

# Placements privés : l'ami américain



DAN AZERVAL

Gérant

Arjil & Associés Banque

**Alternative souple et crédible au marché public et au marché bancaire**, le marché des placements privés américains fait actuellement l'objet d'un engouement de la part de nombreux émetteurs. Les modalités du financement, maturité, pricing, covenants, se négocient directement avec les investisseurs.

**L**ES ENTREPRISES FRANÇAISES marquent un attrait grandissant pour les émissions obligataires privées. Cet engouement trouve son explication dans la conjonction de plusieurs facteurs (*encadrés 1 et graphiques 2 et 3*).

Tout d'abord, le mouvement de concentration du secteur bancaire français et/ou européen a accru la dépendance de nombreuses entreprises vis-à-vis d'un nombre restreint d'établissements financiers. En diminuant la concurrence entre établissements, ce mouvement de concentration augmente le risque de refinancement auquel sont soumises de nombreuses sociétés. De ce fait, de plus en plus d'entreprises se mon-

trées avec les investisseurs sur le marché américain. De plus, la baisse tendancielle des taux de référence américains depuis une vingtaine d'année a joué un rôle déterminant en diminuant le différentiel de coût entre emprunt bancaire et placement privé. Du fait de cette conjoncture particulièrement favorable, les négociations sur le *pricing* à taux fixe sont souples.

## TOUT EST NÉGOCIABLE

Par ailleurs, l'opération peut être adaptée aux besoins de l'émetteur en termes de structure, de maturité et de confidentialité. Dans le cadre d'une émission sur le marché public, l'offre de la société émettrice auprès des investisseurs potentiels est fixée à l'avance et ne peut faire l'objet de négociation (*encadré 4*). En revanche, sur le marché des placements privés, et grâce au soutien du conseil financier, les négociations sur les conditions de financement restent ouvertes jusqu'à la signature du contrat final d'engagement.

Contrairement au marché bancaire classique, où les maturités disponibles ne dépassent pas les cinq à sept ans, le marché des placements privés américain permet d'obtenir des financements à plus long terme. En fait le bénéfice de maturités plus longues se fera au cas par cas selon la qualité de crédit de l'émet-

## 1. Le plus grand marché du monde



Le marché des placements privés est le plus grand marché du monde :

- Le volume des transactions a atteint 172 milliards de dollars en 1999.
- Chaque transaction a une valeur comprise entre 50 et 1 000 millions de dollars.
- Les maturités disponibles (entre 10 et 30 ans) sont considérablement plus longues que sur le marché bancaire français.
- La confidentialité des informations fournies est assurée.

trées par des schémas de financements alternatifs. Recourir aux marchés des placements privés américains permet aux entreprises françaises de se financer sur le plus grand marché du monde sans obérer leur capacité future d'endettement auprès de leurs partenaires bancaires traditionnels et tout en nouant des relations privilé-

teur. Plus les investisseurs auront confiance dans la capacité de l'émetteur à générer des cash-flows dans le futur plus ils seront disposés à accorder des maturités longues.

#### DES INVESTISSEURS DE PLUS EN PLUS FLEXIBLES

Si le coût de financement demeure un élément fondamental dans le choix de recourir à ce marché, l'accroissement de la flexibilité des investisseurs en termes de documentation juridique et de *covenants* financiers (convention financière), du fait de leurs abondantes ressources, est également un élément déterminant dans l'attrait de ce marché. Enfin, l'absence d'obligation en matière de notation, peut aussi conforter certaines entreprises. Ainsi, une des raisons du choix du groupe Lagardère pour une émission de placement privé découlait de sa volonté de ne pas avoir recours à une notation pour ne pas risquer, à la suite d'une opération de croissance, de voir sa notation dégradée, entraînant un renchérissement de son financement.

