

Revue de Droit bancaire et financier n° 3, Mai 2008, dossier 18

Dossier - Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises

Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux « Mezzanine Providers » . - Une approche par la dynamique existant entre les parties impliquées

**Etude par Gilles PEIGNEY
associé - White & Case LLP**

**et Isabelle RENAUDIE
knowledge director - White & Case LLP**

Sommaire

1. - Pour reprendre la définition donnée par l'AFIC^{Note 1}, le **LBO** consiste en « l'achat d'une entreprise, financé partiellement par emprunts, dans le cadre d'un schéma juridiquement spécifique et fiscalement optimisé où les dirigeants sont associés en partenariat avec des investisseurs professionnels spécialisés ». Concrètement, dans le schéma le plus simple, des investisseurs - généralement des fonds de « *private equity* » - acquièrent une société cible via une société holding qui va financer cette acquisition par de l'endettement, le remboursement de la dette d'acquisition étant assuré par les « *cash-flow* » libres de la cible acquise au moyen de remontées de fonds, le plus souvent sous forme de distribution de dividendes.

2. - Le « *leverage* » d'une opération de **LBO** est fourni par le recours à l'endettement externe, le levier fiscal permettant de déduire du résultat avant impôt de la cible les charges financières provenant de la dette d'acquisition dès lors que les conditions du régime d'intégration sont satisfaites.

3. - Depuis le début des années 1980^{Note 2}, l'étendue et les modalités du recours à la dette dans les opérations de **LBO** ont considérablement évolué. Ce recours a évidemment suivi, et en fait rendu possible, l'évolution du marché du **LBO**. Après une croissance régulière jusqu'en 2000-2001, ce marché a connu après cette date une croissance exponentielle jusqu'au point d'inquiéter certains parlementaires^{Note 3}. En 2006, les opérations de **LBO** sur le territoire français ont représenté 22 milliards d'euros, soit 19 % du marché européen évalué à 116 milliards d'euros en termes de volume global des opérations conclues^{Note 4}. Cette évolution, tant en termes de montant que de complexité, voire d'excès, a connu son apogée mi-2007, juste avant que la crise financière ne limite brusquement, mais sans doute temporairement, tant l'étendue du marché du **LBO** que la sophistication des techniques utilisées par celui-ci.

4. - Car le marché du **LBO** est bien un marché. Il s'agit même d'un marché extrêmement dynamique, façonné par la rencontre de l'offre et de la demande des différents intervenants, vendeurs, acquéreurs ou prêteurs. C'est la force relative de chacune de ces catégories d'intervenants qui est à l'origine de l'ensemble de ses spécificités, tant en période favorable (quand l'offre de crédit excède la demande) qu'en période difficile (quand l'offre de crédit est insuffisante), comme c'est le cas actuellement.

5. - Dans ce contexte, il nous a semblé intéressant de tenter d'analyser les spécificités des financements d'acquisition en retenant une approche consistant à apprécier la façon dont se traduisent en pratique les différentes attentes et offres de chacun des intervenants. C'est pourquoi, nous nous intéresserons successivement à l'offre et aux attentes des vendeurs avant d'aborder celles des acquéreurs pour finir par les demandes des prêteurs. Notre propos s'inscrit dans la période précédant la crise financière. Toutefois, dans la mesure où celle-ci a eu des conséquences claires sur ces différentes attentes, nous les décrirons au fur et à mesure.

1. L'offre et les attentes des vendeurs

6. - En principe, les vendeurs n'ont pas vocation naturelle à s'intéresser au financement de l'acquisition ou à l'influencer. En réalité, il en va tout autrement et les vendeurs ont un impact significatif sur celui-ci, tant directement qu'indirectement.

A. - Le caractère hétérogène des vendeurs et de leur offre

7. - Schématiquement, il est possible de distinguer trois grandes catégories de vendeurs : les personnes physiques, les sociétés cédant une activité ou une filiale, les fonds d'investissement (accompagnés des dirigeants de l'entreprise) cédant une société ayant déjà fait l'objet d'un **LBO**.

8. - Quelle que soit la catégorie à laquelle ils appartiennent, les vendeurs n'ont pas d'attentes significativement différentes. Ceci étant, en fonction de leur degré de sophistication, ils vont exprimer ces attentes avec plus ou moins de véhémence. Plus les vendeurs seront sophistiqués, plus leurs exigences seront fortes. Les actionnaires de sociétés sous **LBO** ont souvent une connaissance intime des mécanismes en cause et chercheront donc à s'assurer qu'aucune faille (dont ils connaissent la nature) n'existe dans le processus de vente.

9. - Mais au-delà de leur sophistication relative, les différentes catégories de vendeurs n'offrent pas la même chose sur le marché. Un **LBO** « primaire », c'est-à-dire portant sur une société, voire une activité jusque là partie d'une société (« *spin-off* »), comporte plus de risques et de difficultés qu'un **LBO** « secondaire », « tertiaire » ou « quaternaire » (comme on en a vu certains) c'est-à-dire, ayant déjà fait l'objet d'un, deux ou trois **LBO** successifs. En effet, les difficultés liées à l'extraction d'une activité d'un groupe (et le temps nécessaire pour le faire), de même que le manque de transparence des comptes de l'activité transférée, pour laquelle il n'y a souvent pas de comptes sociaux ou consolidés séparés, conjugués avec l'absence de *due diligence* exhaustive des sociétés vendues sont autant de facteurs de complexité supplémentaires qui vont fatalement avoir pour conséquence d'allonger le processus de vente.

10. - Rien de tel lorsqu'il s'agit de vendre une société déjà sous **LBO**, laquelle est souvent bien connue de la plupart des intervenants financiers qui, pour certains, ont financé le **LBO** actuel, voire le précédent. D'un autre côté, les sociétés n'ayant pas fait l'objet d'un précédent **LBO** offrent le plus souvent des perspectives de gains de productivité potentiels plus importants que des sociétés précédemment sous **LBO**.

11. - Chacun de ces éléments va avoir des conséquences sur les attentes des vendeurs, ce qui explique que leurs attentes en termes de prix, de délais ou de certitude de la réalisation de la cession vont varier d'une opération à l'autre.

B. - Les attentes des vendeurs

12. - Jusqu'à l'été 2007, le marché du **LBO** était un marché « vendeur ». Les fonds se pressaient pour acquérir un nombre limité de cibles potentielles de qualité et ne manquaient pas de ressources financières tant internes qu'externes pour y parvenir. Cette situation eut de nombreux effets sur les demandes des vendeurs. Ceux-ci se révélèrent toujours plus exigeants et ils obtenaient généralement satisfaction.

De ce point de vue, l'objectif principal, pour ne pas dire unique, des vendeurs est simple : vendre au meilleur prix et dans les meilleurs délais.

1° Un prix de vente plus élevé

13. - La recherche d'un prix de vente le plus élevé possible a un effet direct sur le montant du financement levé par les investisseurs dans le cadre du **LBO**. Pour autant que le coût de la dette soit inférieur à celui des capitaux propres, toute hausse de la dette par rapport aux capitaux propres va en effet permettre d'accroître mécaniquement le ROE (« *Return on Equity* ») des investisseurs, qui ont dès lors tout intérêt à limiter le plus possible leur apport en fonds propres^{Note 5} et à recourir à l'endettement externe.

2° Une réalisation de la vente le plus rapidement possible

14. - Les vendeurs cherchent également à réaliser la cession le plus rapidement possible, et cela, pour deux raisons : le prix de cession étant généralement défini à partir des résultats de la cible tels qu'ils résultent d'un arrêté comptable à une date donnée, l'objectif est de recevoir le prix de cession aussi vite que possible après la publication des comptes de référence. Par ailleurs, les vendeurs connaissent les circonstances du marché du **LBO** prévalant au moment de la mise en vente de la cible. En revanche, ils ignorent celles qui prévaudront quelques mois plus tard. D'où le désir de procéder aussi vite que possible. Pour s'assurer de cette rapidité, les vendeurs disposent essentiellement des moyens suivants :

- * Choisir l'acquéreur en fonction de sa capacité supposée à réaliser rapidement l'opération. Cet élément allant au-delà du financement, nous ne le développerons pas.
- * S'assurer que les acquéreurs trouveront vite un financement optimisé, tant en

termes de montant que de conditions, leur permettant de s'engager sans condition de mise à disposition du financement. À ce titre, les vendeurs ont eu recours à la technique dite du « *staple financing* » (financement agrafé). Par cette technique, le vendeur permet à une ou plusieurs banques d'accéder, avant le lancement du processus de vente, à toutes les informations nécessaires pour que cette ou ces dernières puissent articuler une offre de financement aussi ferme que possible, et ce, pour un acquéreur/emprunteur encore inconnu. Certes, la banque se réserve le droit d'accepter ou de refuser un acquéreur potentiel mais, toutes choses étant égales par ailleurs, s'engage à financer tout acquéreur acceptable qui serait retenu par le vendeur. Le « *staple financing* » peut prendre la forme d'une documentation d'engagement classique (lettre d'engagement à laquelle est attaché un « *term sheet* » (le résumé des dispositions essentielles du financement)^{Note 6} et une lettre de commissions), accompagnée ou non (mais très souvent) de certains documents relatifs à la certitude des fonds. Dans les faits, le vendeur s'assurera toujours que la documentation le satisfait de ce point de vue. Le « *staple financing* » peut également aller plus loin et prendre la forme d'une documentation de crédit déjà rédigée (convention de crédit, convention entre créanciers, etc.).

