

Le système bancaire français face au risque

Private Equity/LBO

Le développement très rapide du marché des acquisitions à effet de levier (*leveraged buy-out* ou *LBO*) au cours des dernières années a été sensible en Europe et plus particulièrement en France, où il représente le deuxième marché en termes de volume après le Royaume-Uni. Évalués par Standard&Poor's à 115,9 milliards d'euros l'an dernier, les financements européens de *LBO* représentent désormais 38 % du marché mondial (302,8 milliards d'euros en 2006), contre 22 % en 2000. Ils ont été multipliés par 2,6 entre 2004 et 2006, alors que ceux conclus aux États-Unis (186,9 milliards d'euros l'an dernier) doubleraient sur la même période.

Les caractéristiques des opérations de *LBO*, qui représentent désormais environ 80 % des montants investis en *Private Equity* en Europe, se sont progressivement modifiées sous l'effet de l'innovation financière, de l'arrivée sur le marché de nouveaux acteurs et de la hausse de la concurrence entre établissements de crédit : l'importance de l'épargne en attente d'investissement a favorisé le financement d'opérations concernant des cibles de plus en plus importantes dans des secteurs d'activité très divers, l'utilisation d'effets de levier plus poussés et de structures de financement par dette plus complexes. La combinaison d'un environnement économique porteur avec des taux de défaillance d'entreprises faibles, correspondant à une période de haut de cycle et de conditions de marché favorables (notamment un haut niveau de liquidité et une faible volatilité des cours), ont permis l'essor du marché des *LBO* dans la plupart des grands pays européens.

Enfin, le rôle prédominant joué par des acteurs non bancaires, tels les fonds de *Private Equity* au niveau de l'origination et de la gestion des opérations de *LBO* ou les investisseurs institutionnels et les *hedge funds* au niveau de l'achat des titres de dette émis après syndication, a contribué à modifier structurellement les pratiques et les relations entre intervenants sur le marché européen des *LBO*.

Les établissements bancaires français ont largement accompagné l'essor du marché domestique et européen du *LBO* et restent au centre de la sélection et de la mise en œuvre des opérations, ainsi que de leur financement. Le rôle des banques s'est cependant progressivement modifié, les grands établissements privilégiant le renforcement des activités de production (arrangement de la dette, origination, syndication des titres émis) par rapport au portage du risque de crédit. Elles suivent ainsi une tendance européenne, générale, par laquelle les banques transfèrent une partie importante du risque de crédit afférent à d'autres acteurs non bancaires, d'où l'importance de leur capacité à syndiquer les encours de dette résultant des opérations de *LBO*.

La gestion active de ces crédits et la rotation accélérée de ces dossiers au sein du portefeuille d'exposition ont permis aux grandes banques d'enregistrer au cours des trois dernières années une rentabilité forte et croissante sur cette

Un contexte économique porteur a permis la croissance rapide du marché des LBO en Europe au cours des dernières années, ...

... dont les grandes banques françaises ont été largement partie prenante, notamment grâce à leur capacité à syndiquer une part importante de la dette émise.

ligne de métier, qui doit cependant bénéficier d'un suivi des risques spécifique et attentif.

Le Secrétariat général de la Commission bancaire accorde une importance particulière au suivi du risque LBO, ce qui s'est traduit par la mise en œuvre de plusieurs initiatives coordonnées en 2006.

À ce titre, le Secrétariat général de la Commission bancaire a engagé en 2006 plusieurs initiatives visant à mieux cerner les nouveaux contours de ce type d'activité chez les principaux acteurs bancaires français du marché des LBO, ainsi qu'à en préciser les risques, tant de manière qualitative que quantitative. C'est ainsi que des missions de contrôle sur place ont été conduites sur ce thème des LBO auprès de plusieurs grands établissements, et que le Secrétariat général de la Commission bancaire a participé à une enquête européenne réalisée dans le cadre du Comité de supervision bancaire (*Banking Supervision Committee – BSC*), sous l'égide de la Banque centrale européenne (BCE). Les résultats de cette dernière enquête ont été présentés dans un rapport (« *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the European Union* »), disponible depuis avril 2007 sur le site internet de la BCE. La présente étude retrace les principaux éléments recueillis par les missions de contrôle sur place et l'enquête générale sur le risque *private equity – LBO* en ce qui concerne le système bancaire français.

Si le niveau des engagements pour les banques françaises reste pour l'instant maîtrisé, les tendances récentes du marché des LBO signalent une montée des incertitudes, qui appelle une vigilance accrue de la part des établissements, notamment à travers un renforcement des procédures de gestion et de suivi des risques encourus.

1. Les banques françaises ont pleinement pris part au développement du marché domestique du *Private Equity*, le deuxième en Europe

Le développement de l'activité LBO fait appel à l'expertise de plusieurs lignes de métiers au sein des banques.

Les grands établissements de crédit français se sont appuyés sur l'expertise de plusieurs lignes de métier, notamment celles spécialisées dans les financements d'actifs et la titrisation, pour proposer des solutions de financement innovantes, permettant de réaliser des opérations de LBO de grande ampleur, tout en abaissant le coût moyen pondéré de la dette d'acquisition. Leur capacité à proposer des structures de financement adaptées a conforté leur place d'intermédiaires essentiels au sein du marché français, dont la dynamique n'a jusqu'à présent pas été démentie.

1.1. Les opérations de LBO jouent un rôle croissant en matière de réorganisation de l'activité des entreprises

Le LBO constitue une opération de crédit mise en place au profit du repreneur d'une société cible...

Le *leveraged buy-out* 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, une 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

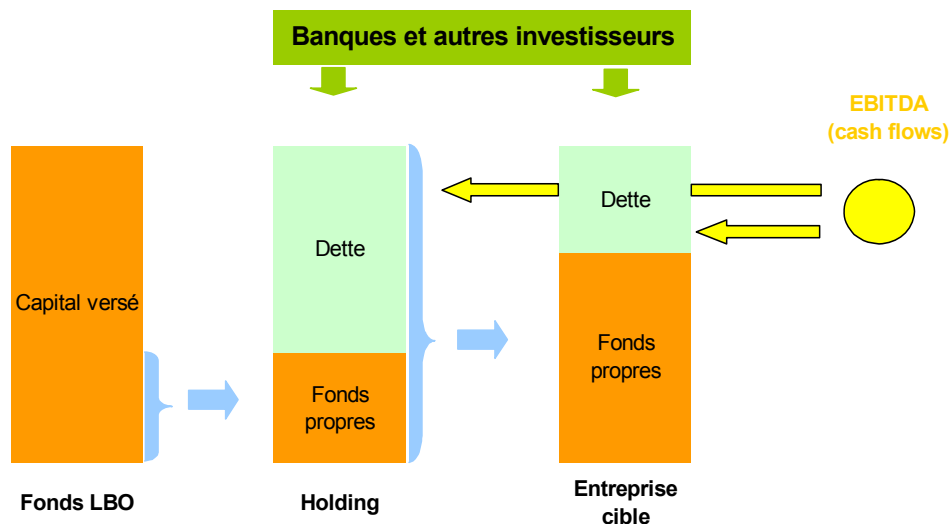
titres de la cible, mais aussi à la cible elle-même pour permettre à cette dernière de réaliser ensuite des opérations industrielles.

Il faut cependant noter que même si les lignes d'opérations *LBO* constituent un secteur bien identifié, le *LBO* ne bénéficie pas d'une définition précise uniforme dans le milieu bancaire : les établissements de crédit parlent d'une manière générale d'opérations à effet de levier (*leveraged finance*), qu'il existe ou non un *sponsor* et qu'une *holding* de reprise soit constituée ou non. À des fins de comparaison entre établissements des données retenues dans le cadre de cette étude, la présence d'une société *holding* détentrice des titres de la cible a été retenue comme l'élément discriminant permettant de qualifier un *LBO*. *A contrario*, d'autres approches sont également possibles, les autorités américaines privilégiant quant à elles le niveau de l'effet de levier.

