

# SYSTÈME BANCAIRE ET RISQUE *PRIVATE EQUITY*/LBO

DANIÈLE NOUY \*

Les établissements bancaires français ont accompagné l'essor du marché domestique et européen du capital-investissement (*private equity*) au cours des dernières années et sont devenus des acteurs incontournables de la sélection et de l'organisation des principales opérations de *leverage buy-out* (LBO), ainsi que de leur financement. En dépit du rôle de plus en plus important joué au cours des dernières années sur ce marché par les acteurs non bancaires, tels les fonds de *private equity* pour l'origination et la gestion des opérations de LBO ou les investisseurs institutionnels et les *hedge funds* pour l'achat des titres de dette émis après syndication, les grandes banques y ont conservé un rôle central. Au sein d'un environnement économique marqué par un niveau élevé de liquidité et de fonds en attente de placement, elles ont su réunir les expertises nécessaires au développement de cette ligne d'activité ; leur capacité à syndiquer une part importante des crédits qu'elles accordaient a en particulier constitué un élément clé de la croissance très rapide de ce marché en Europe.

Du point de vue du superviseur, le développement des activités de LBO au sein des principaux établissements bancaires a suscité une double interrogation sur la capacité des banques, d'une part à acquérir une vision d'ensemble de leurs expositions agrégées sur ce type d'opérations, d'autre part, à gérer les nouveaux risques engendrés par la sophistication croissante de ce marché. Enfin, les stratégies mises en œuvre par nombre d'établissements, visant à privilégier davantage une activité de production et de distribution de crédits à des tiers que de portage

125

---

\* Secrétaire général de la Commission bancaire.

d'encours, ont également modifié la nature des risques encourus, augmentant la vulnérabilité des banques à un retournement de marché.

De fait, depuis l'été 2007, la crise financière, née de la crise des *subprimes*, a stoppé de manière nette la dynamique des marchés internationaux de *private equity*, en particulier sur le segment des opérations de LBO les plus importantes (valorisation élevée des cibles, effet de levier poussé). Cet effondrement du marché au cours du second semestre 2007 a été marqué en France, poussant tous les acteurs à devenir plus sélectifs. L'évolution des taux de marché, notamment l'élargissement des *spreads* de crédit qui a pesé sur les conditions de refinancement des emprunteurs privés, a modifié l'économie des LBO et diminué la rentabilité attendue pour les fonds de *private equity*. De plus, l'assèchement de la demande des investisseurs pour les titres de dette LBO a provoqué la cristallisation du risque de non-syndication, amenant les banques à porter au bilan une part plus élevée que prévue des actifs liés aux opérations de LBO en cours.

Ce contexte met en lumière, s'il en était besoin, les sources de risques que représente cette activité pour le secteur bancaire, qu'il s'agisse d'un risque de crédit traditionnel ou de contrepartie, d'un risque de marché ou de liquidité en cas d'impossibilité de revente à un tiers des titres émis, ou encore de risque juridique ou de risque de réputation en raison de la complexité des contrats de prêt. Face à cette diversification des vulnérabilités, il est d'autant plus nécessaire pour les banques de disposer de systèmes performants de gestion de ces risques.

Après avoir rappelé les caractéristiques de la technique du LBO et présenté le rôle des banques françaises sur ce marché, l'étude ci-après analyse les divers risques qui sont attachés à cette activité. Elle présente enfin les caractéristiques du nouveau cadre réglementaire Bâle II et les avantages qui en sont attendus, s'agissant notamment de la mise en place d'une mesure plus fine des risques encourus et d'une exigence accrue en matière de publication par les banques d'informations en vue de favoriser la discipline de marché.

### *LE RÔLE JOUÉ PAR LE SECTEUR BANCAIRE FRANÇAIS SUR LE MARCHÉ EUROPÉEN DU LBO*

Parmi les techniques de financement des entreprises, outre le recours aux marchés financiers ou à l'endettement bancaire, le *private equity* (ou capital-investissement) a connu une expansion rapide au cours de ces dernières années. En effet, ce type de financement constitue un soutien fondamental pour l'entreprise non cotée tout au long de son existence et se décline sous plusieurs formes : il peut financer le démarrage (capital-risque), le développement (capital-développement) ainsi que la trans-

mission ou l'acquisition de l'entreprise ; il est appelé LBO lorsque cette opération s'accompagne d'un effet de levier élevé.

C'est cette dernière forme du *private equity* qui s'est le plus fortement développée, le marché des acquisitions à effet de levier représentant désormais près de 80 % des montants investis en *private equity* en Europe. C'est également ce segment de marché qui a connu les innovations financières les plus avancées et qui a subi en retour le plus fortement le ralentissement consécutif à la crise des *subprimes*. À ce titre, cette étude restera centrée sur l'exposition des banques aux opérations de LBO, secteur du *private equity* le plus porteur de risque pour les grands établissements de crédit. En France, les LBO, dont la technique a été introduite au milieu des années 1980, ont ainsi enregistré une très forte croissance, les encours d'opérations quadruplant sur la période 2004-2007 pour passer de 5,8 milliards d'euros en 2004 à 26,4 milliards d'euros en 2007. Ce dynamisme ne doit pas masquer le très net ralentissement du marché au second semestre 2007, qui a en particulier pesé sur les plus grosses opérations dites « jumbo deals ».

*La technique du LBO permet l'acquisition d'entreprises cibles  
à travers un mécanisme de financement intégrant  
un fort effet de levier et un endettement structuré*

Le LBO est une opération de crédit structurée, mise en place au profit du repreneur d'une société cible. Le repreneur (*sponsor*) crée à cet effet une société *ad hoc* (*holding*) qui acquiert les titres de la société cible et les porte pendant une durée plus ou moins longue, la fusion entre la cible et la *holding* pouvant intervenir plus ou moins rapidement selon les juridictions. Les concours bancaires peuvent être consentis à la société *ad hoc*, pour acheter les titres de la cible, mais aussi à la cible elle-même pour permettre à cette dernière de réaliser ensuite des opérations industrielles. Dans certains cas, l'établissement bancaire peut aussi opter pour une prise de risque supplémentaire en se portant acquéreur d'une part du capital de la *holding* ou de la société-cible elle-même.

