

L'impact de la crise des subprimes sur les modes de financement des entreprises

Laurent Denizou

I. Le cycle 2000-2008

Au terme d'un cycle complet de financement, 8 ans, soit la durée d'une dette LBO, nous disposons désormais du recul nécessaire pour mieux comprendre la crise actuelle et apporter un éclairage aux dirigeants d'entreprise qui à terme céderont leur entreprise lors du prochain cycle.

De 1995 à 2000, les banques, les apporteurs d'affaires et les entrepreneurs ont tâtonné en matière de transmission d'entreprise. La loi sur l'intégration fiscale est encore récente, les banques ne disposent pas encore d'équipes spécialisées en financement d'opération de transmission, et surtout, le marché n'est pas structuré. La relative atonie de l'économie de cette période sera marquée, entre autre, par de nombreuses défaillances d'entreprises suivi d'une restriction brutale de la distribution du crédit, également appelé « *credit crunch* », vers 2000, à l'image de ce que nous connaissons aujourd'hui, en particulier pour les opérations dites à effet de levier, qui trouvaient difficilement des financements appropriés.

Au cours des sept dernières années qui suivirent, le monde de la finance a été révolutionné de façon inédite depuis la seconde guerre mondiale. Cette transformation se caractérise par plusieurs changements structurels ; l'apparition de nombreuses sociétés de conseils va permettre d'accélérer les processus de cession, les dirigeants actionnaires ayant enfin à leur disposition des intermédiaires à même de proposer à de nouveaux actionnaires (financiers ou industriels) des informations plus complètes sur les entreprises à céder. Les dirigeants vont également, peu à peu, devenir de véritables acteurs des montages financiers. Finalement, les entrepreneurs sont aujourd'hui bien entourés et, grâce à leurs conseils, ils sont aujourd'hui plus impliqués et plus motivés. De nombreux fonds se sont levés et parallèlement, les banques ont concentré des compétences en matière de financements structurés, ce qui a contribué à l'explosion du nombre de transactions que nous avons observé.

Ces acquis sont pérennes, il n'y a pas en effet de raisons que les acteurs actuels du marché (apporteurs, fonds, banques) disparaissent, même si leur nombre risque de diminuer et si l'heure de la remise en question est arrivée : le prochain cycle est sur le point de démarrer à partir de ce socle, que l'on peut considérer comme robuste. Au demeurant, soulignons quelques abus, comme l'inflation phénoménale des frais de transaction (environ 5 % aujourd'hui, contre 2 % il y a sept ou huit ans) à acquitter lorsqu'on vend son entreprise, une inflation juridique évidente, qui tend parfois à éloigner les acteurs de ce qui devrait leur être objectif commun : un contrat raisonnable pour chacune des parties.

Pour y voir plus clair, précisons que le marché de la dette est segmenté en trois marchés :

- le marché des dettes inférieures à 5 millions d'euros, assez largement dé-corrélé de la conjoncture économique et, en conséquence, peu impacté par la crise actuelle ;

- le marché des dettes comprises entre 5 et 30 millions d'euros, qui a résisté (sauf entre 2005 et 2007) à l'envolée des valorisations, notamment du fait de l'application de règles mathématiques simples dans les conditions de remboursement (toute dette dépassant trois fois le REX met potentiellement l'entreprise en danger) ;
- le marché des dettes supérieures à 50 millions d'euros, dominé par des raisonnements à l'anglo-saxonne, privilégiant un raisonnement dans lequel ce sont les actifs sous-jacents qui remboursent les dettes au lieu des cash flows.

Entre 2000 et 2003, nous avons connu des années exceptionnelles au cours desquelles les valorisations représentaient cinq à sept fois le résultat d'exploitation constaté historiquement. Malgré tout, les sociétés concernées ont connu des difficultés et des écarts significatifs par rapport aux business plans initiaux. De 2004 à 2007, un emballement s'est produit et les raisonnements issus du monde des opérations supérieures à 50 M€ ont commencé à s'appliquer aux segments inférieurs du marché, substituant progressivement l'EBE au résultat d'exploitation (puis l'EBE prévisionnel au lieu de l'historique). Sont alors apparues les premières tranches B. Puis les modèles se sont tendus, les montages se sont sophistiqués, ce qui explique en partie l'augmentation des leviers. L'absence de sorties industrielles massives pour ces LBO primaires (preuve d'une faiblesse plus profonde qu'on ne le pense de notre économie) ainsi que la course aux TRI rapides va conduire au développement des LBO secondaires, tertiaires, etc.