Le volume de crédit, évalué par rapport à un indicateur de revenu de la cible (par exemple l'*EBITDA*¹), peut en effet se révéler important. Il en résulte un effet de levier (*leverage*), dont les multiples sont variables, en fonction notamment du ratio de dette souhaité par rapport aux fonds propres lors du montage de l'opération et de la capacité de l'entreprise cible à générer des revenus stables permettant de rembourser cette dette.

Par ailleurs, il est également possible de rencontrer une prise de participation en capital de la part de la banque (part *equity*), essentiellement dans la société *ad hoc*.

Processus de transaction *LBO*



... caractérisée par un effet de levier élevé et une structuration particulière de la dette, dont le remboursement est assuré par les cash-flows de la cible.

Les *cash-flows* dégagés par la cible dans le cadre de son exploitation courante constituent la source du remboursement de la dette. La dette est structurée en différentes composantes (tranches), définies selon leur maturité

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.

(variant en général entre sept et dix ans) et leur degré de subordination, afin d'offrir aux prêteurs un horizon temporel adapté à leurs souhaits et aux capacités de remboursement de l'entreprise.

Les tranches de dette, senior et junior, correspondent à des niveaux de subordination variables...

Classiquement, trois tranches de financement à échéances diverses (ex : A, B et C, à maturités respectives de 7, 8 et 9 ans) constituent une première strate de financement (dette senior) ; la première tranche est amortissable, les deux autres remboursables *in fine*. Des passifs de subordination croissante complètent la structure et constituent la dette dite junior : leur composition évolue en fonction des innovations financières (ex : « second lien »¹, dette mezzanine, « *payment-in-kind* – PIK », notes, etc.). Ces éléments peuvent être assortis de clauses spécifiques (*warrants*, etc.).

Les capacités de remboursement de la société cible font bien entendu l'objet de la majeure partie des études réalisées préalablement au lancement du LBO et constituent le socle du *business plan* présenté par le *sponsor*. Une insuffisante production de *cash-flow* est en effet de nature à compromettre le succès de l'opération.

... et les contrats de prêts sont assortis de clauses de sauvegarde plus ou moins strictes, les « covenants ».

Les contrats de prêts prévoient par ailleurs des clauses de sauvegarde spécifiques, les *covenants* qui limitent la marge de manœuvre des actionnaires 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 intéressées à l'opération (*sponsor*, créanciers, cible, etc.) et précise les flux d'informations financières à échanger, ainsi que leur périodicité. Les caractéristiques des *covenants* encadrant le déroulement de l'opération de LBO sont donc essentielles et peuvent être fixées de manière plus ou moins stricte. En cas de non-respect de ces conditions initialement prévues, les prêts peuvent devenir immédiatement exigibles.

Dans les faits, les opérations de LBO parviennent rarement jusqu'à leur terme initial. Les nouveaux actionnaires s'efforcent dans la mesure du possible de se défaire de leur acquisition avant d'avoir atteint le terme contractuel initialement prévu. De plus, certains fonds d'investissement de *Private Equity* obtiennent la récupération d'une large partie de leur financement avant l'échéance des remboursements par la mise en place d'un endettement additionnel (opérations dites de « recapitalisation » ou « *dividend recaps* ») ou par la vente de certains actifs de la cible (dont le produit est remonté sous forme de dividendes), si l'environnement général est porteur et que la capacité de remboursement de la cible est bonne.

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

La hausse rapide du marché s'accompagne d'une complexification croissante des montages et d'une hausse de la valorisation des cibles.

Le marché français des opérations de LBO connaît, plus particulièrement depuis 2004, une croissance dont le dynamisme ne s'est pas démenti. Même si la pratique de ce type d'opérations ne constitue pas une nouveauté (la première

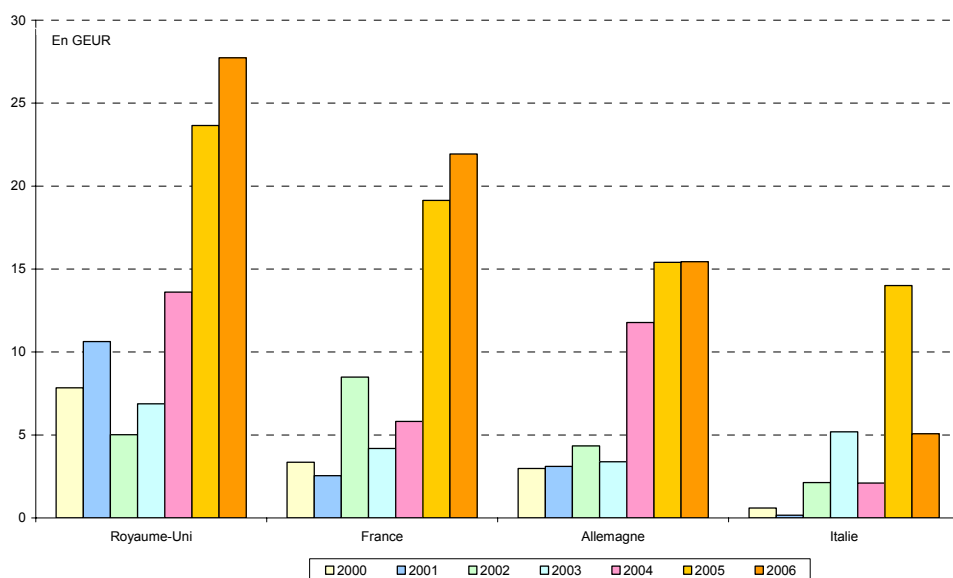
¹ Le second lien est un type de dette qui s'est développé récemment dans les financements de LBO. Le second lien est une dette à long terme (9 à 10 ans), qui vient s'interposer entre la dette senior classique et la dette mezzanine. Elle est garantie par les mêmes actifs que la dette senior classique mais est remboursée après celle-ci.

grande vague de *LBO* s'est déroulée aux États-Unis au cours des années 1980), le haut niveau de liquidité sur les marchés financiers a créé un contexte favorable, ainsi que dans d'autres pays européens, à la multiplication des opérations, avec une complexification croissante des montages et une hausse de la valorisation des cibles.

Le degré de maturité du marché domestique (*LBO* enregistrés sur cibles françaises) est l'un des plus élevés en Europe (avec l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas). Ceci est dû 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 une large gamme de sociétés cibles aux investisseurs nationaux ou internationaux potentiels.

Le marché français, l'un des plus matures en Europe, présente un nombre élevé de cibles potentielles...

Pays européens les plus actifs sur le marché des *LBO*



Source : S&P LCD

Au niveau européen, la France représente donc le deuxième marché pour les opérations de *LBO*, avec 22 milliards d'euros d'opérations en 2006 (soit environ 19 % du marché européen évalué à 116 milliards d'euros en termes de volume global des opérations conclues – Source S&P LCD), derrière le Royaume-Uni et devant l'Allemagne et l'Italie.

... et figure au deuxième rang derrière le Royaume-Uni en termes de volume des opérations réalisées.

Le marché français bénéficie d'une bonne diversification au niveau des secteurs industriels concernés. Trois grands ensembles regroupent près de 50 % des transactions en volume (construction : 22 %, télécommunications : 18 %, distribution : 13,5 %). Viennent ensuite les services, l'agroalimentaire et l'industrie manufacturière. Il convient également de noter qu'au-delà de la conclusion d'opérations de large envergure pouvant porter sur des sociétés cotées, les *LBO* couvrent également le segment d'entreprises de taille plus réduite, moyennes ou petites.