Si les LBO constituent une activité à part entière et bien déterminée, ils ne bénéficient cependant pas d'une définition homogène dans le secteur bancaire, ni d'une définition réglementaire stricte par ailleurs : les établissements de crédit parlent ainsi, de manière générale, d'opérations à effet de levier (*leveraged finance*) indépendamment de l'existence ou non d'un *sponsor* et de la constitution ou pas d'une *holding* de reprise.

À des fins de comparaison entre établissements, la présence d'une société *holding* détentrice des titres de la cible est souvent retenue comme l'élément discriminant permettant de qualifier une opération de LBO. Néanmoins, d'autres approches plus larges sont également

possibles, privilégiant par exemple le risque pris par une mesure de l'effet de levier (*leverage*).

Le volume de crédit accordé, évalué par rapport à un indicateur de revenu de la cible (par exemple l'*EBITDA*<sup>1</sup>), est en effet déterminant et permet de mettre en œuvre un effet de levier, plus ou moins important et fonction, notamment, du ratio de dette souhaité par rapport aux fonds propres lors du montage de l'opération ainsi que de la capacité de l'entreprise cible à générer des revenus stables permettant de rembourser cette dette. Dans ce cadre, la qualité de l'étude menée par la banque préalablement à l'octroi du crédit est bien entendu déterminante pour l'appréciation du risque encouru.

La dette est en général structurée en différentes composantes, ou tranches, présentant chacune des caractéristiques - en termes de maturité (comprise généralement entre sept et dix ans) et de subordination - destinées à offrir aux investisseurs un horizon temporel adapté à leurs souhaits ainsi qu'aux capacités de remboursement de l'entreprise. De manière traditionnelle, trois tranches de financement à échéances diverses (par exemple A, B et C, à maturités respectives de 7, 8 et 9 ans) constituent la première strate de financement ou dette dite senior, la première tranche étant amortissable et les deux autres remboursables *in fine*. Des passifs de subordination croissante complètent la structure et constituent la dette dite junior dont la composition peut évoluer en fonction des innovations financières (par exemple « second lien »<sup>2</sup>, dette mezzanine, « *payment-in-kind* - *PIK* », notes, etc.) et comporter des clauses spécifiques (*warrants*, etc.). Au cours des dernières années, les structures de dette émise pour les grandes opérations se sont progressivement infléchies dans le sens d'un renforcement de la part junior au détriment de la part senior, augmentant le niveau de risque non seulement pour les souscripteurs finaux des titres émis mais également pour les établissements bancaires arrangeurs.

Les capacités de remboursement de la société cible sont bien entendu le point essentiel examiné par les études réalisées préalablement au lancement d'un LBO et constituent le socle du *business plan* présenté par le *sponsor*. Une insuffisante production de *cash-flows* générés par la cible dans le cadre de son exploitation courante est en effet de nature à compromettre le succès de l'opération.

Les contrats de prêts prévoient par ailleurs des clauses de sauvegarde spécifiques ou *covenants* qui limitent la marge de manœuvre des actionnaires de la *holding* pour certaines opérations (cessions, recapitalisations, etc.) et imposent le respect de certains ratios financiers prédéfinis. Certains points marquant la réalisation des étapes du *business plan* peuvent être mentionnés, ce qui structure les relations entre les différentes parties prenantes à l'opération (*sponsor*, créanciers, cible, etc.)

et précise les flux d'informations financières à échanger, ainsi que leur périodicité. En cas de non-respect des conditions ainsi posées, les prêts peuvent devenir immédiatement exigibles. Les caractéristiques des *covenants* encadrant le déroulement de l'opération de LBO sont donc essentielles pour les banques accordant les prêts et peuvent être fixées de manière plus ou moins stricte.

La tendance observée en 2006 et au premier semestre 2007 à un allègement du caractère contraignant des *covenants* retenus a également constitué une source de hausse du risque de crédit associé à ces opérations, en raison d'une diminution du niveau des garanties accordées.

En pratique, les opérations de LBO parviennent rarement jusqu'au terme de leur échéance contractuelle, les nouveaux actionnaires s'efforçant, dans la mesure du possible, de se défaire de leur acquisition avant d'avoir atteint cette échéance. De plus, certains fonds d'investissement de *private equity* obtiennent souvent, plus ou moins rapidement, la récupération d'une large partie de leur financement au travers de la mise en place d'un endettement additionnel (sous la forme d'opérations dites de recapitalisation ou « *dividend recaps* ») ou de la vente de certains actifs de la cible (dont le produit est alors remonté sous forme de dividendes) si l'environnement général est favorable. Les opérations de « *dividend recaps* », fréquentes lorsque le marché des LBO a atteint son plus haut niveau, conduisent à une hausse du niveau de risque encouru par les parties prenantes, ce qui rend d'autant plus nécessaire pour les banques de gérer leur risque de façon prospective sur la durée potentielle la plus longue de l'opération de LBO.

129

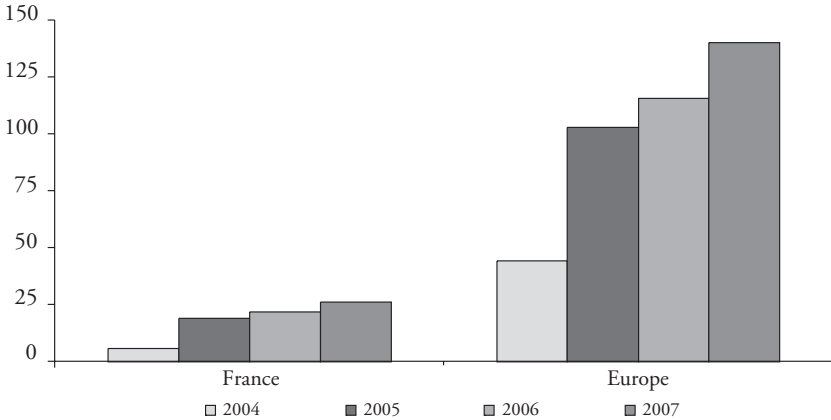
### *La France constitue un marché dynamique et diversifié pour les opérations de LBO*

Le marché français des opérations de LBO a connu ces dernières années une croissance très dynamique. Si les LBO ne constituent pas une innovation financière, le haut niveau de liquidité sur les marchés financiers a notamment créé un contexte favorable à leur essor tant au niveau domestique qu'à l'échelon européen et international. La forte hausse du nombre d'opérations s'est en outre accompagnée d'une complexité croissante des montages et d'une augmentation de la valorisation des cibles.

