment si les parties ne parviennent pas à s'entendre sur un accord ou tout simplement parce que les dirigeants auront attendu trop longtemps (en état de cessation des paiements) pour demander l'aide de la procédure.

Le conciliateur qui ne parviendrait donc pas à faire s'accorder créanciers et débiteur pourrait agiter le spectre de l'ouverture d'une procédure collective qui serait plus contraignante pour les créanciers récalcitrants. Le législateur a même créé une procédure sur mesure pour le LBO : la Sauvegarde financière accélérée.

La procédure de sauvegarde a été instituée par la loi du 26 juillet 2005, elle est ouverte « *sur demande d'un débiteur mentionné à l'article L. 620-2 qui, sans être en cessation des paiements, justifie de difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter* ». Le dirigeant de la société sous LBO qui ne serait donc pas en cessation des paiements pourrait, à la suite d'un mandat ad hoc, puis d'une Conciliation, solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde.

Cette procédure, comme toute procédure collective, va geler le passif de la société lors du jugement d'ouverture, suspendre le cours des intérêts, donner droit à la continuation des contrats en cours et interdire les poursuites des créanciers. La période qui suit le jugement d'ouverture va être qualifiée de période d'observation. Elle peut durer de 6 à 18 mois. Pendant cette période, le débiteur sera protégé des poursuites de ses créanciers. Il sera assisté par un administrateur judiciaire qui l'aidera à dessiner un plan de sauvegarde.

Ici, les créanciers seront regroupés en comités de créanciers. Ces derniers devront se prononcer en votant

un plan de sauvegarde. Au sein de ces comités de créanciers, les règles de majorité ne sont pas les mêmes que sous Conciliation. En effet, l'accord devra être voté à l'unanimité des créanciers participant à l'accord tandis que sous sauvegarde, la majorité représentant les 2/3 du montant des créances est suffisante, ce qui exclut de facto les minorités de blocage.

Voici là un argument que peut avancer le conciliateur pour contraindre les créanciers à trouver un accord pendant la procédure de Conciliation en leur faisant comprendre qu'une opposition minoritaire est inutile car elle pourra être déjouée par l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Procédure qui aura un impact autrement plus couteux pour les créanciers puisque - du fait du gel du passif antérieur, de la suspension des poursuites et de l'interdiction des paiements pendant la période d'observation - ils ne seront pas payés pendant cette période.

Pour répondre plus spécifiquement aux difficultés que pourraient connaître les montages LBO, le législateur, dans une loi du 22 octobre 2010, a institué la procédure de sauvegarde financière accélérée (« SFA »).

Elle a été créée pour restructurer les dettes financières dans un cours délai puisqu'elle ne dure que deux mois et est réservée uniquement au traitement des créances bancaires. L'idée est de traiter les difficultés au niveau de la holding qui n'arrive plus à payer la dette sénior notamment en raison d'une insuffisance de remontée des dividendes de la société opérationnelle.

Toutefois, le décret d'application du 3 mars 2011 est venu fixer des critères d'application tellement restrictifs que ce dispositif est mort-né. En effet, la SFA était ouverte au débiteur employant plus de 150 salariés ou réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 20 millions d'euros. La holding n'ayant pas ou peu de salariés, il était impossible de la rendre éligible à ce nouveau dispositif et la remontée de dividendes, si elle était insuffisante (source des difficultés que l'on souhaite voir traitées par la SFA) rendait le seuil des 20 millions d'euros hors de portée.

Un nouveau décret d'application du 10 septembre 2012 est donc venu élargir le champ d'application de la SFA en la rendant accessible aux sociétés dont le total de bilan est supérieur à 25 millions d'euros, sans critère de nombre de salariés, ou dont le total de bilan est supérieur à 10 millions si la holding contrôle une société de plus de 150 salariés, ou dont le chiffre d'affaires est supérieur à 20 millions, ou enfin si le total de bilan de la société contrôlée est supérieur à 25 millions.

Les holdings sont donc, pour beaucoup, éligibles à cette nouvelle mouture de la SFA.

Il s'agit donc d'une vraie arme de dissuasion pour un conciliateur qui pourra l'utiliser contre une minorité de créanciers bloquant l'adoption à l'unanimité d'un accord de Conciliation.

En revanche, la procédure de sauvegarde financière accélérée ne pourra être ouverte qu'à l'issue d'une Conciliation préalable.

L'intérêt majeur de la SFA est qu'elle est brève, 2 mois maximum, et que le plan de sauvegarde doit être approuvé à une majorité représentant 2/3 du montant des créances. Les comités de créanciers pourront néanmoins proposer leur propre plan de sauvegarde au tribunal, à l'image de la récente restructuration financière d'IKKS dont la SFA s'est soldée par une reprise de la totalité du capital social par les créanciers obligataires de la marque.

Toutefois, l'hétérogénéité des créanciers séniors et juniors engendre des intérêts divergents qui rendront difficile le vote d'un plan de sauvegarde permettant l'apurement du passif et la continuation de l'activité.

5. ...Qui ne doit cependant pas empêcher de maintenir un lien constant et un dialogue avec les financeurs

A l'occasion de ces procédures, la nécessité première qu'est la reconstitution de trésorerie va pouvoir se dérouler de manière organisée et coordonnée.