1.3. Les banques occupent un rôle central dans la conclusion des *LBO*, tant au niveau de l'initiation et de l'arrangement des opérations que pour leur financement

La combinaison d'une période prolongée marquée par un faible niveau des taux directeurs 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 soutien du marché des *LBO*.

Les banques proposent une gamme complète de services relatifs à l'activité LBO, tant vis-à-vis des sociétés cibles que des fonds d'investissement.

Les banques en sont un acteur clé, tant en raison de leur rôle comme bailleurs de fonds que pour leur expertise en matière d'innovation financière. Les banques françaises proposent donc pour la plupart aux fonds d'investissement et aux entreprises une gamme complète de prestations et de produits : conseil en fusion-acquisition, prêts seniors et dette mezzanine, prestations d'*agency*, syndication de dette, etc. Concrètement, plusieurs lignes de métiers internes collaborent souvent à la mise en place de cette offre globale de financement et de distribution de *LBO*.

Le rôle joué par les banques en matière de financement initial reste prépondérant

En 2006, la dette bancaire est restée la principale source de financement pour les opérations de *LBO* en Europe (50 % du total des ressources), 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 prudente par rapport aux standards actuels du marché aux États-Unis (la dette senior tranche A atteint encore 23 % du total de la dette en moyenne, contre 0,8 % sur le marché américain des *LBO*). Cependant, les tendances récentes soulignent 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 encore sensible des investisseurs, en particulier institutionnels, pour des produits plus risqués mais plus rémunérateurs.

Par ailleurs, les *LBO* ont contribué à la hausse des émissions sur le secteur des obligations *High Yield* européennes : sa taille a doublé en 2006 sous l'impulsion des opérations de *LBO* (environ 60 % des émissions totales), pour atteindre 35,4 milliards d'euros (contre 17,1 milliards) en 2005.

Les stratégies des banques en matière de risque LBO sont variables

Les banques adoptent schématiquement trois stratégies à l'égard du développement de leur activité *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, le temps 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

Les « business models » choisis par les banques françaises restent diversifiés, ...

syndication. Ce modèle est souvent appliqué par les grandes banques anglo-saxonnes actives sur le marché international des *LBO* ;

- soit elles choisissent un modèle, dit de « *portfolio* », dans lequel les prêts sont majoritairement conservés au bilan de la banque, laquelle cherche, au-delà des commissions perçues, à capter les revenus d'intérêts liés à la détention de la dette ;
- enfin, certaines banques adoptent un profil équilibré entre ces deux modèles extrêmes de risque *LBO*, on parle alors de modèle « *balanced* ».

Au vu des résultats de l'enquête, les banques françaises présentent des profils différenciés en matière de stratégie. Si les établissements de crédit français de taille moyenne apparaissent plutôt tournés vers une stratégie de « *portfolio* », les très grandes banques se retrouvent surtout dans la catégorie des approches « *balanced* », voire, pour certaines d'entre elles, la stratégie de « *capital turnover* ». Ceci explique que la part finale de la dette *LBO* détenue par les établissements varie entre 5 et 30 % du montant initial de financement global des opérations retenues.

Bien qu'elles appliquent donc des stratégies différentes, toutes les banques interrogées cherchent néanmoins à diminuer à terme leur exposition au risque de crédit généré par les *LBO*. Certains établissements soulignent toutefois la nécessité de conserver une exposition sur les dossiers dont ils assument l'arrangement, à cause du double objectif de crédibiliser le dossier auprès des investisseurs et de continuer à développer leurs relations avec les entreprises cibles, qui faisaient souvent déjà partie de leur portefeuille de clientèle *corporate* avant l'opération de *LBO*.

... mais toutes cherchent en tendance à faire diminuer la part finale du risque de crédit porté au bilan.

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

Les équipes de *LBO* des grands établissements de la place sont, stratégiquement, de plus en plus orientées vers la structuration des financements plutôt que vers la gestion d'un encours de dette. Ce choix structurel du métier d'arrangeur et de distributeur est favorisé par le contexte actuel, qui facilite le transfert du risque de crédit hors des bilans bancaires vers d'autres contreparties. Le transfert du risque de crédit présente également l'avantage pour les banques de limiter la charge en fonds propres afférente au développement de leur activité sur le marché du *Private Equity*.

Le rôle des banques a été profondément impacté par l'arrivée de nouveaux acteurs non bancaires sur le marché des *LBO*.

Les parts finales conservées par les banques après syndication tendent 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 en 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 participations sont, outre 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.) sont variables. Les spécialistes, rencontrés dans le cadre des contacts avec la place, estiment que

plus de la moitié des tranches de crédit amortissables *in fine* et des financements mezzanines est souscrite par des investisseurs institutionnels.

La syndication, capacité à redistribuer la dette initialement portée par la banque, est ainsi devenue un point critique pour la réussite des opérations de *LBO*. Ceci explique l'importance accordée à l'avis des départements de syndication lors de l'examen de sélection des dossiers, puisque ceux-ci 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 des crédits à syndiquer. Il apparaît cependant que le poids accordé à l'expertise des départements de syndication est variable en fonction de la stratégie globale adoptée par la banque, son importance étant d'autant plus prépondérante que l'établissement se rapproche d'un modèle de « *capital turnover* ».

La syndication d'une part de la dette émise à l'occasion des opérations de LBO permet aux banques de transférer le risque de crédit à d'autres contreparties.

Les risques de crédit générés par les opérations de *LBO* ne sont donc plus localisés uniquement dans les banques mais de plus en plus logés chez des investisseurs, dont la robustesse dépendra *in fine* de leur capacité à gérer de manière efficace le risque porté. Ceci n'implique pas pour autant que le système bancaire français dans son ensemble se soit affranchi de tout risque lié aux opérations de *LBO* : les facteurs de vulnérabilité demeurent, non seulement sur la part du risque de crédit encore portée en propre, mais également, et de manière plus nouvelle, du fait de la génération de risques de contrepartie nés des mécanismes de transfert de risque de crédit, de risques de réputation et risques juridiques, liés à la complexité des structures de montage.

De la même façon, la capacité à syndiquer rapidement les risques de crédit peut se trouver altérer, au moins temporairement, du fait d'événements de marché. Ce risque de souscription ne doit pas être sous-estimé.

2. Le niveau de risque sur les activités de *LBO* est correctement maîtrisé pour les grandes banques françaises, malgré une concentration de l'activité sur un nombre réduit d'établissements

La partie française de l'étude réalisée dans le cadre plus général du rapport européen du *Banking Supervision Committee* du SEBC, a donné lieu à l'envoi, aux cinq plus grandes banques françaises actives sur le marché des *LBO*, d'un questionnaire quantitatif et qualitatif. Ce questionnaire a été complété par des entretiens. Les informations quantitatives commentées ci-après sont extraites des résultats de cette enquête thématique ; leur qualité dépend en partie du caractère exhaustif du périmètre de consolidation adopté par chaque établissement pour cette enquête. Bien que la base d'activité couverte diverge parfois entre certaines banques, les données agrégées collectées permettent de présenter une image intéressante des différents paramètres mesurant l'exposition des banques sur l'activité *LBO*. Les données quantitatives collectées portent sur les échéances de juin 2005 et juin 2006. De

L'examen de l'exposition au risque LBO a été mené à la fois au niveau du système bancaire domestique et européen, dans le cadre de l'enquête du Banking Supervision Committee du SEBC.

plus, les enquêtes sur place ont apporté un éclairage supplémentaire important, notamment en ce qui concerne la gestion des risques.

2.1 Malgré une croissance rapide, le volume global des encours sur *LBO* reste modéré, notamment en raison du recours à la syndication de la dette

Le niveau d'encours sur opérations de LBO demeure globalement contenu

Les banques françaises s'inscrivent dans la tendance actuelle de dynamisme du marché, le risque *LBO* global porté par les grands établissements de crédit français enregistrant une hausse de 11 % entre juin 2005 et juin 2006. Il convient de noter une relative concentration en France de ces engagements puisque deux établissements regroupent plus de 50 % de l'exposition totale.