Le degré de maturité du marché français des LBO, mesuré par le nombre de LBO enregistrés sur des cibles françaises, est l'un des plus élevés en Europe avec l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Ceci est dû non seulement à la présence d'acteurs maîtrisant les techniques financières sophistiquées nécessaires au bon déroulement de ces opérations mais également à la richesse du tissu économique français, qui offre aux investisseurs nationaux et internationaux potentiels un

large spectre de sociétés cibles. La France occupe ainsi en Europe la deuxième place du marché du LBO (données S&P) après le Royaume-Uni, soit 19 % du marché européen évalué à 140 milliards d'euros en termes de volume global des opérations conclues.

### Encours des opérations LBO par pays émetteurs en France et en Europe (Md€)



130

Source : Standard & Poor's LCD, janvier 2008.

Le marché français bénéficie d'une bonne diversification en termes de secteurs d'activité concernés par les opérations de LBO, notamment dans les domaines de la distribution, des télécommunications et de l'imprimerie/édition qui regroupent près de 50 % des transactions en volume. En termes de tailles d'entreprises, au-delà de la conclusion d'opérations de large envergure, les LBO couvrent également le segment des petites et moyennes entreprises, particulièrement nombreuses en France.

#### *Les banques françaises occupent un rôle central dans la structuration et le financement des opérations*

La combinaison, sur une période relativement longue, d'un faible niveau des taux et d'une demande soutenue de la part des investisseurs pour des produits de dette assurant un bon niveau de rémunération a été un facteur décisif du développement du marché des LBO.

Les banques en sont un acteur clé, à côté des intervenants non bancaires comme les fonds de *private equity* et les *hedge funds*, tant en raison de leur rôle comme bailleurs de fonds que de leur expertise en matière d'innovation financière. La plupart des banques françaises proposent ainsi, aux fonds d'investissement et aux entreprises,

une gamme complète de prestations - conseil en fusion-acquisition, syndication, etc. - et de produits - prêts seniors, dette mezzanine, etc. - et plusieurs de leurs lignes de métiers concourent à cette offre globale de financement et de distribution de LBO.

*Le rôle joué par les banques en matière de financement initial demeure prépondérant mais génère des risques nouveaux*

La sophistication croissante des opérations de LBO génère plusieurs types de risques pour les établissements de crédit, qui ne se limitent donc plus au seul risque de crédit sur la dette portée au bilan. Pour le système bancaire français, les facteurs de risque se sont diversifiés, à la fois en raison de la part de risque encore porté pour compte propre par les banques, mais également du fait des risques de contrepartie associés à l'utilisation massive des instruments de transfert de risque de crédit.

Les banques peuvent également être exposées à un risque de marché lorsqu'elles choisissent de céder la dette sur le marché secondaire et à un risque de liquidité en cas de dysfonctionnement majeur sur les marchés de transfert du risque de crédit (assèchement rapide de la demande des investisseurs pour des produits de type CDO/CLO par exemple, qui ont longtemps constitué un débouché naturel pour les titres de dette LBO).

De surcroît, certains risques liés à la complexité croissante des montages retenus, tels le risque opérationnel, dont le risque juridique et le risque de réputation<sup>3</sup> ont également connu une nette augmentation.

Enfin, la capacité à syndiquer rapidement les risques de crédit peut se trouver altérée, à tout le moins temporairement, du fait d'événements de marché<sup>4</sup> pesant sur le risque de souscription (*underwriting risk*), en raison du délai observé entre l'engagement initial et le terme de la syndication. La vigilance et l'adaptation constante des processus de gestion de ces risques dans les banques constituent donc une priorité.

Certes, le crédit bancaire reste la principale source de financement pour les opérations de LBO en Europe, situation qui prévaut également sur le marché français. En termes de stocks, la majeure partie de la dette bancaire présente encore une structure pouvant être considérée comme relativement prudente par rapport aux standards actuels du marché américain des LBO puisque la dette senior, tranche A, représente encore en moyenne 23 % du total de la dette contre 0,8 % aux États-Unis. Cependant, les tendances de ces dernières années avaient souligné, du moins jusqu'aux turbulences financières qui ont commencé à l'été 2007, une hausse de la part de la dette plus risquée (dette junior, mezzanine, nouveaux instruments tels les *payments in kind - PIK - notes*), reflétant l'appétit des investisseurs, en particulier institutionnels, pour des produits à couple rendement/risque plus élevé. Cette montée des risques, liée tant à la forte valorisation des cibles qu'à un effet de levier en

augmentation croissante ou à des structures de dette majoritairement amortissables *in fine*, a poussé certaines autorités (Commission bancaire, *Financial Services Authority* britannique par exemple) à souligner la nécessité de critères stricts dans les octrois de crédits bancaires destinés au financement de telles opérations.

*Les stratégies des banques en matière de risque LBO sont variables*

Les banques adoptent schématiquement trois stratégies principales en matière de développement de leur activité de LBO :

- soit elles privilégient la stratégie dite de *capital turnover*, dans laquelle les montants des prêts octroyés ne sont conservés que peu de temps en portefeuille avant d'être cédés sur le marché secondaire (syndication, cessions aux acteurs de marché). Ce sont alors les commissions générées qui sont prioritairement recherchées, notamment celles d'arrangement et de syndication. Ce modèle est souvent appliqué par les grandes banques anglo-saxonnes actives sur le marché international des LBO et reste comparativement associé à un risque de marché et de liquidité plus important ;

- soit elles choisissent une stratégie dite de *portfolio*, dans laquelle les prêts sont majoritairement conservés au bilan de la banque, qui cherche, au-delà des commissions perçues, à capter les revenus d'intérêts liés à la détention de la dette ;

- enfin, certaines banques adoptent une stratégie dite *balanced*, à mi-chemin entre les deux précédentes.

