

« La concurrence s'est exacerbée entre établissements financiers »

L'échiquier du monde du capital investissement évolue vers un renforcement de la concurrence et modifie les rapports de force entre les différents acteurs. Une nouvelle donne synonyme d'innovations financières et de nouvelles méthodes de travail.



MARCUS BILLAM
Avocat associé
Clifford Chance



DIANE DE MOÛY
Avocat associé
Clifford Chance

■ Quelles sont les évolutions les plus marquantes que vous observez sur le marché du capital-investissement ?

Depuis quelques semaines, le marché a retrouvé son dynamisme. L'année 2003 avait été marquée par une baisse des transactions en valeur, alors que le nombre d'acteurs avait progressé, que ce soit en dette ou en *equity*. La concurrence s'est exacerbée entre les établissements financiers, les fonds étant en meilleure position pour négocier les conditions de la dette. La généralisation du principe de mise aux enchères par les vendeurs a d'ailleurs participé à ce renforcement de la compétition.

Cependant, sur un marché qui s'est segmenté au fur et à mesure de son développement, la bataille est particulièrement rude sur les grosses transactions (supérieures à 1 milliard d'euros), et sur le *mid market*. Une situation qui permet à de nouveaux acteurs de se positionner sur des offres de financements compétitives. Indéniablement, on assiste à un retour des grosses opérations de LBO, qui devrait se confirmer dans les prochains mois. Les vendeurs ont tendance à pousser la mise en concurrence des acheteurs jusqu'au stade final. Cette pression est souvent répercutée sur les partenaires bancaires des investisseurs.

■ Qu'en est-il des conditions financières et de l'évolution de la structuration des opérations ?

Les conditions financières semblent, pour l'heure, plus favorables aux investisseurs, entraînant une pression haussière sur le niveau des leviers, qui s'accompagne de négociations fréquentes de *ratchets*, (c'est-à-dire la possibilité d'arrimer la marge à une échelle de ratios financiers).

Comme précédemment indiqué, les vendeurs ont contribué au développement d'une concurrence accrue entre les investisseurs, entraînant souvent l'obligation pour les fonds de démontrer l'existence d'un financement certain et, en conséquence, la négociation avec les banques de clauses dites de « *certain funds* ». Ces clauses prévoient, si certaines conditions sont réalisées, l'obligation de mise à disposition des fonds, sauf en cas de survenance d'événements majeurs (types faillite, MAC, etc.). Ce type de clause offre moins de flexibilité à l'établissement financier, qui s'engage fortement dans le processus d'offre de financement. Ces clauses, à l'origine destinées à permettre le financement des offres publiques sur les marchés anglo-saxons, sont désormais incluses, dans certains cas, dès la première offre de finance-



ment, notamment sur les opérations importantes.

Dans tous les cas, les fonds cherchent à structurer des opérations de financement avec une optimisation de la dette. Pour répondre à cette demande, les banques seniors et les « mezzaneurs » ont d'ailleurs fait preuve d'une forte inventivité pour intégrer ces nouvelles contraintes. Cela s'est traduit notamment par un accroissement des différés d'amortissement.

On peut noter également le développement des recapitalisations, dû notamment à une réduction du nombre d'introductions en bourse et ce pour permettre une sortie aux investisseurs dans les délais impartis. Ces opérations sont généralement bien accueillies du fait, notamment, de la démonstration par la cible de sa capacité à honorer la dette.

De plus, on assiste également à un développement des opérations de LBO secondaires, voire tertiaires. Les investisseurs sont souvent rassurés sur les capacités de la cible à honorer la dette et sur la visibilité quant aux risques opérationnels. Par ailleurs, sur les opérations complexes, on note également la remise par les vendeurs de rapports d'audit réalisés par leurs conseils, qui sont le plus souvent complétés par les travaux des conseils des acquéreurs. À cet égard, la tendance des derniers mois est d'effectuer des diligences de plus en

plus poussées, en raison notamment de la limitation des garanties consenties par les vendeurs.

■ **Quelles sont les évolutions réglementaires indispensables pour permettre une meilleure efficacité sur ce marché ?**

L'ordonnance du 24 juin 2004 a permis d'introduire dans le droit français les actions de préférence, directement inspirées des *preferred shares* anglo-saxonnes. Ces actions de préférence permettent aux sociétés d'émettre des actions assorties de droits particuliers. Ce nouvel instrument, plus flexible, est particulièrement bienvenu dans le cadre des opérations de LBO. L'émission d'actions de préférence par le *holding* d'acquisition pourrait permettre, semble-t-il, d'accéder plus rapidement aux résultats des sociétés opérationnelles assurant ainsi un remboursement plus rapide de la dette senior. Elles permettent également de consentir des droits spécifiques en fonction des catégories d'actionnaires (investisseurs majoritaires, investisseurs minoritaires, dirigeants, etc.).

De même, la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 venant modifier l'article 228-97 du Code de commerce, en créant une nouvelle catégorie de titres super-subordonnés, pourrait également permettre une plus grande flexibilité dans la structuration de l'*equity*.

“Dans tous les cas, les fonds cherchent à structurer des opérations de financement avec une optimisation de la dette.”

■ *Propos recueillis par C. J.*