Bien que l'exposition de crédit, rapportée aux fonds propres totaux des établissements concernés (*Tier 1*), reste relativement modérée, les expositions de *LBO* pondérées ressortent naturellement plus significativement lorsqu'elles sont rapportées aux exigences en capital des seules activités de banque de financement et d'investissement (BFI).

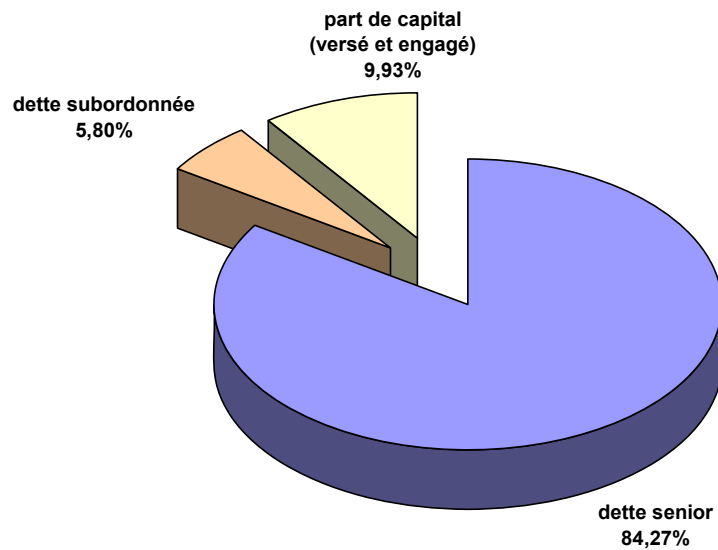
Le volume des expositions, rapporté aux fonds propres des banques françaises, reste modéré.

Des banques majoritairement engagées sur des tranches senior

La dette senior prévaut dans les portefeuilles *LBO* des banques françaises ; elle représente en moyenne environ 85 % du montant total de ces actifs, avec un maximum de 99 % pour certaines banques et un minimum de 80 % pour d'autres.

La part de dette conservée en bilan reste très majoritairement senior...

Répartition de l'exposition bancaire relative à l'activité *LBO* au 30 juin 2006

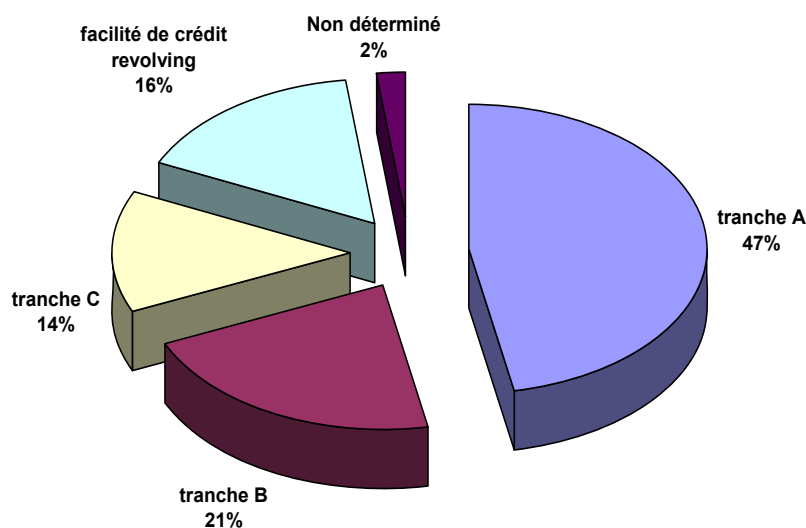


Source : Commission bancaire, données bancaires (rapport BSC, mise en forme Commission bancaire)

La dette senior est essentiellement constituée de tranche A (47 % en moyenne), laquelle peut, pour certains établissements, dépasser la moitié de leur exposition sur dette senior. Certaines banques s'écartent toutefois de cette tendance avec des tranches B et C ¹ pouvant atteindre jusqu'à 44 % de leurs dettes senior, ainsi qu'une part élevée de facilités de crédit *revolving*.

¹ Les tranches B et C sont non amortissables et donc plus risquées, mais paradoxalement plus liquides dans les conditions actuelles de marché car les tranches A amortissables intéressent moins les fonds.

Répartition de la dette senior par tranche au 30 juin 2006



Source : Commission bancaire, données bancaires (rapport BSC, mise en forme Commission bancaire)

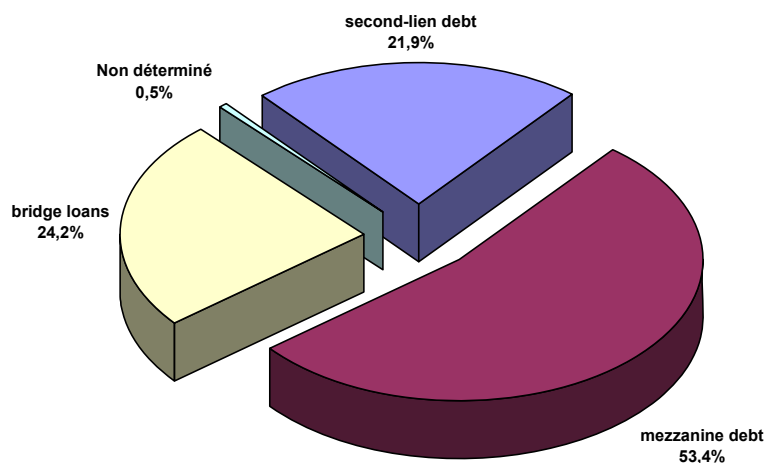
S'agissant de la dette subordonnée (seulement 5,8 % de la dette totale *LBO* présente au bilan), les instruments les plus récents et/ou risqués, utilisés au niveau international, ne sont pas tous significativement présents dans les bilans des banques françaises. On note toutefois l'apparition au bilan de tranches *PIK*¹ et/ou de *High Yield bonds*². Dans cette catégorie générale de la dette junior, la dette mezzanine constitue la tranche la plus prisée par les établissements (53 % de la dette subordonnée), celle-ci étant souvent portée par des structures internes dédiées (fonds mezzanine). Les choix des établissements s'orientent ensuite vers la dette second-lien et les crédits relais, en fonction des stratégies adoptées. Les banques arrangeuses de dette *High Yield* mettent ainsi prioritairement en place des crédits relais de type « *bridge to high yield* », sur lesquels leur exposition, même si elle est temporaire, présente un profil de risque élevé.

... alors que la part de dette junior, très minoritaire, est essentiellement constituée de dette de type mezzanine,

¹ Instrument de quasi-fonds propres qui comprend en général un remboursement *in fine* (*paid-in-kind* = *PIK*) et des *warrants* (accès au capital par l'exercice d'options).

² Émissions de dettes à taux d'intérêt élevés.

Répartition par tranche de la dette subordonnée au 30 juin 2006



Source : Commission bancaire, données bancaires (rapport BSC, mise en forme Commission bancaire)

2.2. Des expositions directes en capital limitées, mais concentrées

Les investissements en capital regroupent, d'une part, les investissements en capital dans les fonds de *Private Equity* (investissements indirects) et, d'autre part, la participation en fonds propres dans la *holding* créée dans le cadre d'une transaction *LBO* (co-investissements).

*... et que les expositions en capital
apparaissent plus concentrées.*

Le total des investissements en capital représente 12 % de l'exposition totale de l'activité du risque *LBO* (crédit et capital) des banques et apparaît plus concentré que les expositions en risque de crédit, trois établissements contribuant à l'essentiel de cette exposition au 30 juin 2006. Par ailleurs, de juin 2005 à juin 2006, certaines banques ont renforcé leur positionnement en doublant leurs engagements en capital.