L'objectif d'une telle approche n'est pas d'imposer aux acquéreurs d'utiliser le « *staple financing* », puisque ces derniers peuvent toujours le refuser, mais plutôt de garantir qu'aucun délai nécessaire à la bonne information des banques pour l'élaboration de leurs offres ne viendra ralentir le processus de vente.

Dans la pratique, les « *staple financing* » ont finalement été relativement peu utilisés en ce sens que les acheteurs ont le plus souvent préféré faire appel à d'autres banques. En revanche, cette technique a eu une influence directe sur les délais et les niveaux de conditionnalité des offres financières dans la mesure où les autres banques ont été obligées de s'aligner sur ceux de la banque offrant le « *staple financing* ».

o S'assurer que l'acheteur s'engage envers le vendeur de la façon la plus rapide et la moins conditionnelle possible, c'est-à-dire, notamment, s'assurer que cet engagement n'est pas conditionné par la mise à disposition du financement. Le vendeur et l'acheteur/emprunteur veulent donc s'assurer que la mise à disposition des fonds ne sera pas affectée par des conditions préalables qui soient hors du contrôle du vendeur ou de l'acquéreur.

15. - Ce concept a été baptisé « *certainty of funds* » (certitude des fonds). Les conséquences de ce concept sur la façon dont les offres de financement des banques sont formulées sont importantes.

16. - En résumé, au stade initial d'un **LBO**, habituellement le vendeur ne donnera une exclusivité à un acheteur donné que si ce dernier lui remet une offre d'achat non-conditionnelle, sous réserve des autorisations administratives éventuellement nécessaires. Pour pouvoir se conformer à cette demande, l'acheteur attend des prêteurs des lettres d'engagement (accompagnées d'un « *term sheet* » et d'une lettre de commissions) qui ne contiennent elles-mêmes aucune condition préalable que l'acheteur/emprunteur ne puisse satisfaire. Bien évidemment, cette situation idéale est impossible à atteindre. Tout le débat, dans lequel le vendeur va être impliqué dans la mesure où il se fait communiquer les documents d'engagements des banques, est donc d'aboutir à une situation qui soit aussi proche que possible de la situation idéale.

17. - Tout commence par la négociation d'une lettre d'engagement que le vendeur souhaitera aussi contraignante et irrévocable que possible. Cette lettre est davantage un avant-contrat qu'un contrat

en bonne et due forme puisque la mise à disposition des fonds reste en tout état de cause subordonnée à la conclusion d'une documentation juridique définitive. Ceci étant, la banque qui refuserait de négocier loyalement la documentation juridique définitive et de la conclure s'exposerait au risque de voir sa responsabilité mise en jeu pour manquement à l'exigence de bonne foi requise par l'article 1134 alinéa 3 du Code civil.

18. - Pour limiter tout risque de désaccord entre l'acheteur/emprunteur et le prêteur qui serait de nature à empêcher la signature d'une documentation définitive et donc la mise à disposition des fonds, les conditions préalables à satisfaire sont réduites autant que faire se peut. Cela peut aller très loin. Par exemple, dans ce type de clause, il n'existe plus aucune condition liée à la société cible : celle-ci pourrait être en dépôt de bilan que cela ne pourrait pas être invoqué par le prêteur pour refuser de mettre les fonds à disposition. Certes, dès que les fonds auront été mis à disposition, certains événements non retenus comme conditions préalables constitueront immédiatement un cas de défaut permettant éventuellement de déclarer la déchéance du terme du crédit sans délai. **Pour pallier cet inconvénient, les conventions de crédit prévoient souvent que la survenance d'un cas de défaut relatif à la société cible (hors les plus graves) ne permettra de prononcer la déchéance du terme que si ce défaut subsiste à l'expiration d'une période donnée (« cure period ») d'une durée, par exemple, de 90 jours à compter de la date d'acquisition. Ce délai doit permettre à l'acheteur/emprunteur de remédier au cas de défaut concerné.**

19. - Reste enfin à résoudre la question du passage de la documentation d'engagement initiale à la documentation juridique définitive. Pour ce faire, plusieurs solutions ont été successivement envisagées. Tout d'abord, établir, dès le stade de l'engagement initial, l'ensemble de la documentation ou, au minimum, le contrat de crédit et le contrat de souscription des obligations mezzanine. Mais cette solution, coûteuse et consommatrice de temps, s'avère inadaptée dans un contexte d'accélération des procédures de vente. Aussi, a-t-elle été généralement abandonnée. Quelques rares opérations ont eu recours au « *term sheet* » finançable. En d'autres termes, à défaut pour les parties de convenir en temps utile d'une documentation juridique définitive, les prêteurs s'engagent à mettre les fonds à la disposition de l'emprunteur sur la base des seuls documents d'engagement initiaux. Le « *term sheet* » n'étant pas à proprement parler un contrat de crédit dans la mesure où de nombreuses dispositions n'y sont pas reprises, cette solution est également hautement insatisfaisante. C'est la raison pour laquelle la pratique s'est pour l'essentiel arrêtée sur une autre solution qui consiste à conclure une « *interim facility letter* » (une lettre de financement intérimaire), simultanément à la signature de la documentation d'engagement initiale. Cette lettre met en place un « *bridge loan* » (prêt intérimaire), de courte durée (30 ou 60 jours quoique celle-ci ait eu tendance à s'allonger en 2007), qui peut être utilisé pour le financement de l'ensemble de l'opération dans le cas où la documentation juridique définitive ne pourrait être mise en place en temps utile. Du fait de sa courte durée, ce prêt comporte très peu de clauses sujettes à négociation. Pour l'essentiel, il est extrêmement restrictif pour l'emprunteur. Ce prêt intérimaire devant bien évidemment être refinancé par le ou les crédits définitifs, la question d'un accord sur les termes de ce ou ces derniers n'est que reportée. Mais, la situation au terme du prêt intérimaire sera bien différente. Les fonds ayant été mis à la disposition de l'emprunteur/acheteur, ce dernier peut espérer que le prêteur sera plus flexible. Surtout, l'acquisition aura alors eu lieu et le vendeur aura reçu le paiement du prix, ce qui est l'essentiel pour lui.

20. - Il n'est donc pas surprenant que les vendeurs, particulièrement lorsqu'il s'agit de fonds de « *private equity* », attachent une grande importance à la certitude des fonds mis à la disposition des acheteurs/emprunteurs et en fassent un des critères essentiels de leur appréciation de la qualité de l'offre d'un acheteur potentiel.

21. - Cela étant, il est intéressant de noter, qu'à notre connaissance, aucune opération significative en France n'a été financée par utilisation d'un prêt intérimaire. Il n'est pas impossible que l'existence même de ces prêts constitue un incitatif important pour que les parties conviennent en temps utile de la documentation juridique définitive.

3° Un recours ultime : le crédit vendeur

22. - Pour augmenter le prix de vente, le vendeur peut enfin avoir recours à un crédit vendeur accordé à l'acheteur si ce dernier n'est pas à même de trouver sur le marché des financements externes suffisants. Ce crédit vendeur sera généralement subordonné à la dette « *senior* » ainsi qu'à la dette financière subordonnée et son échéance sera postérieure à la date d'échéance de celle-ci. *De facto*, les prêteurs éventuels analysent alors ce crédit vendeur comme des quasi-fonds propres de l'emprunteur (au moins en ce qui les concerne). Depuis le début de la crise financière, au regard des besoins de fonds propres supplémentaires demandés par les prêteurs, le recours au crédit vendeur a connu une certaine recrudescence.

2. L'offre et les attentes des acheteurs/emprunteurs

23. - Ainsi que nous l'avons précédemment indiqué, le marché du **LBO** était, jusqu'à l'été 2007, un marché de vendeurs. Vis-à-vis de ces derniers, les acheteurs étaient donc paradoxalement plus dans une situation d'offre que de demande. Ils essayaient donc de satisfaire les différentes attentes des vendeurs que nous venons d'analyser. Nous ne reviendrons donc pas sur les attentes des acheteurs/emprunteurs qui ne sont que la retransmission au prêteur des attentes des vendeurs. Mais les acheteurs/emprunteurs ont également les attentes ci-après qui leur sont propres.

