

## **Dettes LBO : l'heure des comptes**

Atalian, Netceed, Colisée... Les récents deals lender-led témoignent de la pression des leviers exercés sur les opérations de LBO depuis la remontée des taux dans un contexte transactionnel plus prudent. Les exits prenant plus de temps, les emprunteurs anticipent, refinancent et parfois négocient.

Par **Anne-Gabrielle Mangeret**

Publié le 11 juin 2026 14:20, mis à jour le 11 juin 2026 16:45 | 2096 mots



Les opérations réalisées avant la remontée des taux de 2022 arrivent à maturité. Aujourd'hui un certain nombre de facteurs crée des difficultés plus importantes sur ces montages. La hausse du coût de la dette a amené des niveaux de dette plus difficiles à supporter pour ces sociétés qui font face aux soubresauts de l'économie, du Covid aux conflits géopolitique en passant par l'inflation. Alors qu'[Atalian](#) s'apprête à [passer totalement sous le contrôle de ses créanciers](#), quelques mois après le distributeur spécialisé dans les infrastructures de télécommunication [Netceed](#), détenu par [Cinven](#) depuis plus de trois ans, et l'opérateur privé de maisons de retraite [Colisée](#), participation d'[EQT](#), les récents *lender-led* (cf. infographie en bas de l'article) remettent sur le devant de la scène la tension des montages de dette LBO noués entre 2020 et 2022 alors que les cycles de détention s'allongent du fait de [la difficulté des exits](#). « Un processus de cession aboutit toujours plus facilement lorsque la dette a été restructurée au préalable. Mais l'offre d'un candidat à l'acquisition peut aussi dicter les paramètres de la restructuration. Et s'il n'y a pas de contrepartie à l'achat, la restructuration est inévitable », avise [Nicolas Partouche](#), avocat associé chez [Sekri Valentin Zerrouk](#).

## Un mur de la dette inévitable



Nicolas Partouche, Sekri Valentin Zerrouk

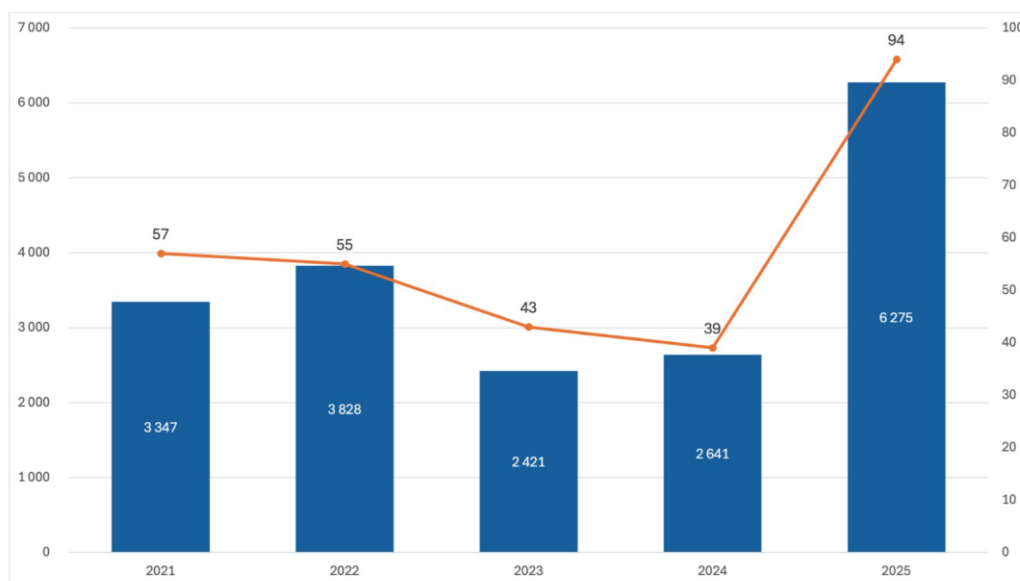
Les LBO menés sur des sociétés ayant de fortes contraintes de génération de *cash flows* sont d'autant plus affectés par l'augmentation des taux d'intérêt. Cela est notamment le cas pour les entreprises industrielles, dont les capex et le BFR limitent la conversion d'Ebitda en *cash*. La structure de financement joue également un rôle déterminant. D'une part, la plupart des banques françaises mettent en place des dettes avec des tranches amortissables assez élevées, impliquant une certaine capacité de la société à générer du *cash*. D'autre part, la dette privée *in fine* offre une plus grande flexibilité dans la gestion des flux de trésorerie, malgré des taux d'intérêt plus élevés, supérieurs à Euribor + 4 %. « Le mur de la dette est inévitable dans certains secteurs », avance [Benoît Pétin](#), responsable des activités *debt advisory* de [Clearwater](#). « Il sera toujours possible de refinancer la dette qui arrive à échéance, mais comme il y a davantage de financements en dette privée, à remboursement *in fine* sans amortissement contractuel pendant les premières années, il faudra être attentif aux maturités et anticiper pour gérer au mieux ces situations », prévient le banquier. Si le cycle de rotation d'actifs des sponsors financiers, de 3 à 5 ans historiquement, s'allonge parfois, les financements sur 7 ans laissent le temps d'anticiper.