C'est pourquoi il est indispensable que ces dernières suivent de très près l'évolution de leurs expositions. Ceci conduit les banques à privilégier les fonds de *LBO* avec lesquels elles ont développé d'étroites relations et disposent d'indicateurs fiables de performance, afin de faciliter la transparence de l'information et le suivi du risque. Pour les plus grandes banques, par ailleurs, l'entretien de relations suivies avec les fonds de *LBO* correspond plus à la volonté de capter des flux d'activité supplémentaires afin de développer les activités d'arrangement, qu'à une logique de placement de fonds.

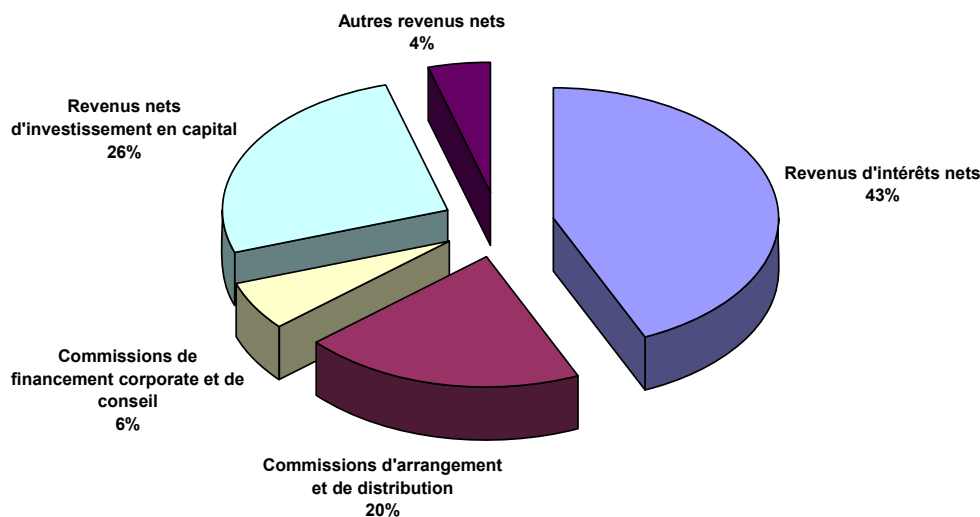
À l'inverse, peu d'établissements se montrent intéressés par le co-investissement. Toutefois, les banques engagées sur ce type d'investissements tendent à augmenter leur nombre de transactions, mais ceci n'est pas automatiquement accompagné d'une hausse de leur volume unitaire.

2.3. Les revenus générés par l'activité *LBO* augmentent, mais restent limités par rapport aux autres composantes du revenu brut d'exploitation (RBE)

Même si l'essentiel des résultats de l'activité *LBO* repose encore sur la perception de marges d'intérêt, la part des commissions tend à progresser dans les grands établissements, qui cherchent à se positionner sur des mandats d'arrangeur. La rémunération de l'activité *LBO* est ainsi liée à l'accroissement des revenus générés par les commissionnements, alors que les revenus d'intérêts ont tendance à se réduire (en montant et/ou proportionnellement aux profits engendrés par l'activité *LBO*), confortant l'idée que la source principale des revenus futurs se situe de plus en plus sur les activités autres que le portage (arrangement, distribution, conseil, etc.).

Les revenus générés par l'activité LBO connaissent une progression sensible, tirée par les commissions, ...

Revenus issus des activités de *LBO* au 30 juin 2006



Source : Commission bancaire, données bancaires (rapport BSC, mise en forme Commission bancaire)

Certaines banques enregistrent des revenus en hausse avec une activité *LBO* qui fléchit légèrement. Ceci peut s'expliquer, en premier lieu, par une augmentation des investissements dans certaines tranches plus risquées et de ce fait mieux rémunérées, mais également par une hausse des commissions d'arrangement et de syndication.

Les revenus en provenance des activités de *LBO* restent cependant encore à des niveaux relativement modestes par rapport aux autres composantes du RBE (5 % environ en moyenne au 30 juin 2006, en s'échelonnant de 1 % à 13 % du total des revenus des établissements de crédit). Cette faible proportion tient en premier lieu au modèle de banque universelle des établissements de crédit sous revue, qui disposent d'une grande diversité d'activités.

... mais leur contribution à la formation du total des résultats des banques interrogées reste modérée.

3. Les tendances récentes soulignent une montée des risques qui appelle une vigilance accrue

Dans l'environnement économique actuel, la dette bancaire tend à devenir une composante permanente des structures de financement, fréquemment remboursée après les prêts d'actionnaires et la dette mezzanine, lesquels ont tendance à être systématiquement refinancés avant leur échéance contractuelle. Dans ces conditions, les établissements de crédit assument, de fait, une part des risques industriels aux cotés des *sponsors*, qui devient d'autant plus significative dès que ces derniers ont récupéré leur apport initial via une capitalisation.

Le caractère très dynamique du marché des LBO milite pour un renforcement des procédures de gestion et de suivi des risques.

3.1. Des leviers d'endettement en augmentation

L'augmentation du prix des entreprises cibles associée au moindre apport en capital des *sponsors* (initiateurs du rachat) nécessitent un nombre croissant d'années d'excédent brut d'exploitation des cibles pour rembourser la dette financière. Ainsi, il faut, en moyenne, 5,6 années d'*EBITDA* pour rembourser l'intégralité de la dette *LBO*, avec une grande variété en fonction des transactions, puisque ce ratio peut s'échelonner de 0,7 à 10,7 ans. En particulier, les ratios maxima augmentent significativement en 2006 pour les banques françaises les plus actives (de + 25 %, soit 7,6 années à + 32 %, soit 10,7 années).

Les effets de levier poursuivent une tendance structurelle à la hausse.

Par ailleurs, le nombre de deuxièmes rachats (*LBO* dits « secondaires »), où le *sponsor* initial vend une entreprise cible à une autre société de capital-investissement qui augmente le levier d'endettement, a crû depuis quelques années pour atteindre, selon S&P, 45 % du volume des transactions *LBO* dans l'Union européenne. Les commentaires du marché ont été plutôt critiques à l'égard des deuxièmes rachats. En effet, il est parfois difficile de savoir si ces transactions s'effectuent véritablement en raison d'une réelle opportunité de développement de la société cible, générant une valeur ajoutée pour les investisseurs. En France, la part des transactions issues du marché secondaire resterait plus faible que celle constatée en moyenne en Europe selon les données de S&P, mais les enquêtes menées par le Secrétariat général de la Commission bancaire auprès des établissements français tendent à montrer qu'elle a augmenté de manière accélérée au cours des deux dernières années.

3.2. L'augmentation de la taille des opérations et de la complexité des structures de financement accroît le risque de syndication

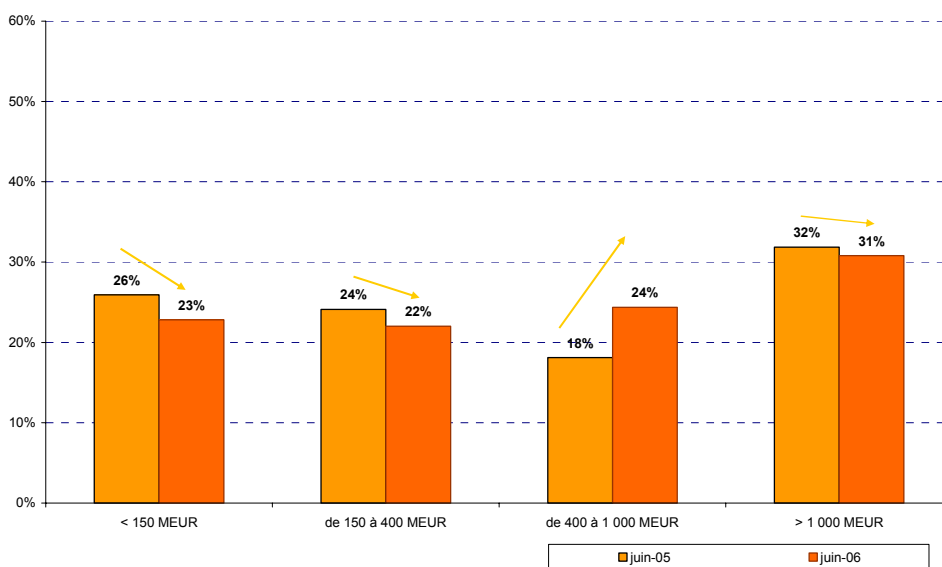
Le degré de concentration sur les expositions individuelles reste modéré en part finale, ...