A cet effet, le PGE, cité plus haut, permet de répondre à cette exigence immédiate de liquidité. Le gouvernement ayant, à ce sujet, incité les banquiers à la plus grande souplesse dans l'octroi de ces prêts.

Dans ces conditions, il conviendra de convaincre les partenaires financiers de la possible remise à flot de l'activité, notamment grâce aux prévisions relatives au résultat d'exploitation et à la trésorerie pour les mois à venir.

Les suretés que certains éléments d'actifs pourraient constituer seront des éléments facilitant l'octroi d'un prêt (autre que le PGE, pour lequel la seule garantie de l'Etat suffit s'agissant des ETI, PME et TPE).

Des *waivers* sur les contrats de prêts souscrits avant la crise devront être négociés avec les banquiers. Ces derniers ont, pour la plupart, déjà fait savoir qu'un moratoire de 6 mois était accordé aux entreprises (report des remboursements de crédit). Cela signifie que les premières difficultés avec les banques pourraient se faire ressentir dès octobre prochain.

Dans ces conditions, le triptyque du débiteur présentant un fort taux d'endettement, une pénurie de trésorerie et une insuffisance de fonds propres rend nécessaire le recours à des mesures efficaces telles que l'apport de New Money permettant de financer les restructurations financières et industrielles.

Pour ce faire, les fonds d'investissement, qui sont près de 325 en France, peuvent venir en aide aux entreprises en apportant un complément de trésorerie.

S'il est préférable que ces fonds d'investissements réalisent des apports en comptes courants d'actionnaires pour éviter de diluer la participation des dirigeants, à la suite d'une augmentation de capital, il n'en demeure pas moins que ces fonds restent contraints, par l'article L 214-28 II 1° du Code monétaire et financier, de ne pas mettre plus de 15% de leurs actifs nets en comptes courants d'actionnaires.

Pour permettre aux fonds d'investissement de participer à l'effort national de reconstitution des trésoreries, l'Ordonnance du 17 juin 2020² - relative à l'octroi d'avances en compte courant aux entreprises en difficulté par les organismes de placement collectif de capital investissement et les sociétés de capital-risque - est venue relever le plafond de 15% applicable à l'octroi d'avances en compte courant : à 20% de l'actif, pour les fonds de capital investissement (ouverts aux investisseurs non professionnels, FCPR, FCPI et FIP) ; à 30% du montant total des engagements de souscription, pour les fonds professionnels de capital investissement et les sociétés de libre partenariat ; et à 30% de la situation nette comptable pour les sociétés de capital-risque.

S'il faut reconnaître ce relèvement de plafond pour ce qu'il est : une avancée salutaire, il faut également préciser que ce relèvement ne pourra pas bénéficier à toutes les entreprises.

En effet, le plafond applicable aux avances en compte courant ne se sera relevé que pour consentir des avances en compte courant à des entreprises dont la pérennité est bouleversée par la crise.

Pour bénéficier du relèvement du plafond appliqué aux fonds d'investissement, les entreprises en difficulté devront remplir des critères alternatifs tels qu'une perte de chiffre d'affaires d'au moins 10 % entre le 1er mars 2020 et le 30 avril 2020 par rapport à la même période en 2019 ou, pour les entreprises créées après le 1er mars 2019, par rapport au chiffre d'affaires mensuel moyen sur la période comprise

² Ordonnance n° 2020-740 du 17 juin 2020 relative à l'octroi d'avances en compte courant aux entreprises en difficulté par les organismes de placement collectif de capital investissement et les sociétés de capital-risque
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000042007285&categorieLien=id>

entre la date de création de l'entreprise et le 29 février 2020, ou encore, une baisse d'activité constatée en raison de leur dépendance à l'accueil du public.

En conclusion, reposant sur une remontée régulière de cash-flow vers la holding, le LBO ne peut survivre à une crise de trésorerie à l'instar de crise actuelle, sans envisager une restructuration durable.

Etant précisé que la restructuration financière est un préalable inévitable, devant être envisagé en amont de difficultés plus sérieuses comme l'état de cessation des paiements.

Pour cela, la diversité des procédures préventives offre la possibilité d'anticiper puis d'entamer le dialogue avec les créanciers.

Toutefois, la restructuration financière ne suffira pas si la situation du secteur d'activité de l'entreprise en difficulté appelle une véritable restructuration industrielle.

Afin d'avoir une photographie fidèle de l'état économique et financier de l'entreprise et de la lisibilité sur ses perform-

ances, la réalisation d'une Independent Business Review (IBR) pourrait être en mesure de rassurer les créanciers réticents à financer la restructuration industrielle de l'exploitation.

Au-delà des prévisions de cash-flow, qui sont essentielles, l'IBR va permettre de réaliser différentes analyses économiques, telles qu'une analyse des perspectives de marché et de l'évolution de l'environnement concurrentiel, une analyse de la nécessité d'adapter l'outil de production ou de revoir le périmètre d'activité ou encore une analyse du niveau de risque des investissements.

Ces données pourront être de nature à convaincre les créanciers, et parfois les dirigeants eux-mêmes de la nécessité de réorienter leurs activités et de restructurer leur industrie.

En effet, les difficultés d'une entreprise qui ne dégage pas suffisamment de cash-flow ne trouvent, en général, pas leur source dans les emprunts souscrits mais plutôt dans la rentabilité insuffisante de l'exploitation. La restructuration de l'exploitation est donc essentielle.