Les banques françaises présentent des profils différenciés en matière de stratégie retenue. Si les établissements de taille moyenne apparaissent plutôt tournés vers une stratégie de *portfolio*, les grands groupes se retrouvent principalement dans la catégorie ayant opté pour une stratégie *balanced*, et, pour certains d'entre eux, dans celle ayant développé une stratégie de *capital turnover*.

Bien qu'elles appliquent des stratégies différentes, les banques cherchent dans l'ensemble à diminuer leur exposition au risque de crédit généré par les LBO. Certains établissements soulignent toutefois la nécessité de conserver une exposition au risque dans certaines opérations dont ils assument la structuration, notamment dans une optique commerciale vis-à-vis à la fois des investisseurs et des entreprises cibles incluses dans leur portefeuille de clientèle *corporate* avant l'opération de LBO. La gestion des risques doit donc être adaptée à chaque type de stratégie.

*L'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché a eu un impact structurant sur l'activité des banques*

Traditionnellement prêteurs, les grands établissements de la place actifs sur le marché des LBO se sont progressivement centrés davantage



sur la structuration de dette que sur le financement et la gestion des opérations. Ce choix stratégique a été favorisé par la prédominance du modèle « origination-distribution » dans lequel le risque de crédit est transféré hors des bilans bancaires vers d'autres contreparties. En outre, ce modèle permet de limiter la charge en fonds propres allouée au développement de l'activité de *private equity* en général et de LBO en particulier.

Les parts finales conservées par les banques après syndication tendent ainsi à diminuer au regard des montants faisant l'objet de prises fermes lors de la mise en place des opérations : cette proportion du risque de crédit conservé au bilan sur chaque opération fait d'ailleurs l'objet de limites, décrites dans le cadre des procédures internes de suivi des risques. Les acquéreurs de ces parts sont, en dehors d'autres établissements bancaires, majoritairement des investisseurs institutionnels. Tant le profil des acquéreurs (fonds d'investissement, de pensions ou de retraite, compagnies d'assurance), que celui des supports d'investissement (fonds de *Collateralised Loan Obligations - CLO* ou *Collateralised Debt Obligations - CDO*, etc.) se sont diversifiés. Les banques françaises ont ainsi activement recherché le placement de titres de dette LBO auprès des fonds CDO et CLO, notamment en recourant à des filiales étrangères (au Luxembourg par exemple), puisque la réglementation française interdit la cession de créances vives à une autre entité qu'un établissement de crédit ou un FCP.

133

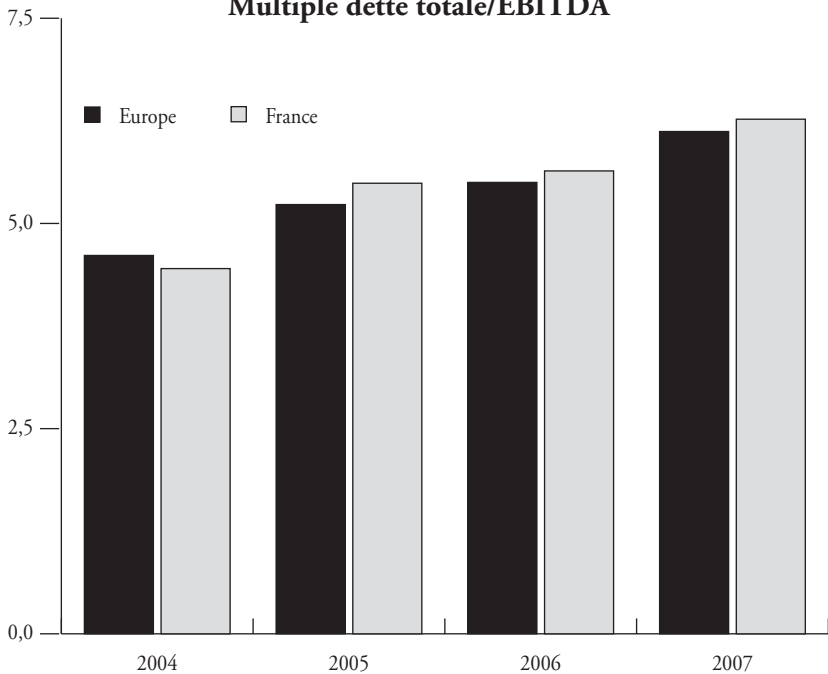
La syndication, capacité à redistribuer la dette initialement portée par la banque, est de fait devenue un élément clé du succès d'une opération de LBO. Ceci explique l'importance accrue accordée à l'avis des départements de syndication lors de l'examen de sélection des dossiers. Ces départements procèdent à une étude du risque de la cible et de la structure *ad hoc* montée pour chaque opération de LBO et expriment en général un avis formel sur le montage de la dette à syndiquer. Il apparaît néanmoins que le poids accordé à l'expertise des départements de syndication demeure variable en fonction de la stratégie globale adoptée par la banque et est d'autant plus important lorsque cette dernière développe une stratégie de *capital turnover*. S'assurer de la qualité du processus de syndication, y compris dans des conditions de marché difficiles, constitue un élément clé d'une bonne gestion des risques par les banques.

### *IDENTIFICATION DES RISQUES LIÉS AUX ACTIVITÉS DE LBO*

Les facteurs de risque à prendre en compte dans les opérations de LBO sont donc multiples :

- **une tendance à la hausse des effets de levier conduisant à une augmentation du risque de crédit** : la hausse du prix des entreprises cibles, associée au moindre apport en capital des sponsors (initiateurs du rachat), nécessite un nombre croissant d'années d'excédent brut d'exploitation des cibles pour rembourser la dette financière. Pour l'année 2007, les leviers d'endettement ont globalement continué de progresser, atteignant 6,27 en France, à l'image de ceux constatés en Europe (6,12), bien qu'une inflexion nette ait été observée depuis l'été 2007 consécutivement à la propagation des turbulences financières.