Le niveau de concentration des engagements sur les contreparties individuelles en volume au sein des expositions *LBO* reste relativement modéré

en part finale (après syndication). En effet, en moyenne, les cinq principales expositions *LBO* individuelles des banques françaises ne représentent, au total, que 13 % à 15 % de l'ensemble des prêts *LBO* au sein de leur bilan ¹. L'examen de la ventilation sectorielle des opérations de *LBO* montre une bonne diversification. Cependant, les stratégies de certaines banques en matière de développement de l'activité d'arrangement impliquent une hausse de la concentration sur contreparties individuelles, du moins sur les périodes de pré-syndication. Une certaine spécialisation au sein des banques françaises est observée, certaines se concentrant sur les *LBO* de petite taille (transactions de taille inférieure à 150 millions d'euros), tandis que d'autres se spécialisent plus nettement sur les *LBO* de très grande taille, supérieurs à 1 milliard d'euros. D'une manière générale, tant en Europe qu'en France, la taille des transactions tend à augmenter (en particulier celles comprises entre 400 et 1 000 millions d'euros), alors que la part des opérations de *LBO* de plus petit volume se réduit.

La bonne diversification des risques par secteur industriel se conjugue à une faible concentration des expositions individuelles.

Répartition des expositions de crédit par taille de deals en France



Source : Commission bancaire, données bancaires (rapport BSC, mise en forme Commission bancaire)

¹ La taille d'une transaction *LBO* retenue dans le cadre de cette enquête reflète celle de la *holding* créée pour racheter la société cible, qui est constituée d'une part en capital et de différentes tranches de dette.

... mais la possibilité de transférer le risque de crédit à d'autres acteurs du système financier ne doit pas occulter la progression du risque d'underwriting (ou de souscription)

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 les marchés de dérivés de crédit.

L'impact du risque de souscription doit être pris en compte de manière prioritaire, car il serait le premier à se matérialiser en cas de retournement non anticipé du cycle de crédit.

Les caractéristiques du risque diffèrent en fonction de la place des banques dans le processus de distribution. En raison du délai qui existe, lors d'une transaction, entre l'engagement initial et le terme de la syndication, les banques arrangeuses se trouvent exposées au risque de souscription pendant tout le processus de syndication. Celles qui participent à la syndication se trouvent confrontées au risque de ne pouvoir distribuer au marché secondaire leurs expositions, en deçà du seuil qu'elles s'étaient fixé.

En ce qui concerne le transfert de risque auprès d'autres investisseurs, la situation diffère en fonction des transactions. Certaines expositions peuvent rester en portefeuille pendant plusieurs mois, d'autres sont cédées plus rapidement. Toutefois, il ressort que les établissements de crédit tendent *de facto* à conserver, dans les trois premiers mois qui suivent la finalisation de la transaction, la majorité de leurs expositions de crédit (près de 60 %). Cette exposition diminue cependant, en général, rapidement dans les trois mois qui suivent.

L'implication actuelle de la plupart des établissements dans des opérations de grande taille, dégageant des revenus de commissionnement plus élevés, s'accompagne souvent d'une augmentation du risque de non-syndication. En effet, la progression de la taille moyenne des « *deals* » et la complexité des structures de financement provoquent un allongement tendanciel de la durée pendant laquelle les banques conservent les titres de dette avant de parvenir à les céder à d'autres contreparties. Les banques sont donc amenées à porter, parfois pendant des périodes assez longues, un risque élevé sur des contreparties individuelles (*underwriting risk*), alors même que leur risque final sera beaucoup plus réduit.

Elles doivent arbitrer, en toute connaissance de cause, entre le risque temporaire pris et la place qu'elles veulent occuper sur le marché des *LBO*. Il est important que les banques ne sous-estiment pas l'importance du risque pris, même s'il est temporaire. Des tensions peuvent survenir à tout moment sur les marchés et le marché des *LBO* peut lui-même sanctionner l'évaluation inadéquate d'une transaction par l'échec de la syndication, contraignant de ce fait l'établissement souscripteur à conserver plus longtemps une position significative. Dans ce contexte, le risque *d'underwriting* doit être plus que jamais suivi de manière rigoureuse par les établissements de crédit.

3.3. Intensification de la concurrence et relâchement des « *covenants* »

Le questionnaire transmis aux banques leur demandait d'analyser les facteurs de concurrence propres à l'activité *LBO*.

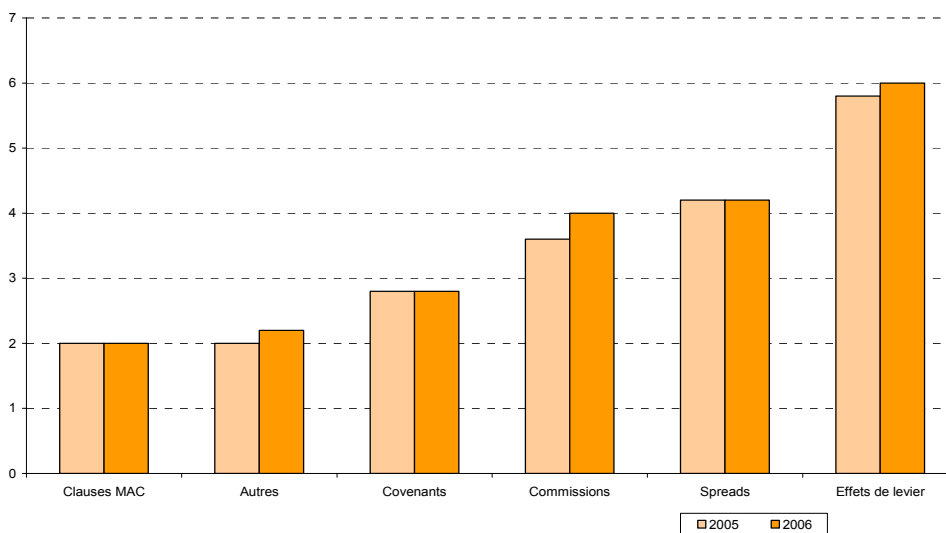
Parmi les facteurs de concurrence (niveau du levier d'endettement, commissions, *spreads*, *debt covenants*, clause de « *Material adverse change* » – *MAC*¹), il apparaît que le niveau de levier serait la principale caractéristique sur laquelle porte la concurrence entre banques en France (comme d'ailleurs pour les autres grandes banques européennes).

Les établissements de crédit font ensuite état de pressions baissières sur leurs marges d'intermédiation et sur les niveaux de commissionnement.

Enfin, certaines banques soulignent que la concurrence sur le segment des *LBO* se traduit par un assouplissement des clauses contractuelles — *covenants* — dans les conventions de crédit.

La concurrence s'intensifie, en particulier au niveau de l'effet de levier des opérations et des commissionnements versés.