A. - Obtenir le plus de dette possible pour une mise en capital la plus réduite possible et ce à un coût minimal.

24. - Cette attente est au coeur de l'évolution des financements de **LBO** au cours des dernières années. Elle a fait évoluer le modèle même du **LBO** et a rendu nécessaire le recours à d'autres catégories de créanciers ainsi que la mise en place de véhicules d'intermédiation.

1° Une remise en cause du modèle « classique » du **LBO**

25. - Face à une augmentation sensible de la dette, à capacité de génération de « *cash-flow* » égale de la cible, le modèle « classique » du **LBO** a dû évoluer. A un modèle selon lequel, comme indiqué au début de cet article, le remboursement de la dette d'acquisition est assuré par les « *cash-flow* » libres de la cible, s'est peu à peu substitué un modèle selon lequel une partie seulement de la dette, au mieux, peut être remboursée par les « *cash-flow* ». Pour le reste, comme dans un financement immobilier où les loyers sont insuffisants pour rembourser la dette d'acquisition de l'immeuble, seule la revente de la cible ou le refinancement de l'endettement existant avant son échéance peut permettre d'assurer le remboursement de la dette.

26. - En termes pratiques, les dispositions des financements d'acquisition ont évolué pour permettre cet accroissement du montant relatif de la dette. C'est ainsi que l'on a pu constater une augmentation de la dette remboursable *in-fine* et la disparition progressive des tranches amortissables, celles-ci pouvant même disparaître complètement dans certains cas^{Note 7}. Cette tendance a également affecté les crédits « *revolving* » qui ont vu leurs conditions de tirage évoluer pour permettre des tirages « *roll-over* » (c'est-à-dire destinés à rembourser un tirage précédent venant à échéance) non-conditionnels (sauf faillite ou déclaration de la déchéance du terme), transformant ces crédits, par nature à court terme, en lignes de crédit à long terme non amortissables ! On a vu aussi l'apparition de tranches avec tout ou partie des intérêts capitalisés et payables *in fine*. Cette caractéristique, normalement limitée aux obligations mezzanine, a commencé à se généraliser à d'autres tranches.

27. - Inutile d'insister sur l'accroissement des risques liés à cette approche qui n'a pas échappé aux prêteurs « traditionnels » c'est-à-dire les banques, ce qui a nécessité d'avoir recours à d'autres catégories de créanciers, subordonnés aux banques.

2° Le recours nécessaire à de nouveaux financements et à de nouvelles catégories de créanciers

28. - D'autres catégories de prêteurs potentiels sont donc apparues, ces prêteurs acceptant de prendre plus de risques mais avec des demandes spécifiques, notamment en terme de rémunération. Sous l'effet de la multiplication des instruments de financement, chacun avec un niveau de subordination différent, les conventions de crédit ainsi que les conventions entre créanciers se sont sensiblement compliquées.

29. - À côté des dettes « *senior* » amortissables, généralement souscrites par les banques, et des obligations « mezzanine », avec ou sans bons de souscription d'actions et avec ou sans intérêts capitalisés, on a vu croître ou apparaître tout un ensemble d'autres produits de dette qui ont modifié la structuration des opérations et contribué à l'augmentation des leviers pratiqués dans les transactions^{Note 8}.

o Les tranches B et C (voire D) de la dette « *senior* » ont ainsi représenté une fraction de plus en plus importante de cette dette^{Note 9}. Chacune de ces tranches constitue une dette de premier rang avec les mêmes droits que la tranche A à laquelle elles ne sont pas subordonnées ; par contre elles sont toutes remboursables *in-fine* (en une ou deux échéances), la tranche B après remboursement complet de la tranche A, la tranche C après la tranche B, la tranche D après la tranche C, etc., la rémunération de chacune d'entre elles étant fonction de sa maturité. Plus risquées que les créances de la tranche A, les créances représentées par chacune de ces tranches ont généralement été cédées à des investisseurs non bancaires (tels que des fonds spécialisés, *hedge funds*, etc.) ayant des stratégies et des objectifs d'investissement et une appréciation du risque différents. Pour ce faire, les banques ont eu recours à des véhicules de titrisation « *CDOs* » (*Collateralized Debt Obligations*) ou « *CLOs* » (*Collateralized Loan Obligations*) qu'elles ont elles-mêmes créés. Ces véhicules acquièrent ces créances avec de nombreuses autres de même type de façon à diluer les risques attachés à une créance particulière et émettent différentes tranches de titres à séniorité différentes souscrits par des investisseurs qui supportent le risque de crédit. L'objet de cet article n'est pas d'analyser le processus de titrisation dans les opérations de **LBO**^{Note 10} mais il convient de relever que la capacité des véhicules de titrisation à lever des fonds importants, s'investissant par leur biais dans le marché du **LBO**, a eu une incidence primordiale sur la capacité des banques à offrir des financements toujours plus élevés. Le brusque arrêt de leur capacité à lever de nouveaux fonds a été à l'origine de la crise existant depuis l'été 2007, les banques, qui avaient pris ferme des montants de

dette importants avec l'idée de les céder à ces fonds, se retrouvant dans l'incapacité de le faire.

o Les tranches « *second lien* » sont apparues sur le marché français en 2004^{Note 11}. Il s'agit d'un type de dette qui de nouveau correspond à une demande de certains fonds spécialisés intéressés à la souscrire en raison de ses caractéristiques. Originellement conçue comme une dette « *senior* » non-amortissable avec une date d'échéance ultime postérieure à la tranche D de la dette « *senior* » mais antérieure à la mezzanine, la tranche « *second lien* » n'était subordonnée à la dette « *senior* » qu'en ce qui concerne le produit de réalisation des sûretés qu'elle partage avec la dette « *senior* ». Elle garde de ces origines le fait qu'elle est généralement traitée comme une tranche de la dette « *senior* » soumise exactement aux mêmes dispositions contractuelles dans le cadre de la même convention de crédit. Les majorités requises pour prendre certaines décisions se calculent en tenant compte à la fois des créanciers « *senior* » et des créanciers « *second lien* », sauf en ce qui concerne des décisions très particulières touchant aux droits des seuls créanciers « *second lien* ». Il faut bien voir toutefois que, dans la pratique française, le traitement des créanciers « *second lien* » dans les conventions entre créanciers est plus proche de celui des créanciers mezzanine les plus « *senior* » que de celui des créanciers « *senior* » les plus *junior*.

o Les émissions d'obligations mezzanine se sont sophistiquées avec parfois plusieurs niveaux de « séniorité » entre elles pour répondre à des attentes de catégories particulières de créanciers potentiels. Ces émissions d'obligations (une séparée pour chaque niveau de « séniorité ») sont quelquefois remplacées par des prêts, ce qui permet plus de souplesse mais soulève des difficultés au regard du monopole bancaire.

o Les émissions d'obligations « *high yield* » ont progressé. Nous n'aborderons pas en détail ce type de dette plus subordonnée dans la mesure où il s'agit d'un financement par appel aux marchés financiers. Tout au plus, faut-il noter qu'il s'agit ici encore de satisfaire les demandes spécifiques de certaines catégories de créanciers potentiels. Ces obligations représentent généralement une alternative à la dette mezzanine.

o Les obligations « *paid-in-kind* » ont de plus en plus concurrencé la dette mezzanine^{Note 12}. Ce type de dette, encore plus subordonnée, est généralement mis en place au niveau de la société détenant la société holding réalisant la reprise. Ces obligations ont pour caractéristique principale qu'elles n'imposent que très peu d'obligations (ratios financiers ou engagements) aux sociétés du groupe.

o D'une nature toute différente enfin, la titrisation des créances de la société cible et des sociétés opérationnelles de son groupe a été utilisée lorsque la structure de l'endettement et l'activité du groupe s'y prêtent. La technique du « *securitization buy out* » s'adressant à des opérations sur mesure d'envergure, peu d'opérations ont été réalisées en France^{Note 13}. Ce mode de financement n'est bien évidemment pas subordonné aux autres, mais tout au contraire se retrouve « *senior* » du fait de son positionnement dans les sociétés opérationnelles du groupe.

30. - Comme on peut le constater, les financements ont gagné en complexité au fur et à mesure que la tension sur les prix exigeait toujours plus de dette. Nous ne traiterons pas ici des diverses questions relatives au monopole bancaire qui ont été induites par cette floraison de nouveaux produits de dette ou de techniques impliquant des entités n'ayant pas le statut d'établissements de crédit, ces questions étant traitées dans un autre article à paraître dans le prochain numéro de cette revue.

B. - Éviter la dilution du capital

31. - Pour ce faire, les actionnaires de l'acheteur/vendeur essaient d'obtenir que la dette mezzanine ne soit pas assortie de bons de souscription d'actions. Il s'agit le plus souvent d'un arbitrage entre taux d'intérêt et bons. Dans les opérations importantes jusqu'en 2007, les bons de souscription d'actions avaient tendance à disparaître^{Note 14}. C'est moins le cas dans les opérations de « *mid-market* » (opérations de moyenne gamme en termes de taille).

