L'analyse la plus fréquente de la crise consiste à cantonner les problèmes de la finance au seul domaine des subprimes. La thèse que sous-tend cette conjecture est que, après le sauvetage de ce secteur, après avoir emprisonné quelques lampistes et édicté deux ou trois règles sur les hypothèques, on est reparti pour un tour. Hélas, ce ne sera pas aussi simple que cela. Le prochain tsunami pourrait provenir des LBO, qui eux concernent directement l'industrie, donc la capacité à produire de la valeur ajoutée.

LBO, qu'est-ce que c'est ?

Un LBO (Leverage Buy Out) est un mécanisme consistant à monter une société holding qui va racheter les parts d'une société cible à l'aide d'un ensemble de prêts bancaire. Il y a plusieurs types de LBO, leurs mécanismes fondamentaux restant les mêmes.

Acheter une entreprise avec un LBO, c'est faire d'une pierre quatre coups :

-

pas cher : le prêt bancaire contracté pourra couvrir jusqu'à 90 % de la valeur d'achat de l'entreprise cible. Bref, vous prenez le contrôle d'une entreprise en mettant sur la table une somme ridicule ;

-

fiscalement intéressant : vous pouvez intégrer fiscalement votre holding. Ça veut dire que vous pouvez déduire de l'impôt sur les sociétés les intérêts de la dette d'acquisition. Tout l'intérêt de la holding étant d'être lourdement endetté, la réduction fiscale peut être très importante ;

-

contrôle facilité de la cible : il suffit de détenir 50 % de la holding qui elle-même détient 50 % de la société achetée pour y faire la loi. Ça divise par deux le prix de la prise de contrôle ;

-

same player shoot again : un LBO peut racheter un LBO, et ainsi de suite...

Le but recherché par l'investisseur :

Il est simple : revendre à 20 la participation qu'on a acheté deux ans avant à 10. Dans un marché haussier, les perspectives de rentabilité des LBO sont sans aucune commune mesure avec la rentabilité misérable du capitalisme productif. Le propos du LBO n'est rien d'autre qu'un outil de spéculation très rentable et à court terme.

Conséquence pour l'entreprise :

La société cible doit rembourser l'emprunt contracté par la holding qui en a pris le contrôle. Il s'agit en fait de plusieurs emprunts (dette senior, dette junior, prêt relais), chacun avec ses propres risques. Le remboursement de ces emprunts se fait typiquement par le dépeçage en interne de l'entreprise : dividendes record, pillage de la caisse, du stock, restructurations, délocalisations, cession d'actif, plan d'économies en interne...

Ou est le problème ?

Un prêt accordé à une entreprise pour son développement sera consacré à la production de valeur ajoutée, alors que celui accordé au titre de LBO ne sera consacré qu'à la rémunération du capital. Pour simplifier, les prêts LBO ne produisent que de la rente financière, et aucune valeur ajoutée. Dans le cadre d'une économie réelle, on comprendra de suite que ce type de prêt est organiquement risqué. En fait, plusieurs formes de prêts sont associés aux LBO, avec des priorités. Le remboursement de la dette mezzanine est par exemple subordonné au remboursement de la dette senior, donc avec un risque encore accru. Les banques se sont empressées de titriser ces prêts (les transformer en obligations) afin de cacher les risques et de les mettre sur le marché boursier, selon exactement le même mécanisme que les subprimes. La situation est encore pire avec les LBO de LBO. Après un premier LBO, l'entreprise cible n'est en général plus qu'une coquille vide, incapable de rembourser une nouvelle série de prêts qui vont à nouveau alourdir sa dette.

Et la crise dans tout ça ?

Les LBO existent depuis les années 1980, mais, depuis 2004, leur croissance est quasi exponentielle. Contrairement aux subprimes qui n'ont été pratiqués qu'aux Etats-Unis et dans un nombre limité de pays, les LBO sont présents partout. On estime à 140 milliards d'€ (dont 26 en France) le montant en prêts LBO accordés par les banques pour la seule année 2007. Leur progression en Europe y a été aussi forte qu'aux Etats-Unis. Le temps que les entreprises sous LBO multiples ne puissent plus faire face à leurs obligations financières, et nous assisterons à l'éclatement d'une belle bulle industrielle, qui n'épargnera pas cette fois les banques européennes.

Avec une extension probable de la crise financière aux LBO, il deviendra évident que le c'est le système en entier (et son absence de règle) qui est défaillant.

Le navire n'a pas fini de secouer !

A lire sur agoravox