Intensité de la concurrence (sur une échelle de 1 à 6)



Source : Commission bancaire, données bancaires (rapport BSC, mise en forme Commission bancaire)

Certaines conventions comportent ainsi une clause de « relâchement de la structure » qui permet à l'emprunteur de s'exonérer du respect d'une partie des *covenants* (restrictions sur les distributions de dividendes et sur les investissements, *cash sweep*, etc.) dès que le levier d'endettement devient inférieur à un certain seuil d'*EBITDA*. Dans le même ordre d'idée, un certain nombre de transactions sont conclues avec des *covenants* allégés, uniquement

¹ 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.

mis en jeu quand un certain événement survient. Par exemple, un *covenant* qui s'appliquerait au ratio dette/*EBITDA* ne serait déclenché qu'en cas d'acquisition majeure et non sur une base continue.

3.4. Les LBO présentent une forte sensibilité aux chocs sectoriels ou macro-économiques

Le portefeuille d'exposition au risque LBO est par nature plus sensible aux variations du cycle économique.

Les financements de *LBO* sont, par nature, plus sensibles aux variations adverses de l'environnement macro-économique que le reste des opérations de crédit, en raison :

- de l'utilisation de niveaux de levier plus élevés, qui accentuent la probabilité de défaillance des emprunteurs, ainsi que le risque de perte associé à ces opérations ;
- de la fragilité comparativement plus élevée des cibles : les groupes sous *LBO* supportent des leviers d'endettement élevés, avec des fonds propres qui peuvent être faibles. Leurs bilans peuvent par ailleurs recéler peu d'actifs tangibles (*hard collateral*). Dans le cas où plusieurs *LBO* se succèdent sur une même cible (*LBO* secondaires, tertiaires, etc.), les prêteurs encourent le risque de financer essentiellement des écarts d'acquisition ;
- de 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 le nantissement des actions des filiales opérationnelles. Or, la valeur de celles-ci est étroitement corrélée à la situation financière de la cible ;
- de l'absence de recours contre les actionnaires de la société *holding* : en cas de difficultés, les établissements de crédit ne peuvent légalement pas se retourner contre les *sponsors*, dont l'engagement contractuel se limite à leur investissement initial dans l'opération ;
- de 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. Une illustration de cette sensibilité importante est l'apparition d'un risque de refinancement et d'un risque sur la valeur de l'actif de la cible à l'échéance des prêts remboursables *in fine*. Le niveau de risque est d'autant plus important que les structures actuelles de financement privilégient un amortissement faible, voire *in fine*, l'encours résiduel de dette bancaire pouvant être significatif à l'échéance.

3.5. Le niveau de liquidité du marché des LBO reste dépendant de facteurs externes dont la pérennité ne peut être garantie

L'implication des banques sur le marché LBO dépend de manière directe de l'appétence des investisseurs institutionnels qui leur rachètent ce type de dette, ainsi que du bon fonctionnement des marchés de transfert de risque de crédit. Un dysfonctionnement majeur sur certains de ces marchés, encore non testés en temps de crise, ou une réévaluation significative de « l'appétit » pour le risque des investisseurs institutionnels pourraient donc être de nature à remettre en cause le développement, pour l'instant rapide, de cette ligne d'activité et les revenus qui y sont liés.

Le dynamisme du marché 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 derniers mois en Europe. Le succès de ces grandes opérations, dont la valorisation est délicate, dépend donc de plus en plus du maintien de conditions de refinancement favorables.

L'existence d'un marché secondaire dynamique pour la dette LBO, sur lequel les banques peuvent céder la dette encore détenue, par exemple à des fonds de CLO (*collateralised loans obligations*), a pris une importance significative pour la gestion des risques. Cependant, la liquidité de ce marché pourrait se tendre notamment en période de *stress*.

Son existence rend par ailleurs problématique l'identification du porteur final du risque de crédit LBO, après sa syndication par les banques. Les banques ne constituent pas une source d'information efficace sur ce point, puisqu'elles ne suivent pas l'évolution des risques une fois ceux-ci sortis de leurs bilans.

3.6. L'attitude des nouveaux acteurs sur le marché des LBO en cas de difficultés des sociétés cibles représente une source de risque supplémentaire

Les investisseurs institutionnels (véhicules de titrisation, *hedge funds*, fonds de fonds, organismes de retraite et fonds de pension), qui détenaient 20 % du marché de la dette LBO il y a cinq ans, en détiennent aujourd'hui plus de 50 %. Certains observateurs estiment que cette part pourrait atteindre plus de 65 % à un horizon de quelques années, si les conditions actuelles de marché et de faible aversion au risque se maintenaient.

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 (*collateralised loans obligations*) 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

La demande des investisseurs institutionnels ainsi que le niveau de liquidité actuel du marché secondaire de la dette LBO ne peuvent être considérés comme des facteurs pérennes.

L'incertitude liée au comportement des nouveaux acteurs non bancaires en cas de défaillance d'une entreprise sous LBO représente une autre source de risque.

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, favorise la hausse des effets de leviers et accroît 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. Les pertes en cas de défaut pourraient alors augmenter.

4. Il est donc impératif de conserver des critères stricts en matière d'octroi de financement et de gestion du risque

Il est impératif de veiller à un bon recensement de l'ensemble des risques pris au titre de l'activité LBO au sein de chaque groupe...

Les contrôles sur place réalisés par le Secrétariat général de la Commission bancaire ont mis en exergue la nécessité pour les établissements d'exercer un suivi centralisé efficace au niveau consolidé des engagements et des risques pris par les différentes lignes de métiers et entités impliquées dans les activités de *LBO*. Cette centralisation des informations doit permettre non seulement un *reporting* régulier et exhaustif, mais également un renforcement de l'analyse des risques et son homogénéisation.

La poursuite de l'amélioration de la gestion du risque *LBO* est donc cruciale. Elle doit intervenir en amont du processus de sélection des dossiers, par un renforcement des critères de sélection des demandes de concours, et en aval. Il est essentiel en effet que les banques disposent de procédures de suivi du risque de crédit *post closing* (après la conclusion de l'opération de *LBO*) reposant davantage sur une analyse interne permanente du risque, incluant des *stress tests*, que sur des informations d'origine externe, dont la pertinence, la régularité et la rigueur sont plus aléatoires.

4.1. La bonne gestion des risques exige un recensement exhaustif des expositions au niveau des groupes bancaires ainsi que le respect des procédures de « due diligence »

La décision de financer des opérations de *LBO* doit reposer, d'une part, sur une analyse détaillée du secteur dans lequel la société cible évolue et de sa robustesse financière et, d'autre part, faire l'objet d'un suivi par des procédures d'analyse et de mesure des risques bien définies et sécurisées.

- Les décisions d'octroi des crédits doivent s'appuyer sur des analyses comparatives des risques fondées sur l'expérience de l'établissement de crédit au niveau de transactions similaires, ou sur des rapports d'experts, ainsi que sur les notations internes que les banques octroient à chaque dossier.

- Les banques réalisent des analyses approfondies pour l’octroi de crédit dans le cadre de *LBO*. Toutefois, lorsqu’elles se positionnent en tant que participants, l’analyse est conduite sur la base des éléments communiqués par les arrangeurs dans les mémorandums de syndication.
- La plupart des banques allouent une enveloppe globale de risque au métier *LBO* sur une base annuelle, ce qui nécessite un recensement exhaustif des expositions *LBO*. Les établissements apparaissent donc dans l’ensemble très attentifs au montant de la part finale de crédit qu’ils conservent, mais il n’existe pas toujours de limite de crédit spécifique *LBO*, par transaction.

... et d’assurer le respect strict des procédures de « due diligence ».