C. - Avoir les moyens les plus développés/variés pour créer de la valeur pour les actionnaires

32. - Bien évidemment, l'objectif des actionnaires/emprunteurs est la création de valeur constatée par la revente de la cible, ou le plus souvent du véhicule d'acquisition, au meilleur prix dans les plus brefs délais. Traditionnellement, trois moyens permettent cette création de valeur : la revente à un multiple des « *cash-flow* » libres plus élevé que celui payé à l'achat, l'amélioration des « *cash-flow* » libres par l'optimisation de la gestion du groupe cible et par des acquisitions externes ultérieures d'entreprises, qui ne sont pas sous **LBO**, et souvent acquises à des multiples de « *cash-flow* » libres plus faibles.

1° La revente à un multiple de « *cash-flow* » libres plus élevé qu'à l'achat

33. - Ce moyen de valorisation est aléatoire au regard des multiples très élevés déjà pratiqués à l'achat. L'introduction en bourse de la société holding de reprise peut néanmoins permettre, dans certaines circonstances, de parvenir à ce résultat. C'est la raison pour laquelle de nombreuses conventions de crédit prévoient la possibilité de procéder à une introduction en bourse sans que les crédits aient nécessairement à être remboursés avec les produits de l'introduction si certains ratios de levier (dette/« *cash-flow* » libres) sont respectés avant et après l'opération. Dans ce cas, certaines conventions contiennent des avenants qui entrent en vigueur automatiquement à l'occasion d'une telle introduction en bourse donnant ainsi au groupe plus de liberté de gestion.

2° L'amélioration des « *cash-flow* » libres sans croissance externe

34. - Ce moyen de valorisation est bien évidemment plus difficile à réaliser lorsque, comme c'est souvent le cas aujourd'hui, la cible est déjà sous **LBO**. En effet, les efforts de rationalisation ont déjà été faits en grande partie et se retrouvent dans le prix d'achat. Pour parvenir à cet objectif, l'acheteur/emprunteur va chercher à obtenir le maximum de flexibilité dans sa gestion au quotidien du groupe cible. Pour leur part, les prêteurs vont chercher à encadrer cette liberté en imposant des engagements très spécifiques (autorisations à l'avance de faire ou engagement de faire ou de ne pas faire)^{Note 15}. Par ailleurs, les prêteurs vont chercher à s'assurer que l'amélioration de la gestion du groupe cible est en conformité avec les projections des budgets et « *business plans* » (les plans d'affaires) initiaux ; une batterie de tests sera mise en place sur la base de ratios financiers.

3° La croissance externe

35. - Il s'agit du moyen de valorisation privilégié de nos jours. Aussi, les acheteurs/emprunteurs veulent obtenir des banques « *senior* » une ligne de crédit spécialisée aussi élevée que possible dédiée aux acquisitions externes et aux investissements. Cette ligne peut atteindre des montants très importants. Les acheteurs/emprunteurs demandent que les conditions relatives aux cibles dont

l'acquisition peut être financée par ces lignes soient aussi souples que possible alors que les prêteurs, de leur côté, cherchent à s'assurer que de telles acquisitions ne dégradent ni le ratio de levier ni le profil de risque de l'entreprise.

36. - Lorsque les banques refusent d'accorder des lignes de crédit de ce type pour les montants demandés par les emprunteurs, ces derniers demandent parfois à ce que le financement « *senior* » s'accompagne d'une « *uncommitted line* » (une ligne de crédit non confirmée) pour un montant complémentaire. L'accord des banques prêtes à consentir les prêts correspondants sera nécessaire le moment venu et pourra être obtenu si la situation du groupe emprunteur s'améliore. L'intérêt de prévoir *ab initio* de telles lignes est surtout de ne pas avoir à rechercher ultérieurement l'accord des créanciers « *senior* » ou subordonnés qui n'y participeront pas.

37. - Antérieurement à la crise financière, un autre moyen de création de valeur pour les actionnaires a été utilisé de façon importante : le recours aux recapitalisations. Contrairement à leur nom, ces opérations s'analysaient plutôt en « décapitalisations ». Les conditions que les prêteurs étaient prêts à accepter étaient toujours plus agressives, particulièrement en termes de ratio dettes/fonds propres et de marge et les prêteurs disposés à accorder de nouveaux financements à ces conditions ne manquaient pas. On a vu ainsi de nombreuses opérations où, quelques mois après la mise en place d'un **LBO**, le financement correspondant était totalement refinancé à de meilleures conditions financières pour les emprunteurs mais surtout en acceptant de prêter plus pour permettre aux actionnaires d'investir moins dans l'entreprise, le plus souvent par réduction de leur prêt d'actionnaires. Par un effet mécanique, le ROE des investisseurs était amélioré. Depuis la crise financière, il est évident que ces opérations ont disparu.

D. - Maîtriser ses prêteurs

38. - La multiplicité des lignes de crédit différentes, chacune souscrite par une catégorie de créanciers différents, augmente le risque que certains créanciers agissent de façon non concertée avec les autres, souvent en fonction d'intérêts particuliers. Les acheteurs/emprunteurs souhaitent donc pouvoir contrôler la composition du pool de créanciers et la façon dont ceux-ci aboutissent à leurs conclusions.

En réponse à ce désir, trois types de clauses font plus particulièrement l'objet de l'attention des acheteurs/emprunteurs :

o Les clauses de cession de créances, les acheteurs/emprunteurs essayant d'obtenir un droit de veto sur les cessions ou, s'ils ne l'obtiennent pas, un droit de consultation préalable. Les prêteurs, particulièrement dans le contexte actuel, s'opposent à ces demandes pour assurer, autant que faire se peut, la liquidité de leurs investissements.

o Les clauses de majorité qualifiée. Sur ce point, les acheteurs/emprunteurs essaient d'obtenir que peu de décisions de chaque catégorie de créanciers aient à être prises à une majorité supérieure au 2/3 des créanciers. C'est ainsi, par exemple, qu'en ce qui concerne les décisions de mainlevée de sûretés, la règle de l'unanimité a été abandonnée au profit d'un accord de 85 % des créanciers.

o Les clauses permettant d'exclure les prêteurs récalcitrants des calculs de majorité. Ici, les curieux termes anglo-saxons utilisés peuvent cacher des réalités plus prosaïques.

39. - Ainsi, une clause de « *yank the bank* » prévoit, en substance, que si une banque s'oppose à une décision, par ailleurs acceptée par une majorité qualifiée des prêteurs, la participation de ladite banque peut faire l'objet soit d'un rachat par l'emprunteur (ce qui est rarement permis), soit d'une vente forcée au profit d'une autre institution financière choisie par l'emprunteur.

40. - De même, une clause de « *you snooze, you loose* » prévoit, en substance, que la participation de tout créancier qui ne se prononce ni pour ni contre une demande de l'emprunteur dans un délai donné, ne sera pas prise en compte pour le calcul des majorités requises. *De facto*, les règles de quorum applicables aux décisions d'obligataires mezzanine ont le même effet.

E. - Les attentes spécifiques aux acquisitions de sociétés cotées

41. - Nous ne développerons pas ici l'ensemble de ces attentes et demandes qui peuvent être très variées. Elles ont en substance pour objet de permettre aux actionnaires du véhicule de reprise, dans l'attente des résultats d'une OPA, de ne capitaliser ce véhicule qu'au niveau minimum, comme si aucun titre n'était apporté à l'OPA et ceci de façon à ne pas procéder à des appels de fonds (finalement peut-être inutilisés) auprès de leurs investisseurs. Des financements « *bridge* » sont alors proposés par les prêteurs qui sont ultimement refinancés par les crédits définitifs.

3. L'offre et les attentes des prêteurs

A. - Être retenu en tant que prêteur

42. - Comme pour les relations entre vendeur et acheteur/emprunteur, la relation entre acheteur/emprunteur et prêteur est normalement en faveur des premiers (du moins jusqu'à la crise financière). Il s'agit d'un marché d'emprunteurs. Pour un même type de dette, les prêteurs potentiels sont en concurrence entre eux. Les différents types de dettes offerts, et donc ceux qui les proposent, peuvent également être en concurrence.

43. - Ainsi, la dette « *second lien* » concurrence la dette mezzanine. Celle-ci est elle-même concurrencée par les « *high yield bonds* ». La titrisation peut également constituer une alternative crédible à la dette « *senior revolver* », etc. Selon la disponibilité de tel ou tel de ces produits qui dépend fortement de l'état des marchés propres à chacun d'entre eux, on verra donc des périodes où la plupart des opérations seront financées en faisant appel à de la dette mezzanine (comme aujourd'hui en l'absence de dette « *second lien* » ou « *high yield* » disponible) ou en faisant appel à de la dette « *second lien* » et/ou « *high yield* » comme avant la crise financière, ces produits de dette étant généralement moins coûteux pour l'emprunteur.