### Ratios d'endettement des opérations de LBO en Europe et en France Multiple dette totale/EBITDA



Source : Standard & Poor's LCD, janvier 2008

- **Une augmentation de la taille des opérations et une complexité croissante des structures de financement de nature à accroître le risque de marché, le risque de souscription et de réputation** : d'une manière générale, tant en Europe qu'en France, la taille des transactions a jusqu'à récemment augmenté (en particulier celles comprises entre 400 et 1 000 millions d'euros) alors que la part des opérations de LBO de plus petit volume (< 150 millions d'euros) se réduit. Le premier outil de gestion de risque, utilisé par les banques pour réduire leurs expositions de crédit liées à l'activité LBO, consiste à syndiquer le risque de

crédit auprès d'autres banques ou, d'une manière plus large, d'assurer son transfert dans le système financier par la syndication, la restructuration du crédit et l'utilisation des dérivés de crédit. Pendant tout le processus de syndication, les banques arrangeuses se trouvent exposées au risque de souscription qui s'avère d'autant plus grand que le volume et la complexité de la transaction sont importants.

- **Une intensification de la concurrence et un relâchement des *covenants* générant un risque de crédit ainsi qu'un risque juridique accru** : parmi différents facteurs - niveau de l'effet de levier, des commissions, des *spreads*, caractéristiques des *debt covenants* et des clauses de *Material Adverse Change* ou *MAC*<sup>5</sup>,... -, le niveau de levier semble avoir constitué le principal critère sur lequel a porté la concurrence entre établissements. Cependant, certaines banques soulignent par ailleurs que la concurrence sur le marché des LBO s'est traduite également par un assouplissement des clauses contractuelles ou *covenants* figurant dans les conventions de crédit. Certaines conventions ont ainsi comporté une clause de « relâchement de la structure » qui permet à l'emprunteur de s'exonérer du respect d'une partie des *covenants* dès lors que le niveau de l'effet de levier devient inférieur à un certain seuil d'EBITDA. La correction de marché actuelle pourrait cependant - et ce serait bienvenu - améliorer la discipline de marché sur ces points et permettre une meilleure maîtrise des risques juridiques associés.

- **Le portefeuille d'exposition au risque LBO est par nature plus sensible aux variations du cycle économique et requiert une analyse approfondie et un suivi rapproché du risque tout au long du cycle de vie du crédit.** Cette vulnérabilité devient bien entendu particulièrement sensible lors des périodes de ralentissement économique : à ce titre, il importe de noter qu'une étude récente de Standard & Poor's menée sur un échantillon de 36 sociétés européennes sous LBO, montre que les performances de ces entreprises sont dans plus de 50 % des cas inférieures à leurs prévisions d'EBITDA et sont en retard sur le calendrier de remboursement de leur dette d'acquisition. Cette situation reste préoccupante si l'économie européenne ralentit et les conditions de crédit continuent de se durcir. En conséquence, cette spécificité propre aux crédits LBO doit être adéquatement prise en compte dans une gestion des risques au travers des cycles financiers (*through the cycle*), ces risques plus élevés résultant en effet de :

- l'utilisation de niveaux de levier plus élevés, qui rendent la probabilité de défaillance des emprunteurs plus forte, ainsi que le risque de perte associé à ces opérations ;

- la fragilité comparativement plus élevée des cibles : les groupes sous LBO supportent eux-mêmes des leviers d'endettement importants, avec des fonds propres qui peuvent être limités ;

- la faiblesse des garanties : en France, comme dans d'autres pays d'Europe continentale, les créanciers de la *holding* d'acquisition ne peuvent pas prendre de sûretés sur les actifs de la cible. La seule garantie possible est alors le nantissement des actions des filiales opérationnelles. Or, la valeur de celles-ci est étroitement corrélée à la situation financière de la cible ;

- l'absence de recours contre les actionnaires de la société *holding* : en cas de difficultés, les établissements de crédit ne peuvent pas légalement se retourner contre les *sponsors*, dont l'engagement contractuel se limite à leur investissement initial dans l'opération ;

- la maturité longue de certains concours : les crédits d'acquisition sont généralement des concours à moyen et long terme dont la maturité s'échelonne entre sept et neuf ans, voire dix ans pour la dette mezzanine.

- **Le niveau de liquidité du marché des LBO, en liaison avec les tensions sur la liquidité apparues lors de la crise financière récente, reste dépendant de facteurs externes** : l'exposition des banques sur le marché des LBO dépend de manière particulièrement directe de l'appétence des investisseurs institutionnels pour ce type de dette ainsi que du bon fonctionnement des marchés de transfert du risque de crédit. Un dysfonctionnement majeur sur certains de ces marchés, ou une réévaluation significative à la baisse de l'appétit au risque des investisseurs institutionnels, sont ainsi de nature à remettre en cause, aussi bien les mécanismes de gestion des risques de l'activité de LBO, que les revenus qui en sont dégagés. Le dynamisme du marché des LBO, la hausse générale des effets de leviers pratiqués et la compression des *spreads* sur le marché des crédits *corporate* ont contribué à un abaissement de la qualité moyenne des LBO conclus au cours des deux dernières années en Europe. L'existence d'un marché secondaire dynamique pour la dette LBO, sur lequel les banques peuvent céder la dette encore détenue à d'autres investisseurs comme par exemple les fonds de *CLO*, a pris une importance significative pour la gestion des risques.

- **L'attitude des nouveaux acteurs sur le marché des LBO en cas de difficultés des sociétés cibles représente une source de risque supplémentaire (risque légal ou juridique)** : les investisseurs institutionnels (véhicules de titrisation, *hedge funds*, fonds de fonds, organismes de retraite et fonds de pension) détiennent aujourd'hui plus de 50 % du marché de la dette LBO. La montée en puissance des prêteurs non bancaires a eu un impact profond sur la structuration des montages, avec une multiplication des nouveaux instruments de dette (en particulier dans la composition de la dette junior) et une hausse sensible de la part de la dette remboursable *in fine*. L'arrivée sur le marché des fonds de *CDO* ou de *CLO* a en effet créé un flux de demandes pour des financements à maturité longue, favorisant le recours à des tranches B et C mieux

rémunérées que la tranche A, non amortissables et remboursables *in fine*, normalement après la revente de l'entreprise cible. L'implication croissante de fonds de type *hedge funds*, agissant comme investisseurs, a favorisé la hausse des effets de leviers et accru l'incertitude quant à l'attitude de ces nouveaux investisseurs en dette LBO en cas de défaillance des cibles. Se profilent ainsi des perspectives de restructuration beaucoup plus incertaines en cas de difficultés, compte tenu également de la possibilité d'intérêts divergents des différentes parties prenantes à la transaction, ce qui est de nature à augmenter les pertes en cas de défaut.