4.2. Les procédures et méthodes de gestion des risques doivent être renforcées à mesure que les opérations deviennent plus complexes ou plus agressives

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, spécifiquement en période de forte hausse du marché afin de respecter les exigences de Bâle II. Il importe que les banques ne se placent pas dans une situation de dépendance excessive vis-à-vis de sources extérieures pour le recueil et l’analyse d’informations servant de base à la gestion des risques. Ceci est particulièrement important pour le pilotage des risques *post closing* (courant sur toute la durée de vie de l’opération de *LBO*) et le suivi des opérations les plus sensibles.

L’accroissement du niveau de risque doit se traduire par une meilleure prise en compte des opérations sensibles...

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 ou encore l’existence d’écarts négatifs récurrents entre les prévisions des *business plans* et les réalisations. L’introduction d’un plus grand nombre d’indicateurs avancés de dégradation du risque est particulièrement importante en phase de haut de cycle et doit permettre une meilleure réactivité dans le contrôle de la qualité des portefeuilles de *LBO*.

De même, la systématisation des mesures de risques sous conditions de *stress* constitue un passage obligé pour les établissements, principalement sur deux plans :

- l’utilisation de *stress scenarios* dans les dossiers d’octroi de prêts doit renforcer l’évaluation du risque sur chaque cas étudié, en particulier sur sa sensibilité aux évolutions de taux d’intérêt. Dès lors que sont mises en place des opérations de *LBO*, où le rapport entre le service de la dette et le niveau du *cash flow* disponible devient de plus en plus élevé, une forte tension sur les taux d’intérêt serait de nature à placer en défaut un certain nombre d’emprunteurs, d’autant qu’il peut exister des décalages entre la mise en place des crédits et leur couverture effective ;
- le recours à des *stress-tests* dans une logique de gestion de portefeuille des encours de crédit existants doit également prendre une place centrale en

matière de suivi des risques de crédit présents en part finale dans les bilans bancaires.

Le renforcement de pratiques de *stress testing* robustes afin d'encadrer et d'enrichir les critères d'analyse et de sélection des dossiers individuels dans les comités décisionnels internes aux banques est d'autant plus nécessaire que le marché des *LBO* atteint vraisemblablement un haut de cycle. En effet, si les spécialistes des risques individuels rendent un jugement sur la qualité des concours et que les experts en charge de la syndication se prononcent sur la capacité du marché à absorber une opération à un moment donné, les résultats des *stress tests* donnent une vision plus prospective de la qualité du *LBO* considéré sur la totalité de sa durée de vie, en fonction d'hypothèses diverses de dégradation du cycle économique.

... et une systématisation de la pratique des stress tests, afin de considérer la qualité de chaque transaction *LBO* sur l'ensemble de sa durée de vie.

Il est également recommandé aux établissements 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* doivent en effet fournir des informations objectives, constituant des « éléments déclenchants » pour la constitution de provisions en regard des principes édictés par la norme IAS 39, dans le cas où un processus de hausse des taux provoquerait une dégradation sensible de la situation financière des emprunteurs, en raison de besoins de refinancement consécutifs à une recapitalisation.

La solidité des structures de financement reposant essentiellement sur la capacité bénéficiaire de la cible projetée sur la durée de vie des crédits, il importe que les simulations d'hypothèses adverses pour tester leur robustesse se fondent sur plusieurs scénarios, comportant des niveaux de *stress* croissants courant sur toute la maturité des crédits accordés, y compris la période d'*underwriting*.

Enfin, quel que soit l'établissement considéré, il est clair que 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.

4.3. Le caractère strict de sélection des nouveaux crédits ne doit pas faire l'objet de compromis, quelles que soient les pressions concurrentielles

Au-delà de la gestion des expositions en portefeuille, il s'avère donc également nécessaire de limiter les mécanismes incitatifs à la prise de risque excessive. Concrètement, il s'agit de veiller à ce que les objectifs commerciaux fixés de manière interne pour la ligne de métier *LBO* soient réalistes et ne poussent pas à une participation excessive aux opérations les plus agressives, avec une sous-estimation des risques.

L'existence d'une compétition intense entre banques françaises et européennes rend parfois cet objectif difficile à atteindre. Il est donc d'autant plus important que les procédures de *due diligence* et les analyses d'octroi de crédit soient renforcées et appliquées de manière stricte.

CONCLUSION

De manière générale, les expositions des grandes banques françaises sur les risques générés par leur activité sur le marché des *LBO* restent pour l'instant globalement maîtrisées.

Par ailleurs, le recours croissant aux techniques de transfert de risque de crédit à d'autres contreparties, combiné à l'encadrement réglementaire de l'activité bancaire au niveau européen (exigences en capital, risque de concentration et grands risques), ont jusqu'à présent contribué à limiter le niveau de risque, malgré une activité *LBO* en forte expansion. La situation des banques françaises est en ce sens assez similaire à celle de leurs principales homologues européennes. Sans que les encours résiduels portés dans les bilans bancaires soient négligeables, les établissements de crédit de l'UE, dans la lignée des grandes banques américaines, centrent au maximum leur effort sur le développement d'une activité de production et de syndication plutôt que sur une activité de portage.

Cependant, le contexte actuel milite en faveur d'un contrôle encore plus resserré de la qualité des engagements et du renforcement de l'analyse des portefeuilles. Au-delà du diagnostic sur le degré d'exposition du système bancaire français, l'interaction croissante entre sources de risque sur le marché des *LBO* doit en effet être soulignée.

Si l'implication des grands établissements de crédit sur ce marché par rapport à leur surface financière et à leur capacité à absorber les chocs externes (telle que mesurée par leurs fonds propres) peut être relativisée, la dépendance de la qualité des opérations de *LBO* vis-à-vis du maintien de conditions de refinancement favorables, en particulier pour les plus récentes, constitue à l'évidence un facteur de vulnérabilité.

La difficulté de valorisation de certaines opérations, le recours à des structures de dette majoritairement *in fine* (reportant à la date de fin de l'opération la charge de remboursement pour les entreprises) et l'acceptation de critères de *covenants* de moins en moins stricts (« *covenants lite* ») rendent, en contrepartie, nécessaire la mise en œuvre au sein des banques de dispositifs de contrôle renforcés. En particulier :

- la prise en compte par les établissements de la montée du risque de refinancement est essentielle : l'amortissement désormais très majoritairement *in fine* de la dette des opérations les plus importantes, avec une diminution de plus en plus significative de la tranche A, s'il répond à une demande des investisseurs, contribue de manière directe à renforcer la sensibilité des *LBO* aux mouvements de remontée des taux ;
- la problématique de la couverture de la dette émise pour une opération par la valeur de la cible doit rester un critère essentiel dans la décision d'octroi de financement.

Le recours croissant aux techniques de transfert du risque de crédit ne permet pas d'isoler le système bancaire français des conséquences directes ou indirectes d'un retournement toujours possible du marché...

... d'autant plus que de nouvelles formes de risques de second ordre apparaissent, moins aisément quantifiables.

S'ajoute l'apparition de risques de second ordre, pour certains malaisés à quantifier, mais qui doivent être pris en compte de manière impérative par les acteurs bancaires :

- l'augmentation de la complexité des transactions, la généralisation de structures faiblement amortissables et l'assouplissement des *covenants* justifient qu'une attention particulière soit portée à la maîtrise des risques juridiques associés. Le recours à des montages impliquant un grand nombre d'entités rend de fait plus incertaine la vérification des droits respectifs et du rang des différentes classes de créanciers,
- la progression du recours au transfert de risque de crédit ainsi que l'utilisation de dérivés de crédit afin de couvrir les expositions *LBO* encore présentes dans les bilans bancaires en part finale provoquent une hausse du risque de contrepartie assumé par la banque au titre des transactions effectuées avec de multiples acteurs souvent non bancaires et parfois non régulés,
- enfin, les banques encourent sur chaque transaction un risque de réputation, leur responsabilité dans le montage des opérations pouvant éventuellement être mise en cause en cas de défaut de la cible.