

# LBO EN DIFFICULTÉ

## COMMENT UTILISER LA PROCÉDURE DE SAUVEGARDE?



**Maurice Lantourne**

Avocat Associé  
Willkie Farr &  
Gallagher LLP



**Pauline Stern**

Avocat  
Willkie Farr &  
Gallagher LLP

Les restructurations explosent dans le domaine des LBO sous l'effet de la crise. Dans ce contexte, la menace de l'ouverture d'une sauvegarde apparaît comme une pression pour inciter les créanciers à se mettre. En cas d'échec, la sauvegarde pré-négociée (*prepack*) sera un outil privilégié pour sauver un LBO au levier trop ambitieux.

L'année 2009 a connu une explosion du nombre de LBO ayant fait l'objet d'une restructuration. On peut notamment citer le promoteur immobilier Kaufman & Broad, le leader européen de pièces détachées automobiles Autodistribution, le leader européen de l'équipement nautique Navimo, le flaconnier SGD ou le leader européen de l'imprimerie CPI. Les opérations d'acquisition à effet de levier, conçues dans une logique de croissance économique, sont particulièrement affectées par la crise financière. Nombre d'entre elles ne parviennent plus à supporter le poids d'une dette surdimensionnée et ne sont plus en mesure de respecter leurs ratios financiers (*covenants*). Plus d'un tiers des sociétés sous LBO connaîtraient actuellement des difficultés allant de la violation des ratios à la crise de liquidité. Pourtant, ces entreprises sont en général parmi les plus performantes de leur secteur d'activité et devraient souffrir moins que les autres des effets de la crise si elles n'étaient pas étranglées par le poids d'une dette inadaptée au contexte économique.

### TYPLOGIE DE DIFFICULTÉS

Les difficultés des entreprises sous LBO sont généralement de trois types :

- elles parviennent à assurer les remboursements de leurs échéances, mais se trouvent en violation de leurs ratios financiers, ce qui peut engendrer un blocage des lignes de crédits *revolving* et de *capex* qui permettaient de financer l'exploitation rendant ainsi nécessaire l'obtention d'un *waiver* (renonciation à prononcer l'exigibilité anticipée du crédit) ;
- elles ne parviennent plus à rembourser la dette d'acquisition qui devra faire l'objet d'une restructuration financière ;
- la situation économique révèle la nécessité d'une restructuration financière ainsi que d'une restructuration opérationnelle, industrielle et sociale.

Dans les trois hypothèses, l'entreprise devra obtenir des concessions de ses créanciers sur la base d'un nouveau *business plan* afin d'adapter son endettement à ses capacités actuelles d'exploitation. Les procédures amiables de mandat *ad hoc* et de conciliation doivent être envisagées en priorité. Confidentialité [1] des négociations, absence de dessaisissement des dirigeants de leur pouvoir de gestion, intervention d'un tiers impartial, sécurité juridique attachée à l'accord conclu sous l'égide du mandataire *ad hoc* ou du conciliateur, privilège de *new money* conféré au nouveau prêteur par l'homologation du protocole de conciliation sont autant d'attraits qui rendent ces procédures incontournables pour restructurer des LBO.

Cependant, obtenir l'approbation de l'unanimité [2] des prêteurs sur l'accord de restructuration d'un LBO dans un cadre consensuel peut s'avérer difficile, voire parfois impossible, compte tenu du grand nombre de prêteurs et de la diversité de leurs intérêts. Pour tenter de les convaincre et de faire ainsi aboutir la procédure amiable, le débiteur pourra avoir intérêt à brandir le spectre de la

[1] C. com., art. L. 611-15 - Cependant la confidentialité prend fin par la publication du jugement d'homologation de l'accord obtenu en conciliation.

[2] La documentation de crédit LBO standard prévoit en général que le décalage des dates de paiement, la renonciation à des sûretés ou une augmentation des engagements doivent être accordés à l'unanimité des prêteurs.



sauvegarde. En cas d'échec, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde permettra de passer outre ce blocage initial en introduisant un vote à la majorité des deux tiers au sein des comités [3]. La sauvegarde, notamment sous forme de *prepack*, pourra alors être un outil à recommander pour le traitement de certains LBO en difficulté.