La crise des *subprimes* a conduit, par contagion, à une montée des risques sur les activités de LBO, à une réduction du volume des opérations et a validé, par la concrétisation de certains risques liés à l'activité de LBO, les recommandations de la Commission bancaire en matière de gestion de ces risques.

Bien que les facteurs de déclenchement de la crise soient liés au marché des crédits hypothécaires américains, la baisse de confiance des investisseurs a eu un impact très significatif sur le marché des LBO :

- une liquidité moins abondante et le retrait de certains investisseurs (tels les *hedge funds*) ont durci les conditions du marché du crédit. La hausse du niveau des *spreads* a renchéri le financement et rendu les transactions prévues moins attractives qu'initialement envisagées ;
- la perte de confiance des investisseurs s'est traduite par le report d'un grand nombre d'opérations de LBO prévues avec pour conséquence une hausse du *pipeline risk* au sein des établissements. Ces derniers doivent ainsi porter à leur bilan et gérer un stock important de dettes LBO, à défaut de les vendre à perte, et enregistrer une baisse de leurs commissions ;
- les véhicules de titrisation du type *CLO* et *CDO* ont été affectés par une forte baisse de la liquidité des titres de dette LBO, alors qu'ils représentent désormais une part importante des investisseurs dans les dettes LBO, en particulier en Europe.

L'environnement économique plus difficile et la plus grande aversion pour le risque fragilisent les entreprises en recherche de financement et augmentent la possibilité de passage d'une entreprise notée *investment grade* à un statut *speculative grade* à la suite d'une opération de LBO. Une remontée des taux de défaut pour la catégorie des dettes à haut risque, déjà fragilisée par la réduction de la liquidité, constitue le consensus du marché. Dans ce contexte, les modèles d'investissement pour les levées de fonds doivent être sécurisés, au travers notamment d'un renforcement de la part en capital et de la dette senior et d'une dépendance moins grande des structures aux refinancements futurs.

En termes de collecte de fonds de LBO au niveau européen, après un

premier semestre 2007 très bien orienté, où les volumes ont atteint plus de 107 milliards d'euros, soit presque un doublement par rapport au premier semestre 2006 (56 milliards d'euros), le coup d'arrêt a été très net au second semestre ; les levées ne représentant que 33 milliards d'euros avec plusieurs annulations d'opérations prévues. Au total, la collecte de fonds de LBO s'est établie pour l'ensemble de l'année 2007 à 140 milliards d'euros (données S&P), soit une augmentation de 21 % par rapport à 2006 (116 milliards d'euros).

*Les procédures et méthodes de gestion des banques  
doivent être renforcées*

Malgré l'absence de définition homogène des activités de LBO et la fragmentation fréquente de ces dernières dans plusieurs lignes de métiers au sein d'un même établissement, il est essentiel pour une banque d'aboutir à une agrégation et une mise en cohérence des risques encourus. Les contrôles sur place réalisés par le secrétariat général de la Commission bancaire au sein des principaux groupes bancaires français ont mis en exergue la nécessité pour ces derniers d'exercer un suivi centralisé efficace de tous les engagements et risques pris par les diffé-rentes lignes de métiers et entités impliquées dans les activités de LBO.

138

Cette centralisation doit permettre en interne non seulement un *reporting* régulier et exhaustif mais également un renforcement de l'analyse des risques et une gestion cohérente de ceux-ci. Les turbulences financières récentes, qui ont notamment provoqué une remontée générale des niveaux de risque, ont de nouveau souligné, si besoin était, la nécessité de renforcer les bonnes pratiques de gestion du risque et de conserver des critères stricts en matière d'octroi de financement. Il s'agit notamment de veiller à ce que les objectifs commerciaux fixés en lien avec les activités de LBO soient réalistes et ne poussent pas à une participation excessive dans les opérations agressives, ni à une sous-estimation des risques. Cette préoccupation est d'autant plus importante qu'un ralentissement supplémentaire de l'activité économique européenne empêcherait non seulement le marché des LBO de se stabiliser, mais pourrait également mettre en difficulté les sociétés déjà sous LBO en diminuant leurs marges et, par voie de conséquence, leur capacité à rembourser leur dette.

La poursuite de l'amélioration de la gestion du risque LBO est donc cruciale. Elle doit intervenir dès en amont du processus de sélection des dossiers et passe par un renforcement des critères de sélection des demandes de concours. La décision de financer des opérations de LBO doit reposer sur une analyse détaillée du cycle économique et financier du secteur dans lequel la société cible évolue et de la robustesse

financière spécifique de l'entreprise, mais aussi faire l'objet d'un suivi attentif par des procédures bien définies et sécurisées d'analyse et de mesure des risques. Le respect strict des procédures de *due diligence* doit aussi être assuré en permanence et le montant des dettes en cours de syndication doit être suivi de façon précise.

Il est essentiel que les banques disposent de procédures de suivi du risque de crédit *post closing* (c'est-à-dire après la conclusion de l'opération de LBO) reposant sur une analyse interne permanente du risque plutôt que sur des informations d'origine externe, dont la pertinence, la régularité et la rigueur sont plus aléatoires. Au-delà de l'augmentation de la fréquence de revue des portefeuilles, il est également important d'enrichir le recensement des opérations de LBO sensibles afin de tenir compte d'éléments comme les retards de syndication. L'introduction d'un plus grand nombre d'indicateurs avancés de dégradation du risque est particulièrement importante et doit permettre une meilleure réactivité dans le contrôle de la qualité des portefeuilles de LBO.

Il est également nécessaire de s'appuyer sur une batterie de *stress tests* cohérents afin d'encadrer de manière concrète la politique de provisionnement relative aux risques LBO. Les résultats des *stress tests* doivent en effet fournir des informations objectives constituant des éléments déclenchant pour la constitution de provisions en regard des principes édictés par la norme IAS39 notamment dans le cas où un processus de hausse des taux provoquerait une dégradation sensible de la situation financière des emprunteurs.