44. - Cette situation de concurrence, exacerbée avant l'été 2007, explique que les prêteurs ont eu tendance à accepter les demandes des acheteurs/emprunteurs, parfois jusqu'à l'outrance. Cette situation a changé significativement depuis plusieurs mois. Il n'y a toutefois aucune raison de penser qu'elle ne redeviendra pas la norme.

B. - Recevoir la meilleure rémunération possible

45. - Il s'agit là d'un objectif évident des prêteurs. En fonction du modèle retenu par les établissements de crédit^{Note 16}, différents aspects de cette rémunération seront privilégiés. Pour l'essentiel, cette rémunération prendra la forme de commissions et/ou d'intérêts.

1° Commissions - Nature et portée

46. - Un arrangeur, qui ne désire garder en part finale qu'un montant très faible, voire nul, d'engagement, essaiera d'obtenir des commissions élevées de montage, d'arrangement et de prise ferme qui sont des commissions payées initialement et non au cours du crédit.

47. - Ces commissions sont payées à l'arrangeur, libre à lui d'en reverser une partie aux prêteurs auprès desquels il va syndiquer le crédit.

48. - D'autres commissions, telles que les commissions d'agent du crédit ou d'agent des sûretés, correspondent à la rémunération d'un service spécifique. De nouveau, si l'arrangeur désire ce rôle, il essaiera d'en augmenter le montant qui n'est pas partagé avec les autres prêteurs. Une autre commission est le « *fronting fee* » payé à la ou aux banques procédant à l'émission des garanties ou lettres de crédit émises dans le cadre d'un financement « *revolver* ». Cette commission, qui correspond à la rémunération du service rendu mais aussi du risque pris par la banque émettrice en ce qui concerne le crédit des autres banques participant au crédit « *revolver* » et qui contre-garantissent dans ce cadre ces garanties et lettres de crédit, s'élève presque systématiquement à 0,125 % l'an (calculé généralement sur le montant des garanties émises moins la part correspondant à l'engagement propre de la banque émettrice).

49. - D'autres commissions par contre correspondent à un risque de crédit et doivent être partagées entre les prêteurs sur une base prorata en fonction de leur participation. Il s'agit bien évidemment des commissions d'engagement. En bonne logique financière, ces commissions devraient courir à compter du jour où le prêteur s'est engagé à prêter de façon ferme. Ces commissions devraient donc en principe courir dès la date de signature de la documentation d'engagement initiale si celle-ci contient des dispositions de fonds certains et ce, quelle que soit l'issue de cet engagement, que le crédit ait finalement été mis en place ou non. La réalité est bien différente. Dans la pratique, la négociation entre emprunteurs et prêteurs a mené à une situation où les prêteurs ont accepté de ne percevoir **aucune** commission (et pas seulement d'engagement) dans le cas où l'acquisition ne serait pas réalisée. Par ailleurs, ils ont également accepté que les commissions d'engagement ne courent pas à compter de la date de signature de la documentation d'engagement mais à compter d'une date postérieure (par exemple deux mois après), voire seulement à compter de la date de signature de la documentation juridique définitive. Dans ce dernier cas, autant dire qu'aucune commission d'engagement n'est perçue puisque, dans ce type d'opération, la signature de la documentation et la mise à disposition des fonds sont très souvent simultanées. Cet élément est révélateur du rapport de force existant entre les emprunteurs et les prêteurs. Ces derniers n'ont toutefois pas renoncé aux commissions de non-utilisation perçues dans le cadre des lignes de crédit qui sont utilisées au gré de l'emprunteur et au fur et à mesure de ses besoins (lignes revolver, de financement d'acquisition ou d'investissement).

50 - En tout état de cause, la capacité d'arbitrage des prêteurs entre les différentes commissions ou entre les commissions et les intérêts est nécessairement limitée par leur désir de syndiquer les financements consentis et donc d'offrir aux prêteurs, qui ne toucheraient pas certaines commissions,

une rémunération satisfaisante.

2° Intérêts, évolution des marges, clauses de « *ratchet* » et influence de Bâle II

50. - Les marges sont sensées notamment refléter le risque relatif au crédit financé. Elles sont aussi le reflet de la rareté du crédit et en conséquence du besoin d'offrir une meilleure rémunération pour parvenir à syndiquer le financement. Les marges pratiquées sur le marché du **LBO** ont évolué brutalement depuis juillet 2007. A titre indicatif, des marges (exprimées en pourcentage) couramment pratiquées sont indiquées ci-dessous :

	2007	2008
Tranche Senior A (amortissable 7 ans) et Tranche Revolver	1,75 / 2,00	2,25 / 2,625
Tranche Senior B « <i>bullet</i> » 8 ans	2,00 / 2,375	2,75 / 3,25
Tranche Senior C « <i>bullet</i> » 9 ans	2,375 / 2,875	3,00 / 4,00
Second Lien	3,50 / 5,50	non disponible
Mezzanine (sans warrant)	8,00	10,00

	2007	2008
High Yield	4,00 / 5,00	non disponible

51. - Ces évolutions sont essentiellement le fait de la situation du marché du crédit. Assez paradoxalement, il est frappant de remarquer qu'avant la crise financière, les marges pratiquées d'un financement **LBO** à l'autre ne variaient que peu, alors que chaque risque était différent^{Note 17}. On peut s'interroger sur le caractère « sain » d'une telle situation qui fait fi d'un élément essentiel.

52. - Par contre, et à l'instigation des emprunteurs, des clauses de « *ratchet* » se sont développées pour certaines tranches (généralement les plus « *senior* ») prévoyant une évolution de la marge en fonction du ratio de levier de l'emprunteur. Ces clauses jouent normalement dans les deux sens (à la hausse comme à la baisse) sachant que la marge initiale est toujours un plafond.

53. - Impératives depuis le 1er janvier 2008, les règles prudentielles de Bâle II devraient également avoir une influence sur le montant des marges. En effet, contrairement aux règles de Bale I, Bâle II conduit à l'application d'une pondération du risque de crédit différente en fonction de la notation de l'emprunteur. Bien que le nouveau régime prudentiel ait élargi le nombre de sûretés et d'instruments éligibles en tant que facteurs de réduction de risques, plus particulièrement pour les banques qui ont opté pour l'approche notations internes avancées, la consommation en fonds propres d'un financement consenti à un emprunteur dont la notation est inférieure à BB - devrait logiquement être plus importante sous Bale II que sous Bâle I. Cela étant, dans le contexte d'un marché concurrentiel et dans la mesure où l'on peut penser que les banques ont anticipé le passage au nouveau régime, il n'est pas évident que cet élément ait à lui seul un impact sur le niveau des marges pratiquées. En revanche, ce qui est certain, c'est qu'à niveau de marge constant, la rentabilité des financements **LBO** accordés à des emprunteurs notés en deçà de BB - devrait être moindre sous Bâle II que sous Bâle I.

3° Protéger la rémunération : taxes, événements nouveaux

54. - Pour finir sur la question de la rémunération, nous citerons simplement pour mémoire que les financements **LBO** contiennent toutes les clauses habituelles prévoyant la prise en charge par l'emprunteur des impôts et retenues à la source ainsi que des frais et coûts supplémentaires qui seraient éventuellement supportés par les prêteurs.

C. - Limiter le risque

55. - L'appréciation et le contrôle du risque sont évidemment essentiels dans un financement **LBO**. Au-delà du montant de la dette et de son adéquation avec la capacité de génération de « *cash-flow* »

libres du groupe cible, le contrôle du risque est essentiellement fonction de deux éléments : la qualité des investisseurs et de l'entreprise acquise.

1° La personnalité de l'emprunteur

56. - Celle-ci est évidemment essentielle même si le développement des « *staple financing* » semble relativiser cette notion. Ceci étant, comme nous l'avons vu précédemment, même dans un « *staple financing* », l'arrangeur garde la possibilité de refuser tel ou tel acquéreur.

57. - Elle est essentielle dans la mesure où même si rien n'oblige l'investisseur à remettre des fonds propres dans l'entreprise sous **LBO** en cas de besoins, le prêteur peut légitimement espérer qu'un investisseur réputé, avec un historique de création de valeur reconnu, perçu comme compétent, actif sur le marché et désireux de faire d'autres opérations à l'avenir, agira de façon raisonnable et responsable en cas de tensions. Par ailleurs, plus cet investisseur aura investi un montant important, plus il sera désireux de faire des efforts pour protéger son investissement.

58. - Aussi, les prêteurs imposent-ils au « *sponsor* », c'est-à-dire au fonds d'investissement principal investisseur, de détenir une participation aussi forte que possible à la fois dans le capital mais aussi dans la dette d'actionnaires. Cette participation devra assurer normalement le contrôle de la société holding de reprise de façon à ce que des intérêts minoritaires ne puissent pas gêner la bonne gestion du groupe repris.