## Refinancer ou restructurer : le poids du levier

À titre d'exemple, le rapport de [France Invest](#) sur les [activités des fonds de dette privée en France en 2025](#) recense une hausse de 141 % du nombre d'opérations de refinancement et de 138 % des montants. Une augmentation provoquée par le ralentissement de l'activité M&A en 2024 et 2025, conjugué aux *current tradings* abîmés des sociétés. « Cette tendance se poursuit en 2026. Le marché du M&A en France montre des signes de reprise, mais n'a pas encore retrouvé son dynamisme contrairement à d'autres marchés à l'étranger, où il y a beaucoup plus de *deals* », note [Annie-Laure Servel](#), directrice générale chez [Artemid](#), filiale spécialiste de la dette senior de [Capza](#). La dissolution de l'Assemblée Nationale à l'été 2024, puis les budgets qui n'ont pas été votés ont instauré une instabilité fiscale et les potentiels cédants préfèrent refinancer en attendant une fenêtre plus opportune. « Les sociétés qui ont connu des restructurations affichaient généralement des leviers d'endettement très élevés, indique l'investisseuse. Si le multiple de départ passe de 3 fois à 6 fois l'Ebitda, alors les investisseurs sont prêts à engager la discussion. En revanche, lorsque les leviers sont trop élevés, le sponsor hésite à réinvestir. Aujourd'hui les leviers ont légèrement baissé et nous commençons à voir des dossiers historiquement au-dessus de 4x revenir à des niveaux plus modérés. » Les opérations LBO auraient perdu en moyenne 1 tour d'Ebitda depuis 2021.

## LES REFINANCEMENTS EN DETTE PRIVÉE

En montant (M€) et nombre d'opérations entre 2021 et 2025



CFNEWS  
DATA  
Source: © CFNEWS.NET - 2026

Source : France Invest / Deloitte / FundRock

LES REFINANCEMENTS EN DETTE PRIVÉE ©CFNEWS.net - 2026

## Instabilité politique et financements publics

Certains secteurs – comme l’aéronautique – reprennent des couleurs après les années sombres du Covid, quand d’autres semblent plus fragiles. La consommation en berne continue d’affecter le *retail* et les services à la personne ont subi les contraintes des pouvoirs publics. « Les modifications législatives de tarification, ou absence de revalorisations, par exemple dans le médical, la petite enfance ou les maisons de retraite, sont venues déstabiliser des modèles économiques. Et le peu de prévisibilité de l’évolution des tarifs publics complique l’élaboration de plans de retournement », avance Nicolas Partouche. [Cerba Healthcare](#) en a fait l’expérience. Le groupe de biologie médicale, qui a signé [son sixième LBO avec EQT en 2021](#), a entamé les discussions amiables en avril dernier pour restructurer sa dette. « L’instabilité politique, avec l’absence de majorité, empêche de mener des réformes structurelles, donc il faut être très précautionneux dans les business plans et chercher à restaurer la marge par d’autres sources qu’anticiper une revalorisation des tarifications des actes. Et si on sort des performances opérationnelles, les renégociations sont plus fortes au niveau de la dette », prévient l’avocat.

## Les différents rôles des prêteurs



Annie-Laure Servel, Artemid

Les sujets se traitent généralement en amont et de manière confidentielle sur les LBO, sauf dans le cas de procédure publique. « Les parties prenantes veulent trouver un équilibre, sur la base d'un diagnostic commun, constate Benoît Pétin. Ce n'est pas toujours simple car les intérêts des uns ne sont pas forcément ceux des autres. L'effort demandé aux créanciers sert avant tout la pérennité de la société, et il est rare qu'ils refusent d'y prendre part quand c'est nécessaire. Et parfois on est obligé de restructurer des dettes, y compris des PGE qui sont garantis par l'Etat à 90 %, avec des abandons de créances et une clause de retour à meilleure fortune. » Un *amend & extend* peut suffire pour une solution passagère, avec une flexibilité de la part des créanciers en réduisant les amortissements de la dette sur une période donnée. « En tant que prêteur, nous pouvons systématiquement réinjecter des capitaux si une société traverse une crise exogène. Nous conservons toujours une réserve, d'au moins 5 % de nos fonds pour apporter du *new money* si nécessaire », témoigne Annie-Laure Servel. Mais la conversion en capital est parfois inéluctable. « Le recours au *debt to equity swap* intervient lorsque la structure bilantielle de l'emprunteur est trop endettée et que l'on essaie d'abaisser le montant de la dette, en lien avec le nouveau plan d'affaires, pour un retour à meilleure fortune », poursuit le banquier. Si le rôle d'un prêteur n'est pas d'assumer la responsabilité d'actionnaire, les acteurs anglo-saxons ont davantage la capacité de l'être. Les prêteurs privés présentent, par ailleurs, moins de contraintes à le devenir que les banques.