Enfin, les *stress tests* doivent constituer pour les banques un moyen d'évaluation de leur exposition totale à un ensemble suffisamment large de facteurs défavorables, qui recouvre non seulement leurs expositions directes sur une contrepartie donnée, mais également leur exposition globale au risque d'un retournement général du marché (effets de second ordre), pouvant être par exemple déclenché par la défaillance d'une ou plusieurs grandes entreprises sous LBO. Cette ligne de protection préventive vient en addition des fonds propres réglementaires exigés par les autorités de surveillance et détenus par les établissements au regard des risques pris.

Plus globalement, les dispositifs de notation internes constituent des outils essentiels de pilotage stratégique et de suivi des engagements des banques. Les méthodologies d'analyse et l'inclusion des notations dans les dispositifs de contrôle interne doivent être renforcées afin de respecter les exigences de Bâle II et les meilleures pratiques.

### *BÂLE II ET LES RISQUES LBO*

Le nouveau cadre réglementaire Bâle II doit participer à la mesure plus fine des risques encourus au titre de l'activité de LBO en tenant



compte des expositions LBO au titre de la dette mais également au titre du risque actions.

Les participations prises dans les crédits accordés aux structures *ad hoc* de LBO, les prêts en cours ou en attente de syndication, les prêts relais ou les autres crédits aux structures de financement par LBO entrent généralement dans la catégorie des expositions sur les entreprises ou, suivant la taille des cibles, sur la clientèle de détail. Alors que les règles de Bâle I prévoyaient la même pondération de 100 % pour les crédits aux entreprises quelle que soit la structure de financement utilisée, le nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres, dit Bâle II, met en place une mesure plus fine du risque de crédit attaché à ces opérations.

Ainsi les risques pondérés attachés aux expositions sur les entreprises et la clientèle de détail dépendent dans Bâle II de la probabilité de défaut de l'emprunteur (généralement la *holding* de reprise dans le cas d'un LBO) et de la perte en cas de défaut. Les établissements doivent ainsi estimer la valeur des pertes en cas de défaut par type de transaction à partir de la moyenne des taux de perte observés et tenir compte de l'ensemble des facteurs de risque associés aux expositions LBO, notamment l'importance du niveau de levier d'endettement.

Les participations détenues dans le capital des *holdings* de reprise ou des cibles ou encore dans les fonds de LBO entrent elles, par nature, dans la catégorie d'expositions sur actions. Ceci se traduit d'une manière générale par l'application à ces activités de pondérations plus élevées en Bâle II qu'en Bâle I.

### *Une meilleure prise en compte de la nature risquée des expositions sur actions*

La plus grande sensibilité aux risques des exigences en fonds propres réglementaires constitue l'une des principales innovations de Bâle II. Le traitement du risque actions a été conçu, comme c'est le cas pour l'ensemble des autres catégories de risques, selon cette logique. Ainsi, dans le cadre d'une opération de LBO, parce que la détention d'actions fait encourir un risque sensiblement supérieur à celui induit par l'octroi d'un crédit, le niveau des exigences en fonds propres sur les premières est, sous Bâle II, supérieur à ce que prévoyait Bâle I.

En termes de pondération (pourcentage de la valeur du risque à partir duquel sera calculée l'exigence en fonds propres de 8 %), là où le ratio précédent appliquait un coefficient de 100 % à toutes les expositions sur actions, Bâle II prévoit des pondérations différenciées selon la nature des actions et comprises entre 150 % et 370 %.

Il importe de resituer ces pourcentages dans le contexte plus général de Bâle II qui, s'il prévoit des pondérations plus importantes pour les activités les plus risquées, comporte également nombre de dispositions



allant dans le sens d'un traitement plus favorable du financement « traditionnel » des entreprises et des PME en particulier. Ainsi, les charges en fonds propres pour les crédits aux entreprises sont allégées dans Bâle II par rapport à Bâle I.

*Un traitement préférentiel du capital-investissement,  
dont l'activité de LBO,  
par rapport aux autres expositions sur actions*

Dans le cadre de l'approche standard de mesure du risque de crédit, toutes les expositions sur actions, y compris le capital-investissement, sont pondérées à 150 %.

En revanche, dans le cadre de l'approche notations internes, le risque lié aux activités de capital-investissement fait l'objet dans la transposition européenne de l'accord international de Bâle II d'un traitement préférentiel par rapport aux expositions ordinaires sur actions étant donné son importance économique et la diversification en général plus grande des portefeuilles. Il peut être traité selon deux méthodes :

- dans le cadre de la méthode dite de pondération simple, les expositions de capital-investissement sont pondérées à 190 %, alors que les actions cotées doivent pour leur part être pondérées à 290 % et les autres expositions sur actions à 370 %<sup>6</sup> ;
- dans le cadre de la méthode des modèles internes, des niveaux planchers de pondérations sont prévus et destinés à s'assurer que les résultats ne conduisent pas à des exigences de fonds propres trop faibles, mais, comme dans le cadre de la méthode de pondération simple, les expositions de capital-investissement bénéficient du niveau plancher le plus favorable (190 %), des planchers de 200 % et 300 % étant appliqués respectivement aux actions cotées et aux autres expositions sur actions<sup>7</sup>.

141

Pour ces deux méthodes, l'application d'une pondération préférentielle est subordonnée à la diversification effective des portefeuilles de capital-investissement, élément clé dans la mesure et la gestion des risques qui leur sont associés. À défaut, la pondération « actions » doit être retenue.

Par ailleurs, une mesure transitoire prévoit que les expositions sous la forme de capital-investissement détenues au moment du passage à Bâle II peuvent faire l'objet d'une pondération allégée jusqu'en 2017, à l'exception néanmoins, dans le cadre d'une bonne gestion des risques, des opérations de LBO jugées plus risquées. Cette pondération est de 150 % contre 190 % en principe comme indiqué ci-dessus<sup>8</sup>.