59. - Les dirigeants du groupe ont aussi l'obligation d'investir un montant minimum dans le capital et les prêts d'actionnaires dans le but de les intéresser tant positivement que négativement au succès de l'entreprise.

60. - Le changement de contrôle du groupe, évènement qui fait souvent l'objet d'une définition détaillée et négociée, est un cas **usuel** de remboursement anticipé obligatoire de la totalité du financement. Il convient de noter toutefois que lorsque les conventions contiennent des dispositions prévoyant leur maintien en cas de cotation d'une société du groupe, il est généralement prévu que le contrôle minimum exercé par le « *sponsor* » après un tel évènement est souvent diminué jusqu'à un tiers des droits de vote (pour autant qu'aucun autre investisseur ne détienne une participation supérieure).

2° L'appréhension maximum des « *cash-flow* » libres pour procéder à des remboursements anticipés

61. - Comme indiqué au début de cet article, ce sont les « *cash-flow* » libres du groupe acquis qui doivent permettre le remboursement de la dette. Aussi, les contrats de financement **LBO** contiennent-ils systématiquement un ensemble de clauses visant à mettre en place des remboursements anticipés obligatoires dans les circonstances où un tel « *cash-flow* » libre existe.

62. - Bien évidemment, bon nombre de ces dispositions sont contraires aux attentes des investisseurs qui préféreraient réinvestir ces sommes en dépenses d'investissement ou d'acquisitions

pour créer plus de valeur au moment de la revente. Ces dispositions font donc l'objet de négociations serrées qui, parfois, ont conduit à les vider de l'essentiel de leur substance.

63. - On peut le plus souvent distinguer parmi les circonstances menant à ces remboursements anticipés, les différentes causes suivantes :

- cession d'actifs immobilisés ou participations hors du cours normal des affaires ;
- sinistres indemnisés par les polices d'assurances ;
- perception d'indemnités (ou réduction de prix) de la part des vendeurs de la société acquise dans le cadre, par exemple de clauses de garantie de passif ;
- perception d'indemnités de la part de professionnels (comptables, avocats, etc.) en relation avec des erreurs ou omissions contenues dans leurs rapports remis à l'occasion de l'acquisition ;
- constatation d'un « *cash-flow* » excédentaire (par rapport à des projections convenues au moment de la mise en place des crédits) ;
- etc.

64. - Ces clauses prévoient de nombreuses limitations/exceptions qui souvent les vident pratiquement de sens. Les cas où ces clauses ont été mises en oeuvre sont en fait très limités à l'exception des clauses de changement de contrôle. Ces limitations sont essentiellement de trois ordres :

- les dispositions prévoyant qu'avant d'être utilisées pour le remboursement anticipé obligatoire, ces sommes peuvent être réinvesties dans un délai donné (de 12 à 18 mois) dans des actifs de même nature que ceux cédés ou détruits ou être utilisées pour faire face aux obligations faisant l'objet de l'indemnité d'assurance, de la garantie de passif, etc. ;
- les dispositions prévoyant que le « *cash-flow* » excédentaire ne sera utilisé que partiellement pour le remboursement anticipé obligatoire (au dessus d'un seuil annuel, pour un pourcentage déterminé seulement, etc.) ; et
- les dispositions prenant acte du fait que le « *cash-flow* » libre correspondant peut être généré dans des entités du groupe qui ne sont ni emprunteurs ni garants et qui ne peuvent, pour des raisons d'intérêt social par exemple, mettre ce « *cash-flow* » libre à la disposition des sociétés, têtes du groupe emprunteur. Les différentes conventions contiennent à ce sujet des dispositions prévoyant que les parties feront leurs meilleurs efforts pour permettre la remontée des fonds le plus rapidement possible.

3° La protection contre les événements extérieurs

65. - Ces dispositions visent notamment, hormis les clauses **usuelles** d'assurance, la mise en place d'une couverture de taux (et parfois de change) pour tout ou partie de l'endettement « *senior* » et subordonné. Cette couverture n'appelle que peu de commentaires si ce n'est que les banques de couverture sont traditionnellement traitées comme des créanciers *senior* dans le cadre de la convention entre créanciers.

4° Pouvoir agir / réagir le plus vite possible et avec le moins de contraintes possibles

66. - L'objet de nombreuses dispositions des conventions de crédit est de permettre aux prêteurs d'exercer en théorie un contrôle des problèmes « en amont », avant que ceux-ci ne se matérialisent. En théorie toujours, la sanction du non-respect de ces différentes dispositions est la possibilité offerte aux prêteurs de prononcer la déchéance du terme. En pratique, il s'agit plutôt de permettre aux prêteurs de s'asseoir avec les emprunteurs à la table de négociation et de s'assurer que ces derniers prendront en temps utile les mesures nécessaires pour éviter à l'entreprise de plus grands problèmes.

o Le premier moyen de contrôle consiste à recevoir les comptes sociaux et consolidés du groupe le plus rapidement possible. Il est **usuel** d'obtenir les comptes annuels, les comptes trimestriels ainsi que les comptes de gestion mensuels. Par ailleurs, les conventions de crédit prévoient généralement que les prêteurs peuvent, sous certaines conditions, demander aux emprunteurs des informations complémentaires. Ils ont aussi généralement la possibilité de faire procéder à des audits en cas de survenance d'un cas de défaut ou lorsqu'ils pensent qu'un tel cas de défaut pourrait survenir de façon, ici encore, à anticiper les difficultés.

o Une fois l'information obtenue, il convient de s'assurer que les ratios financiers sont respectés par le groupe sur une base consolidée trimestrielle. Ces ratios peuvent varier d'une opération à l'autre en fonction des spécificités de l'activité du groupe. Les plus couramment utilisés sont les suivants :

- ratio de levier (endettement net consolidé sur EBITDA consolidé (résultat d'exploitation consolidé majoré des dotations aux amortissements et provisions nettes de reprise) ;
- ratio de couverture des frais financiers (EBITDA consolidé sur charge financière consolidée) ; et
- ratio de couverture de la dette par le « *cash-flow* » (« *cash-flow* » net consolidé sur service de la dette).

67. - Avant la crise financière, on a pu constater une double évolution. Tout d'abord, la disparition de certains de ces ratios financiers (seul parfois le ratio de levier étant conservé) et surtout l'apparition de financements dénommés « *Cov. Lit.* » (abréviation de l'anglais « *covenant light* » signifiant « ratios légers »).^{Note 18} Ces financements, qui ne furent presque jamais mis en place sur le marché français, avaient pour caractéristique essentielle de ne contenir aucun engagement de respecter les ratios financiers sur une base continue, ces derniers n'étant testés qu'en cas de survenance d'événements donnés, susceptibles de dégrader le risque de crédit^{Note 19}. Depuis la crise financière, ils ne sont plus (temporairement) d'actualité.

68. - Les clauses de « *clean-down* » constituent un autre moyen de contrôle *a priori*. Il s'agit de clauses prévoyant que, chaque année, pendant une période donnée (par exemple durant 15 jours), l'encours du crédit *revolver* (parfois net de la trésorerie) doit être ramené à zéro de façon à démontrer que ce crédit n'est pas utilisé pour faire face à des besoins permanents de financement. De nouveau, avant la crise financière, ces clauses étaient souvent devenues beaucoup moins strictes permettant un « *clean-down* » partiel. Dans certains cas, elles avaient même complètement disparu. Depuis la crise financière, elles ont généralement été réintégréées dans les contrats.

69. - Mais plus important, et toujours pour pouvoir agir le plus vite possible si les circonstances l'exigent, un des objectifs principaux des prêteurs dans le cadre d'un **LBO** est de s'assurer autant que faire se peut qu'aucun créancier, qui ne serait pas partie à la convention entre créanciers, ne puisse interférer avec les décisions prises par les prêteurs, par exemple, en demandant l'ouverture d'une procédure collective contre une ou plusieurs sociétés du groupe. **Pour ce faire, les prêteurs demandent à ce que l'ensemble des prêts préexistants soient remboursés au moment de l'acquisition, ce remboursement s'effectuant au moyen des financements mis en place à ce moment. Il n'est pas toujours possible d'atteindre cet objectif mais, dans ce cas, la dette préexistante subsistante est alors strictement limitée.**

70. - Enfin, on peut aussi classer dans les moyens d'action rapide des prêteurs, les limites posées à la possibilité donnée aux actionnaires de la société holding de reprise de procéder à un « *equity cure* », c'est-à-dire à une injection de capital ou de dette d'actionnaire destinée à corriger un cas de défaut lié à un ratio financier non respecté. Une telle possibilité fait généralement l'objet de négociations poussées portant sur le montant maximum d'une telle injection, leur nombre maximum dans une année, leur effet notamment sur l'EBITDA, etc. Ces limites ne visent pas à interdire de telles injections qui sont toujours bienvenues. En revanche, elles visent à limiter leurs effets sur le droit de contrôle des prêteurs qui découle de l'application des ratios financiers. Ces derniers veulent pouvoir agir si la situation financière se dégrade et ce, même si au moins temporairement, les actionnaires sont prêts à remédier à ces difficultés. Dans ce domaine, bien évidemment, les emprunteurs essaient d'obtenir une flexibilité maximum. Peu de temps avant la crise financière, on a ainsi vu les emprunteurs demander l'application de clauses « *Mulligan* », c'est-à-dire de clauses prévoyant que le non-respect d'un ratio financier ne deviendra un cas de défaut qu'en cas de manquement à ce ratio deux fois de suite. Cette clause, qui a été peu appliquée en France, revient *de facto* à ne tester les ratios financiers que sur une base semestrielle. Retardant la capacité des prêteurs à réagir, elle vide de sa substance le concept même de ratios financiers, justement conçus pour servir d'indicateurs avancés d'une difficulté.