## LE SPECTRE DE LA SAUVEGARDE : UN LEVIER EFFICACE

Les procédures amiables de mandat *ad hoc* et de conciliation sont des outils de restructuration dont l'efficacité dans le contexte des LBO n'est plus à démontrer. Cependant, ces procédures ne permettent pas d'imposer un plan de restructuration de la dette à des créanciers récalcitrants et peuvent donc aboutir à des situations de blocage mettant en péril la situation de l'entreprise. En effet, les négociations, mettant aux prises différents intervenants aux intérêts divergents, entraînent souvent une certaine crispation des positions des uns et des autres, chacun privilégiant son intérêt propre. Afin de faire aboutir les négociations dans le cadre des procédures amiables, le débiteur sera tenté de brandir la menace de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à l'encontre des prêteurs. En effet, en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, les créanciers sont soumis à une discipline collective et peuvent se voir imposer dans le cadre du plan à la majorité des deux tiers au sein de leur comité, des délais de paiement, des abandons de créances ou des conversions de créances en titre pouvant donner accès au capital. En cas de rejet du projet de plan par l'un des comités, le tribunal pourra imposer un étalement de leurs créances sur dix ans (durée maximum du plan) sans leur accord [4]. Autant d'arguments qui, ajoutés aux incidences négatives de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde sur l'exploitation, dissuadent souvent les créanciers de faire obstacle au bon déroulement des négociations amiables. En cas d'échec des procédures amiables faute d'obtention de l'unanimité malgré les efforts menés, le recours à une procédure de sauvegarde permet de débloquer la situation en soumettant les créanciers récalcitrants à la loi de la majorité au sein des comités.

## LA SAUVEGARDE PRÉ-NÉGOCIÉE OU *PREPACK*...

L'efficacité et le succès du mandat *ad hoc* et de la conciliation tiennent à la confidentialité et au « consensualisme » qui entourent les négociations. Cependant, le consensualisme et l'impossibilité qui en découle de contraindre les créanciers dissidents constituent également la principale faiblesse des procédures amiables.

« En cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, les créanciers peuvent se voir imposer à la majorité des deux tiers au sein de leur comité, des délais de paiement, des abandons de créances ou des conversions de créances en capital. »

La transposition récente du *prepackaged plan* américain en droit français permet d'emprunter aux procédures amiables la confidentialité des négociations et de bénéficier du fait majoritaire propre aux procédures collectives.

En marge du cadre judiciaire, l'entreprise en difficulté et ses principaux créanciers négocient un préaccord de restructuration de la dette généralement dans le cadre d'une procédure amiable. Le dirigeant s'y engage à se mettre sous la protection du tribunal en sollicitant, à la fin des négociations, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde dont il a seul l'initiative. L'accord négocié avant le jugement d'ouverture est assimilé à un projet de plan présenté aux comités de créanciers et aux obligataires par lequel ils s'engagent à voter en faveur du plan pré-négocié. Le *prepack* s'analyse donc comme un accord de restructuration de la dette assorti d'une convention de vote.

L'effet négatif de l'annonce de l'ouverture de la sauvegarde est immédiatement neutralisé par l'effet positif de l'annonce du succès des négociations assurant la pérennité de l'entreprise. L'intérêt du *prepack* est de permettre au débiteur d'effectuer un passage éclair en procédure de sauvegarde afin de limiter les effets collatéraux découlant de l'ouverture d'une procédure collective, préoccupante pour le crédit de l'entreprise et pouvant causer des atteintes irréversibles à son image. La réforme du 18 décembre 2008, en simplifiant les délais de constitution et de délibération des comités de créanciers sur le projet de plan présenté, a réduit significativement le délai entre le jugement d'ouverture et le jugement arrêtant le plan et ainsi de permettre au débiteur ayant eu recours au *prepack* de n'effectuer qu'un « aller-retour » en sauvegarde.

## ...ET SES LIMITES

La pratique récente du *prepack*, inaugurée dans le dossier Autodistribution avec succès, ne peut cependant se systématiser compte tenu de l'ingénierie financière qui a présidé ces dernières années au montage des LBO. En effet, l'une des particularités de ce dossier est la simplicité de la structure d'endettement qui a permis de limiter l'ouverture de la sauvegarde au niveau de deux sociétés *holdings* et de ne pas avoir à recueillir les votes des créanciers d'exploitation de l'entreprise, ce qui aurait été quasi-impossible dans le temps imparti et sans effets collatéraux. Les LBO ayant bénéficié de *debt push down* [5] dans les sociétés opérationnelles et comprenant de surcroît des sociétés étrangères garantes ou emprunteuses soulèvent d'autres difficultés. Rien n'empêche toutefois de mener de front sauvegarde et *prepack* en Chapter 11 pour restructurer un groupe ayant des sociétés en France et aux États-Unis pourvu que le jeu en vaille la chandelle... ■

[3] Comité des établissements de crédit, comité des principaux fournisseurs et assemblée des obligataires.

[4] C. com., art. L. 626-12.

[5] Transfert de la dette sur plusieurs sociétés du groupe et notamment sur les sociétés opérationnelles.