## De l'intérêt de l'homogénéité

« Lorsque le service de la dette est supérieur à la capacité de remboursement de la société, la solution qui s'impose alors est la conversion en capital et l'abandon au moins partiel en fonction des montants, des garanties associées et de qui est ou non dans la monnaie », explique Nicolas Partouche. Le régulateur a apporté une modification avec la création des "classes de parties affectées" en 2021. Dans le cadre d'une procédure judiciaire, ce régime permet à un tribunal d'imposer une solution, même si tous les créanciers, regroupés en classes, n'ont pas tous voté pour. « Ce nouveau régime amène l'ensemble des financeurs à réfléchir à la façon dont il serait traité si les discussions amiables n'aboutissaient pas. Cela participe à déterminer la marge de négociation. D'autant plus que basculer en procédure judiciaire est susceptible de dégrader la situation de l'entreprise, mais il est surtout nécessaire de recapitaliser l'entreprise avec de l'argent frais », avance l'avocat. Les *pools* de créanciers distincts rendent toutefois les restructurations plus compliquées. « Idéalement, dans le cadre d'une nouvelle acquisition, la pratique voudrait que toutes les dettes soient refinancées concomitamment à une dette LBO avec des institutions financières qui partagent un risque de crédit *pari passu*, les mêmes sûretés, et pour éviter qu'elles soient subordonnées par rapport aux dettes opérationnelles de la cible. Une analyse détaillée de l'endettement de la cible est alors nécessaire pour optimiser la structure de financement et trouver le bon équilibre », observe Benoît Pétin.

## Un marché secondaire efficient



Benoît Pétin, Clearwater

Autre paramètre pesant dans les négociations : l'exposition des prêteurs. Un créancier qui a acheté le papier avec une décote peut réaliser une plus-value, même dans le cas d'une baisse de valeur du prêt ou d'un abandon partiel. « Quelques acteurs spécialisés et des grandes banques animent le marché secondaire en rachetant certaines créances à décote. Sur les *deals* de taille significative, supérieure à 200 M€, il existe un vrai marché secondaire efficient, qu'on ne voit pas beaucoup sur le *small*, indique Benoît Pétin. Et si la restructuration nécessite un effort important de la part des créanciers, ces nouveaux acteurs peuvent être plus proactifs dans l'élaboration d'une solution pérenne pour l'emprunteur par rapport aux précédents créanciers. » Ces acteurs, comme [Oaktree](#), [Ares](#) ou [Apollo](#), qui peuvent transformer une partie en *equity*, permettent d'apporter de la liquidité à une situation complexe. « La culture du rachat de dette d'entreprises en difficulté est beaucoup plus développée dans les pays anglo-saxons, où historiquement le système juridique était plus favorable aux créanciers que le système français. L'opérateur français a un lien fort avec le territoire, si son image venait à être dégradée s'il est considéré qu'il a eu une prise de position défavorable à une restructuration, cela peut avoir un impact sur son image et, commercialement, sur sa capacité à être prêteur sur d'autres dossiers », prévient Nicolas Partouche.

## Un risque crédit exacerbé

En France justement, le nombre de défaillances d'entreprises a franchi pour la première fois la barre des 70 000 en avril 2026, d'après les données de la [Banque de France](#), son plus haut niveau historique. La même institution évaluait à l'automne 2025 la supériorité de la probabilité de défaut des entreprises sous LBO de 44 % par rapport à celle de leurs pairs un an après l'opération. Tout en mettant en parallèle cette hausse de probabilité de défaut, marqueur d'une dégradation de leur santé financière, avec la hausse de la probabilité de faillite estimée à 18 %. Et appelait à la vigilance des prêteurs et des régulateurs dans le contexte actuel de taux d'intérêt plus élevés. « Un nouvel aléa, l'intelligence artificielle, vient bousculer de nombreux secteurs. Ce n'est pas une crise en soi, mais il vaut mieux aborder ce contexte avec un levier modéré », recommande Annie-Laure Servel, dont le portefeuille affiche un levier historique de 3x en moyenne. Au-delà de l'environnement géopolitique international qui crée des tensions indirectes fragilisant des modèles de sociétés, la révolution industrielle que représente l'intelligence artificielle s'accélère et astreint à s'adapter pour en bénéficier ou sinon être amenée à disparaître. Dans toute situation comme celle-là, des opportunités seront à saisir et des structurations financières à ajuster pour faire face à ces nouveaux défis.

#### LIRE AUSSI

- L'actionnariat d'Atalian balayé par un lender-led (01/06/2026)
- Netceed se distribue à ses créanciers (05/02/2026)
- Colisée bascule en lender-led (12/12/2025)
- Les montants déployés par les prêteurs explosent (31/03/2026)

