



La dette, maladie galopante des entreprises

En France, la « liste noire » des sociétés confrontées à un mur d'endettement difficilement soutenable s'allonge

Au sein du petit monde de la finance spécialisé dans les restructurations de bilan – « *restructuring* » dans le jargon – banquiers, avocats, prêteurs tiennent à jour une liste secrète : celle des entreprises qui risquent de ne pas pouvoir refinancer leur dette. Or, le constat est unanime : en ce moment, cet inventaire déborde, le signe qu'une partie de l'économie française a abusé de l'argent gratuit prodigué par la Banque centrale européenne jusqu'en 2022.

Entre Technicolor, Emeis (anciennement Orpea), Casino, Atos ou Altice, la place de Paris a déjà connu son lot de douloureuses restructurations financières. Mais les professionnels du *restructuring*, basés pour l'essentiel à Londres, sont persuadés que la clinique de la dette tricolore va bientôt accueillir une vague de nouveaux malades, celle des LBO (pour *leveraged buy-out*), les rachats avec effet de levier menés par les fonds d'investissement.

« Les entreprises françaises représentent environ un quart du portefeuille de LBO que nous couvrons en Europe », souligne Andrea Bonaventura, analyste en « *leveraged finance* » pour l'agence de notation Fitch. Cela explique pourquoi la France est bien représentée parmi les pays dont sont issus les principaux emprunteurs sur les marchés dont nous estimons la situation financière préoccupante. » Et de préciser : « Cela explique aussi pourquoi figurent, dans ce palmarès, des acteurs de la santé ou des télécoms, autant de secteurs pourtant jugés résilients mais qui, pour cette raison même, ont suscité de nombreux rachats avec effet de levier. »

Conversion de dette en capital

Depuis le mois d'avril, actionnaires et créanciers négocient un partage de l'effort nécessaire pour assainir le bilan de Colisée, le numéro quatre des maisons de retraite, acquis par les fonds d'investissement suédois EQT pour 2,2 milliards d'euros en septembre 2020. Fragilisé par les déboires de son premier client Altice, l'équipementier télécoms Netceed – acquis pour un prix estimé à 2 milliards d'euros par Cinven en 2022 – ne paye plus ses inté-

rêts ; ses prêteurs planchent sur une reprise de l'entreprise.

Le mur de la dette – l'arrivée à maturité des emprunts (le moment où il faudra rembourser) – atteint de 30 milliards à 35 milliards d'euros en 2028 pour les entreprises tricolores les moins bien notées, contre 5 milliards en 2026, selon Fitch. A priori, cela laisse du temps, mais l'emprunteur est censé se préoccuper de son refinancement douze à dix-huit mois avant l'échéance. Et plus selon la gravité des symptômes. Les traitements administrés vont du plus simple, une extension des maturités, au plus douloureux, une conversion de dette en capital, faisant des créanciers les nouveaux propriétaires de l'entreprise. En mars, le fonds Alcentra a ainsi récupéré 99 % du capital du groupe de crèches People & Baby dans le cadre d'un plan de sauvegarde.

Et le marché de guetter les prochaines négociations. Fitch vient d'ajouter les Laboratoires Cerba, autre participation d'EQT, parmi les crédits jugés « *préoccupants* ». Emeria (ex-Foncia) est dans le viseur du marché ainsi que les crèches Babilou ou le chimiste KemOne. Le lyonnais Seqens, l'un des acteurs-clés de la relocalisation en Europe de la production de paracétamol, dans le giron du fonds SK Capital depuis 2021, apparaît également sous pression.

Ces dossiers de LBO viennent s'ajouter aux entreprises traditionnelles ayant eu les yeux plus gros que le ventre. Les experts s'attendent ainsi à ce que Casino, qui a obtenu un effacement massif de sa dette en 2023, renégocie en 2025 sa charge financière avec ses prêteurs. Ces derniers temps, le nom d'Artemis, la holding de Kering, l'empire du luxe des Pinault, a même surgi sur le radar du *restructuring*. « Une vingtaine de noms figurent sur ma liste en France », relate un financier ayant requis l'anonymat, autant qu'en Allemagne, mais il ne s'y passe pas grand-chose car les caisses d'épargne locales verrouillent le système. En Italie, cela reste très opaque. C'est aussi pour cela que les regards sont tournés vers la France en ce moment. »

Pourquoi cette vague de LBO mal embarqués ? Il faut rappeler la mé-

canique à l'œuvre. Un fonds qui espère vendre une participation cinq ans après son rachat emprunte à sept ans et rembourse ce crédit grâce au produit de la cession. Depuis deux ans, l'un des rouages a sauté : les ventes ont été retardées, faute d'accord sur le prix. La hausse des taux explique ces divergences de valorisation, mais les performances opérationnelles aussi ont été décevantes.

Nombre de LBO réalisés en 2020 et 2021 ont, de fait, été mal calibrés. « Etablir des plans d'affaires en pleine perturbation liée au Covid-19 s'est avéré une gageure », explique Yann Dever, associé de la banque d'affaires Ondra. Qui pouvait anticiper les chocs économiques successifs, l'inflation, la crise de l'énergie, la remontée brutale des taux et désormais la guerre commerciale ? Les prévisions de flux de trésorerie, sur la base desquelles avaient été calculés les niveaux de dette pouvant être supportés, se sont bien souvent révélées trop optimistes, et donc la dette trop élevée. C'est encore plus vrai pour les entreprises dépendant d'une dépense publique qui s'est contractée. »

Un peu comme un randonneur qui a chargé son sac à dos en pensant arpenter un terrain plat et se retrouve à grimper un col de montagne. Pour certains secteurs, tels les maisons de retraite, les crèches, les laboratoires ou les cliniques, longtemps terrain de chasse favori des fonds de LBO, la pente s'avère d'autant plus raide que le robinet des subventions se ferme. Cela devient compliqué d'avancer, surtout quand il y a de gros cailloux dans la chaussure : la publication, en janvier 2022, du livre de Victor Castanet, *Les Fossoyeurs* (Fayard), dénonçant des maltraitances chez le numéro un mondial des maisons de retraite Orpea, a déclenché une onde de choc sur tout le secteur. Idem pour les crèches.

Prix décotés

Lorsqu'une entreprise figure sur les listes noires du *restructuring*, tout le monde regarde comment alléger son sac à dos, avec l'idée de gagner pas mal d'argent au passage ou d'éviter d'en perdre. Les banquiers d'affaires et les avocats viennent proposer leurs conseils. Les prêteurs se mettent en ordre



de bataille afin de parer à toute éventualité. Pour des raisons réglementaires, certains sont amenés à céder sur le marché secondaire les obligations qu'ils détiennent : ces titres sont alors rachetés à prix décotés par des fonds opportunistes comme Anchorage ou Attestor, qui parient sur un retour à meilleure fortune, voire sur une conversion de la dette en capital.

« Chacun affine ses analyses. Mais il peut se passer longtemps avant que la situation évolue. Il y a eu tellement d'argent injecté

dans le système pendant le Covid-19 que cela a permis de repousser les échéances », témoigne Maxime Laurent-Bellue, directeur général adjoint de Tikehau Capital. D'autant que « la documentation bancaire des LBO réalisés après 2020 est très favorable aux emprunteurs, avec des covenants, autrement dits des ratios financiers, à respecter peu contraignants », précise M. Dever. Sauf à ce qu'il y ait une crise de liquidité, un actionnaire peut choisir de faire l'autruche longtemps. ■

ISABELLE CHAPERON

Nombre de LBO, ces rachats avec effet de levier, réalisés en 2020 et 2021 ont été mal calibrés