5° Le contrôle de l'activité de la société ; risques d'ingérence et contradiction avec les attentes des acheteurs/emprunteurs

71. - Le financement d'un **LBO** devant normalement être remboursé avec les « *cash-flow* » libres du groupe emprunteur, la capacité de génération de tels « *cash-flow* » libres résultant du « *business plan* » de l'emprunteur est donc au coeur de l'analyse de risque crédit menée par les prêteurs. Il est donc logique que ces derniers souhaitent s'assurer que le groupe emprunteur respecte ce « *business plan* » et gère son activité d'une façon cohérente avec ce dernier.

72. - En réponse à cette attente, une convention de crédit dans un financement **LBO** comporte de très nombreux engagements de l'emprunteur. L'objet de cet article n'est pas de détailler chacun de ces engagements, dont le non-respect est sanctionné par un cas de défaut. Tout au plus, peut-on mentionner que ces engagements (avec de nombreuses exceptions négociées assez âprement) couvrent des sujets aussi vastes et variés que le respect des lois (entre autres en matière d'environnement), le paiement des taxes et charges sociales, l'absence de réorganisation du groupe, l'absence de changement d'activité, des limites quant aux acquisitions et aux cessions de sociétés ou de fonds de commerce, aux *joint ventures*, aux sûretés consenties, au nouvel endettement, aux prêts et garanties consentis, au paiement de dividendes, aux modifications du capital social, à la gestion de la trésorerie, etc.

73. - Ces engagements font l'objet de l'essentiel de la négociation entre l'emprunteur et le prêteur. En effet, le désir de « contrôle » des prêteurs est en directe contradiction avec le désir de l'emprunteur, précédemment mentionné^{Note 20}, d'avoir la plus grande liberté d'action pour pouvoir créer le maximum de valeur. Une autre difficulté pour les prêteurs est de s'assurer autant que faire se peut que leur droit de « contrôle » ne peut être qualifié d'ingérence dans la gestion de l'emprunteur et de son groupe, ce qui pourrait être dangereux en termes de responsabilité pour les prêteurs en cas de procédure collective applicable à l'emprunteur.

6° La garantie maximale des créances

74. - De nouveau, l'objet de cet article n'est pas d'analyser en profondeur les sûretés pouvant être consenties dans le cadre d'un financement d'acquisition, ce sujet étant traité dans un autre article de ce dossier.

75. - Par contre, toujours dans l'approche de la dynamique qui prévaut dans la mise en place des financements d'acquisition, il est intéressant d'analyser brièvement comment sont déterminées les sûretés qui vont garantir ces financements.

76. - Tout d'abord, et contrairement à d'autres aspects des conventions de crédit, la détermination de l'étendue des sûretés à mettre en place est un sujet assez peu débattu entre l'emprunteur et le prêteur. Tout au plus, l'emprunteur essaie-t-il de limiter cette étendue pour des raisons de coûts, de pratique (il ne veut pas que sa gestion courante soit affectée), de visibilité (il veut éviter que ses clients en soient informés) et de souplesse (il veut pouvoir réaliser certaines opérations de réorganisation sans que la nécessité d'obtenir des mainlevées puisse constituer un obstacle à l'opération). Il essaiera aussi d'éviter que des sûretés soient consenties par des filiales ou des minoritaires ont des participations. L'intérêt des prêteurs est certes d'obtenir le maximum de sûretés mais comme ils souhaitent également que le groupe puisse fonctionner au moindre coût et de la meilleure façon, tant en interne qu'envers certains tiers, un accord est généralement trouvé assez facilement.

77. - Pour autant, l'élaboration du « paquet » de garanties et sûretés requiert un travail important. Pour ce faire, un certain nombre d'objectifs et de contraintes doivent être pris en compte.

78. - L'objectif des prêteurs est a priori d'obtenir des sûretés sur les actifs ayant la meilleure valeur marchande et leur conférant en cas de difficulté, le meilleur contrôle potentiel sur le groupe. En dehors des attentes des emprunteurs eux-mêmes, la contrainte essentielle avec laquelle il faut composer est la question de l'intérêt social des sociétés conférant ces garanties ou consentant des sûretés.

79. - Ces contraintes vont varier en fonction d'un critère essentiel qui est celui de la localisation de la dette. Généralement, la dette d'acquisition est supportée par la société holding d'acquisition. En France, il est extrêmement difficile d'envisager que la société cible ou ses filiales la garantissent ou a fortiori consentent des sûretés pour la garantir en raison des dispositions de l'article L. 225-216 du Code de commerce ou du concept d'abus de biens sociaux. Ces contraintes n'existent pas de la même façon dans d'autres pays et, dans certains cas, on peut éventuellement envisager d'obtenir de telles garanties et/ou sûretés de certaines filiales de la cible. Sous cette réserve, la dette d'acquisition

sera donc garantie seulement par les sûretés que peut consentir la société holding de reprise, à savoir, le nantissement des titres de la société cible, le nantissement ou la cession en garantie du bénéfice des éventuels engagements d'indemnisation des vendeurs et des fournisseurs de rapport, le nantissement des comptes bancaires et éventuellement le nantissement ou la cession en garantie des créances de la société holding de reprise au titre de prêts intra-groupe.

80. - Les crédits de refinancement peuvent être consentis directement aux sociétés endettées dans le groupe, auquel cas celles-ci peuvent accorder des sûretés sur leurs propres actifs (créances, fonds de commerce, immeubles (rarement), comptes bancaires, titres, marques, etc.). Les sociétés du groupe contrôlant directement ou indirectement les sociétés emprunteuses pourront garantir ces dettes et affecter leurs propres actifs en garantie. Les crédits de refinancement peuvent aussi être consentis directement à la société holding de reprise à charge pour celle-ci de prêter aux sociétés endettées du groupe les sommes nécessaires au refinancement. Dans ce cas, en plus des sûretés pouvant être consenties par la société holding de reprise (qui comportent entre autres le nantissement ou la cession en garantie des crédits faits par la société holding de reprise à ses filiales), **il est habituel de demander à l'emprunteur final (et éventuellement aux sociétés holdings intermédiaires de cet emprunteur) d'accorder des sûretés sur ses propres actifs pour garantir sa dette envers la société holding de reprise et de garantir les crédits consentis à la société holding de reprise à hauteur des montants lui étant prêtés par cette dernière.** Ce schéma peut se justifier au regard de l'intérêt social de l'emprunteur final (et éventuellement des sociétés holdings intermédiaires de celui-ci) dans la mesure où, à hauteur de ce montant, la société holding de reprise agit un peu pour le compte de sa filiale emprunteur local.

81. - De façon à obtenir des sûretés portant sur les actifs essentiels du groupe, il est de l'intérêt des prêteurs que la dette soit située le plus bas possible dans la structure. En conséquence, la mise en place de certains financements s'accompagne parfois immédiatement, ou dans des délais assez brefs, de restructurations du groupe réalisées dans cet objectif. Les emprunteurs y sont eux-mêmes favorables dans la mesure où la dette est ainsi rapprochée des « *cash-flow* » libres pouvant la servir. Par exemple, si la structure du groupe s'y prête, certaines participations pourront être vendues à une filiale plus bas dans la structure, permettant à la fois de loger de la dette dans cette filiale pour payer le prix d'achat et de reconnaître dans les comptes de la société vendeuse une plus-value permettant la distribution de dividendes vers la société holding de reprise (directement ou indirectement) et donc permettant à cette dernière de se désendetter à hauteur des dividendes reçus. Ce type d'opération (parmi d'autres) sera appelé un « *push down* », une poussée vers le bas de la dette. Ces opérations doivent être analysées avec la plus extrême prudence au regard de l'intérêt social des sociétés concernées et surtout de la filiale qui acquiert. Le prix retenu est-il un prix de marché ? Cela fait-il du sens pour la filiale d'acquérir cette participation ?