### Tableau de synthèse des pondérations applicables aux expositions sur actions

	Bâle I	Bâle II : Standard	Bâle II : IRB	
			Méthode de pondération simple	Méthode des modèles internes
Expositions de capital-investissement dans un portefeuille diversifié	100 %	150 %	190 % ( <i>grandfathering</i> hors LBO : 150 %)	Plancher : 190 % ( <i>grandfathering</i> hors LBO : 150 %)
Actions cotées	100 %	150 %	290 %	Plancher : 200 %
Autres expositions sur actions	100 %	150 %	370 %	Plancher : 300 %
Expositions de capital-investissement dans un portefeuille non diversifié	100 %	150 %	370 % ( <i>grandfathering</i> hors LBO : 150 %)	300 % ( <i>grandfathering</i> hors LBO : 150 %)

L'ensemble de ces dispositions devraient garantir un bon équilibre entre incitations à soutenir des activités importantes pour le développement économique et obligation de couverture adéquate en fonds propres des risques générés par ces activités.

142

#### *Une exigence accrue de transparence vis-à-vis du marché*

Bâle II renforce enfin les attentes vis-à-vis des banques en matière de publication d'informations afin de favoriser la discipline de marché. En particulier les banques doivent publier pour les expositions sur actions détenues en portefeuille bancaire :

- la répartition des expositions en fonction de l'objectif poursuivi ;
- les types, la nature et les montants des expositions sur actions cotées, des expositions sous forme de capital-investissement détenues dans des portefeuilles suffisamment diversifiés et des autres expositions sur actions ;
- les méthodes de valorisation utilisées et les principales hypothèses et pratiques influant sur cette valorisation ;
- le montant cumulé des plus ou moins-values réalisées sur les ventes et le volume des liquidations de la période sous revue ;
- le montant total des gains et pertes non réalisés enregistrés en compte de résultat et en capitaux propres ainsi que la fraction de ces montants incluse dans les fonds propres de base et complémentaires.

Ces différents éléments doivent permettre une visibilité plus grande sur la stratégie, la valorisation et les résultats dégagés par les activités de LBO et de *private equity* des banques et donc une meilleure discipline de marché.

Au-delà du régime prudentiel de ces expositions, la crise financière a récemment provoqué la réintermédiation au sein des bilans bancaires de la dette LBO destinée à être syndiquée, ce qui appelle un traitement comptable spécifique.

La crise du *subprime* a provoqué des difficultés de valorisation de certains actifs ou passifs affectés par une baisse, voire une disparition de la liquidité sur certains segments de marché. La part de la dette LBO conservée au bilan par les établissements en raison de difficultés de syndication a pu être directement concernée par ce problème.

Il est à ce titre nécessaire de rappeler les recommandations du Secrétariat général de la Commission bancaire sur le traitement comptable des encours qui n'ont pu être syndiqués du fait de la moindre liquidité du marché. La comptabilisation de ce type d'opérations, que les banques n'envisageaient pas de conserver initialement en portefeuille de *trading*, doit être effectuée selon un classement rigoureux. Ce dernier conduit à une revalorisation en juste valeur par compte de résultat, qui reflète notamment tant les risques de contrepartie que la moindre liquidité du marché.

La crise financière récente a mis en évidence des phénomènes de contagion et d'interconnexion entre marchés qui ont frappé par leur ampleur : née sur le marché des crédits *subprimes* américain, elle a déclenché une crise globale de confiance et de liquidité sur nombre de marchés, dont le marché des LBO. Elle a ainsi entraîné un mouvement de réintermédiation massif en direction du secteur bancaire, qui a conduit les grandes banques internationales à devoir procéder à des augmentations de leurs fonds propres.

Ces événements soulignent la nécessité pour le secteur bancaire de renforcer ses procédures et d'améliorer les méthodes de mesure et de gestion de ses risques, notamment sur les activités de LBO, ainsi que la Commission bancaire l'avait déjà signalé dans son rapport annuel 2006. La mise en œuvre du nouveau cadre réglementaire Bâle II constitue à cet égard un progrès décisif en mettant en place une mesure plus fine des risques encourus au titre de cette activité, visant à garantir un bon équilibre entre incitations à soutenir une activité nécessaire au développement économique et obligation de couvrir, de façon proportionnée, les risques qui y sont liés tout en renforçant la discipline de marché.

La réappréciation du risque par l'ensemble des acteurs, bancaires et non bancaires, du marché des LBO, s'est traduite depuis l'été 2007 par une très forte contraction de sa liquidité et une raréfaction des nouvelles

opérations. Au-delà de la crise actuelle, cette réappréciation du risque est bénéfique, y compris pour le marché des LBO ; elle favorisera, pour l'avenir, un assainissement des pratiques de ce marché, en particulier une réduction de l'effet de levier, une hausse des apports en capital de la part des sponsors ainsi qu'un resserrement des clauses attachées aux contrats de prêts. Enfin, cette modification drastique des conditions de marché impose également à l'évidence un retour à une sélectivité plus forte des risques, non seulement sur les nouvelles opérations mais également sur les expositions déjà présentes dans les portefeuilles bancaires, qui devront bénéficier d'un haut degré de surveillance, surtout en cas de ralentissement de l'activité économique européenne en 2008, ainsi que d'une gestion plus active.

## NOTES

144

1. *EBITDA* : *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*, c'est-à-dire revenus avant impôts, dotations aux amortissements et provisions. L'*EBITDA* se rapproche de la notion d'excédent brut d'exploitation (EBE), avec quelques différences, ce dernier ne prenant notamment pas en compte la participation des salariés ou les charges d'intéressement.
2. Le second lien est un type de dette qui s'est développé récemment dans les financements de LBO. Le second lien est une dette à long terme (9 à 10 ans), qui vient s'interposer entre la dette senior classique et la dette mezzanine. Elle est garantie par les mêmes actifs que la dette senior classique mais est remboursée après celle-ci.
3. La responsabilité des banques dans le montage des opérations peut éventuellement être mise en cause en cas de défaut de la cible.
4. À cet égard, la crise du marché américain des prêts immobiliers *subprimes* et la crise de confiance qui en a découlé en constituent une illustration marquante.
5. Les clauses « *MAC* » ont pour objectif de donner aux participants d'une transaction LBO (créanciers ou co-investisseurs) le droit de mettre fin à un accord avant terme, ou de fournir une base de renégociation de la transaction, dans le cas où des événements gravement préjudiciables à l'entreprise cible surviendraient.
6. Article 58.1 de l'arrêté du 20 février 2007.
7. Article 59.1 de l'arrêté du 20 février 2007.
8. Article 394.d de l'arrêté du 20 février 2007.