II. La crise actuelle

La crise actuelle est issue d'une conjonction de facteurs complexes, parmi lesquels force est de reconnaître que les subprimes ont joué un rôle majeur. Cependant, en ce qui concerne les sociétés sous LBO, on ne constate pas encore de sinistres massifs, que ce soit en termes de dépôt de bilan ou de contentieux, du moins parmi les LBO réalisés au cours de la période récente. Il existe donc une sorte de psychose parmi les banques, sans doute effrayées par les obligations nouvelles liées à Bâle II et à la nécessité de se conformer au ratio Cook (niveau de fonds propres minimum qu'une banque doit détenir pour prêter de l'argent). Grossièrement, les pertes des banques impactent leurs fonds propres et il devient plus difficile pour les banques de prêter. Nous avons là une explication, complémentaire aux subprimes, de la crise actuelle. Dans le même temps, le nombre d'opérations a diminué et le marché bancaire s'est balkanisé : les opérations de très bonne qualité continuent de bénéficier de financements, tandis que celles qui présentent quelques points faibles sont tout simplement différées.

III. Prospective et conseils

Il me semble que la situation actuelle est appelée à durer, notamment du fait des engagements importants imposés par Bâle II. Certains acteurs plaident même pour un renforcement de cette réglementation, au motif que les banques elles-mêmes sont des sociétés sous LBO, mais à grande échelle.

Par ailleurs, la concentration du marché bancaire devrait s'accélérer en France. Ce serait une très mauvaise nouvelle pour les dirigeants d'entreprises, qui seraient alors confrontés à des pools bancaires de moins en moins nombreux et de plus en plus frileux.

Une éclaircie se fait jour, cependant : la période que nous traversons me semble marquée par un retour à la raison des investisseurs, des vendeurs et des banquiers.

Enfin, les financements d'acquisitions représentant des revenus incontournables pour les banques, celles-ci pourraient trouver des solutions nouvelles en créant, par exemple, des fonds de dette, de manière temporaire.

Dans ce contexte, cinq règles d'or peuvent être énoncées à l'intention des dirigeants d'entreprises.

- **Diversifiez vos pools bancaires**

Ne soyez pas le patron qui concentre 100 % de ses flux dans un même établissement. La banque est un fournisseur... qui peut vous tuer, comme tout mono fournisseur en difficulté.

- **Faites-vous connaître !**

Même lorsque vous n'avez pas besoin d'argent, demandez à rencontrer non pas le chargé d'affaires, qui risque malheureusement de démissionner dans six mois, mais son patron. Confiez-lui des flux et vérifiez que vos directives sont appliquées par votre directeur administratif et financier.

- **Vendez votre entreprise en deux temps**

Faites d'abord entrer un actionnaire, minoritaire ou majoritaire, et procédez à une deuxième étape de levier à ses côtés, cinq ans plus tard. Ainsi, vous éviterez des ruptures managériales lors du processus de cession ce qui est toujours un gage de stabilité pour vos entreprises.

- **Formez un n°2**

Vous devez former votre successeur, c'est-à-dire votre n°2, voire votre n°3. La situation idéale est celle dans laquelle ce successeur se trouve dans l'univers familial, car le tissu économique français resterait dominé par des entreprises familiales.

- **Adoptez un raisonnement de banquier**

Si vous effectuez une cession en deux temps, vous devez néanmoins vous préoccuper de la pérennité de votre entreprise. Si vous vendez le plus cher possible, il y a fort à parier qu'il sera plus difficile de rembourser par la suite. Mieux vaut, par conséquent, laisser à l'entreprise une marge de manœuvre, en terme d'endettement.

IV. Débat

Patrick CHASSAGNE

Croyez-vous vraiment que l'on fait prendre un risque à celui qui rachète si on vend son entreprise plus de six fois l'EBITDA ? (et donc que le niveau de dette ne doit pas excéder trois fois le REX !)

Laurent DENIZOU

Je crois en effet qu'il vaut mieux convenir d'une dette senior qui n'excède pas trois fois ou trois fois et demi le résultat d'exploitation. Au-delà d'un tel niveau, le montage présente un risque, à mes yeux, pour les entreprises les plus modestes en taille. En termes de durée de remboursement, il me

semble difficile d'aller au-delà de sept ans. J'ai toujours été réticent vis-à-vis des « tranches B », qui doivent en fait être assimilées à une dette de type mezzanine.

De la salle

Pour l'élaboration de tous ces ratios, on prend pour base l'historique. Or, les transformations que connaissent ces entreprises laissent présager un avenir assez sensiblement différent du parcours qu'elles ont effectué. Comment les banques appréhendent-elles cette dimension ?

Laurent DENIZOU

Selon la vision la plus orthodoxe – et la plus répandue, le banquier vous prête parce que vous avez gagné de l'argent et, à ses yeux, l'historique constitue le garant du futur. Démuni dans ses moyens d'investigation et vis-à-vis de la gestion de l'entreprise, le banquier apprécie son sa prime essentiellement en regardant « dans le rétroviseur ». Cependant, il est vrai que sa décision ne sera positive que s'il existe un projet de développement.