82. - Un autre sujet important touche à l'interaction entre les différentes catégories de créanciers (« *senior* », « *second lien* », mezzanine, « *high yield* », PIK, actionnaires, etc.). Cette interaction fait l'objet de l'accord entre créanciers qui doit, pour les raisons exposées au paragraphe 4° ci-dessus, essayer d'intégrer tous les créanciers financiers du groupe. Les accords entre créanciers faisant l'objet d'un autre article de ce dossier, nous ne les détaillerons pas plus avant.

7° Syndiquer / Céder les créances le plus facilement possible

83. - Enfin, dernier grand sujet parmi les demandes des prêteurs, la possibilité de syndiquer / céder les crédits consentis dans la mesure où le plus souvent, l'arrangeur ne veut une part finale dans les

crédits qu'à hauteur d'une fraction de son engagement initial.

84. - Cette question faisant l'objet d'un autre article à paraître dans le prochain numéro de cette revue, nous ne la traiterons que brièvement. Pour mémoire, nous indiquons seulement ici que les prêteurs cherchent à obtenir l'assistance de l'emprunteur et de ses actionnaires pour la syndication, la plus grande flexibilité possible quant aux cessionnaires et la possibilité d'ajuster dans des limites bien prédéfinies les conditions financières des crédits s'il s'avère que cela est nécessaire pour la réussite de la syndication (clause de « *Market Flex* »).

85. - Nous avons cherché à décrire dans cet article non pas tant toutes les caractéristiques juridiques des financements **LBO** que la dynamique existant entre les différentes parties qui explique leur apparition et évolution.

86. - Par nature, une dynamique n'est pas statique. Elle évoluera donc en fonction de la force relative de chaque partie qui reflétera les conditions du marché du **LBO**. Si, comme avant la crise financière, il s'agit d'un marché de vendeurs avec une offre pléthorique de crédit, les vendeurs pourront imposer leurs conditions aux acheteurs qui, en tant qu'emprunteurs, les répercuteront sur les prêteurs. Les emprunteurs pourront par ailleurs imposer leurs propres conditions avec de bonnes chances d'obtenir ce qu'ils veulent dans la mesure où les prêteurs rivalisent pour pouvoir consentir le crédit.

87. - Si la nature du marché du **LBO** vient à changer comme c'est le cas depuis l'été 2007, la dynamique entre les parties impliquées va changer. Aujourd'hui, nous sommes essentiellement dans un marché bloqué par l'absence (relative) d'offre de crédit. Cette situation a depuis plusieurs mois eu des conséquences directes sur la façon dont les financements de **LBO** sont structurés et sur l'existence et/ou la rédaction de nombreuses dispositions.

88. - Par exemple, comme nous l'avons indiqué précédemment, certaines catégories de créanciers n'existent pratiquement plus. En revanche, les fournisseurs de dette mezzanine sont sollicités alors qu'ils avaient, jusqu'à l'été 2007, des difficultés à participer aux financements au-dessus d'une certaine taille. Par ailleurs, les financements mis en place aujourd'hui sont significativement mieux rémunérés et le montant de capital et des prêts d'actionnaires devant être investis est proportionnellement beaucoup plus important.

89. - Pour de nombreuses dispositions décrites dans cet article, la situation aujourd'hui est plus simple qu'il y a quelques mois. Les demandes outrancières des emprunteurs (« *mulligan* », « *cov. lit.* », etc.) n'ont plus cours. Pour autant, l'essentiel des autres dispositions continuent à être utilisées.

90. - S'agit-il alors d'un retour en arrière en revenant sur les aspects les plus novateurs des structures mises en place au cours des deux dernières années ou d'un simple renversement temporaire des rapports de force entre les parties prenantes ? Nous sommes amenés à penser que cette dernière réponse est la bonne et que, dès que la situation d'assèchement du marché du crédit que nous connaissons aujourd'hui ne sera plus et à la condition que les marchés de capitaux puissent de nouveau absorber le risque, la plupart des spécificités des financements **LBO** décrites dans cet article redeviendront très rapidement d'actualité, à l'exception peut-être de certaines évolutions excessives des derniers mois d'avant la crise.

Egalement dans ce dossier : articles 17, 19, 20, 21, 22

Note 1 « Livre Blanc sur le **LBO** » AFIC 2002.

Note 2 Le principe du **LBO** a été introduit en France par la loi du 9 juillet 1984.

Note 3 Rapport n° 3590 déposé à l'Assemblée nationale le 17 janvier 2007 par M. Alain Bocquet et proposition de résolution tendant à la création d'une commission d'enquête sur la place et le rôle des fonds d'investissement dans l'économie, sur les méthodes d'acquisition d'entreprises par effet de levier appelées **LBO**, sur les conséquences de telles pratiques pour l'emploi, les salaires et les conditions de travail ainsi que sur les conditions alternatives qui pourraient être mises en oeuvre à partir de la constitution d'un pôle financier public, déposée à l'Assemblée nationale le 14 novembre 2007.

Note 4 Commission bancaire, rapp. pour 2006, *Le système bancaire français face au risque « private equity »*/**LBO**, p. 165.

Note 5 Le ratio moyen dettes/fonds propres d'une opération de **LBO** est « classiquement » de 70/30 étant précisé qu'immédiatement avant la crise financière le ratio constaté était plutôt de 80/20 et que le ratio constaté dans les opérations conclues depuis la crise financière serait plutôt de 60/40.

Note 6 Sur cette notion, V. notamment *Fiche pratique n° 2 « Qu'est-ce qu'un term sheet ? » : Cahiers techniques de l'AFTE « La convention de crédit syndiqué : term sheet modèle » mars 2006.*

Note 7 Classiquement, la dette *senior* d'une opération de **LBO** se décompose en 3 prêts (une tranche A d'une durée de 7 ans amortissable et deux tranches B et C, respectivement d'une durée de 8 et 9 ans, chacune étant remboursable *in fine*) et une ligne de crédit *revolving*. Alors que jusqu'en 2003- 2004, la tranche A représentait, en moyenne sur le marché européen, 50/40% de la dette *senior*, ce pourcentage n'était plus que 25% en 2006 (*Source : S&P « LCD European Leveraged Buyout Review 4Q06 »*).

Note 8 Le ratio dette/EBITDA n'a cessé de progresser entre 2004 et 2007. En France, ce multiple est ainsi passé, en moyenne, de 4,42 en 2004 à 6,27 en 2007 (*Source : S&P, LCD European Leveraged Loan Review, 4Q07*).

Note 9 En 2007, le montant moyen en Europe des tranches B et C était respectivement de 203 M EUR et 144 M EUR alors que ces montants n'étaient que de 88 M EUR et 86 M EUR en 2004 (*Source : S&P, LCD European Leveraged Loan Review, 4Q07*).

Note 10 Sur ce point, V. notamment : *Les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? : Revue de la stabilité financière - Banque de France - décembre 2006.*

Note 11 Alors qu'en 2006, en Europe, le montant total de la dette « *second lien* » était de 8 milliards d'euros sur un nombre de 92 transactions, ce montant était de 13,6 milliards d'euros en 2007 sur un nombre de 127 opérations (*Source : S&P, LCD European Leveraged Loan Review, 4Q07*).

Note 12 *La mezzanine, un financement de plus en plus concurrencé : Option finance, 12 mars 2007, n° 973, p. 11. - European Holdco PIK-Evolution and Formidable Growth Fitch Ratings : Leverage Finance Special Report - 22 may 2007.*

Note 13 On peut malgré tout citer les opérations suivantes : Fraikin (juillet 2004), Cegelec (avril 2004), Rexel (mars 2006), SigmaKalon (mai 2006).

Note 14 En 2007, 13 % seulement des financements mezzanine réalisés en Europe étaient assortis de warrants ou de BSA (*Source : S&P (EUR) Mezzanine volumes sets record - 3 janvier 2008*).

Note 15 Cf. 3-B-5° *ci-après*.

Note 16 On distingue deux modèles différents : (i) le modèle dit de « portefeuille » dans lequel les prêteurs conservent une part importante de leurs créances dans leurs livres et (ii) le modèle « origination et distribution » dans lequel les prêteurs cherchent à réduire rapidement leur exposition une fois la transaction réalisée. Sur ce point, V. notamment *Large banks and « private equity » - sponsored leveraged buyouts in the EU : EBC april 2007, p. 19*.

Note 17 Pendant longtemps, les marges étaient de 225pb pour la tranche A, 275 pb pour la tranche B et 325 pb pour la tranche C.

Note 18 V. notamment, *Ovenant-lite structures fall by the wayside as European leveraged loan market sees return to fundamentals : S&P RatingsDirect - August 9, 2007*.

Note 19 C'est ce que l'on appelle les « *incurrence covenants* » par opposition aux « *maintenance covenants* » qui doivent être respectés à tout moment pendant toute la durée du financement

Note 20 Cf. 2-C-2° *ci-dessus*.