#### LES ÉTRANGERS SONT BIEN ACCUEILLIS

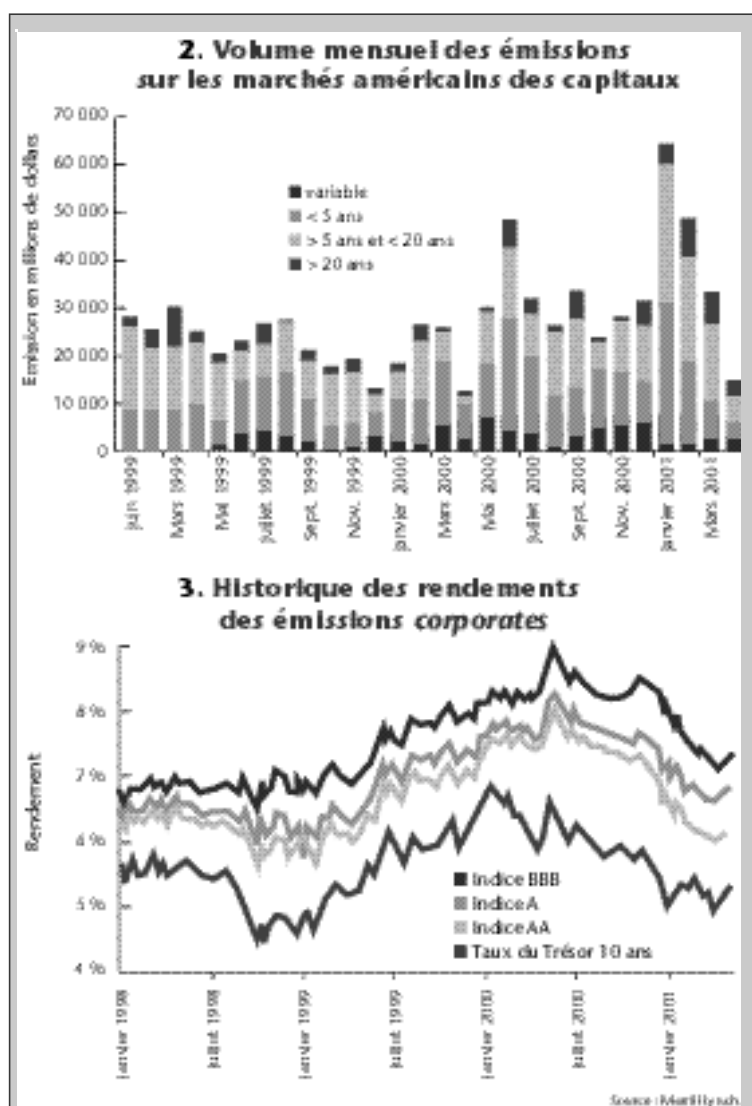
Parallèlement à l'intérêt grandissant des émetteurs français pour le marché américain, les investisseurs américains s'intéressent de plus en plus aux émetteurs étrangers, comme semble le montrer l'accueil réservé aux récentes émissions d'entreprises françaises (graphique 5).

En effet, soucieux de diversifier les risques de leur portefeuille, les investisseurs considèrent avec intérêt l'arrivée d'émetteurs étrangers, disposant d'une bonne signature. Mais bien que le volume d'émissions ait considérablement cru au début 2001, il demeure inférieur aux ressources des investisseurs.

#### UN DÉROULEMENT EN DEUX TEMPS

Une opération de placement privé se déroule en deux temps. La première phase consiste à étudier la faisabilité et les conditions de l'opération et débouche, dans un second temps, sur une phase de mise en place de l'émission.

- La phase de faisabilité débute par une période de due diligence visant à recueillir le maximum d'informations en vue de la rédaction d'un *Private Place-*



ment Memorandum (PPM), document marketing qui servira de support aux investisseurs. Une fois le mémorandum finalisé, il est adressé à plusieurs agents de placement potentiels, en vue de confier un mandat à celui qui sera en mesure d'offrir la capacité de distribution la plus efficace. L'agent de placement mandaté sera alors en mesure de sonder les investisseurs sur leur intérêt vis-à-vis de l'opération. Cependant même une fois les conditions de l'opération communiquées par l'agent de placement, l'émetteur peut choisir de mettre fin à l'opération projetée ou de rentrer dans la deuxième phase, à savoir la phase de mise en place.

- Cette dernière phase débute par

“Les investisseurs considèrent avec intérêt l'arrivée d'émetteurs étrangers qui disposent d'une bonne signature.”

# LES FINANCEMENTS STRUCTURÉS

l'envoi du PPM aux investisseurs, qui disposent généralement d'une semaine pour réaliser une première analyse du crédit de l'émetteur. Une fois cette analyse réalisée, les investisseurs intéressés par l'opération pourront entrer en contact direct

**“Aucun ratio financier ne déclenche le remboursement anticipé de la dette.”**

avec le management de l'émetteur au cours d'un *roadshow* ou par une série de *conference calls* destinées à parfaire la compréhension des investisseurs.

- Après avoir recueilli les offres des investisseurs en termes de montant, de prix et de *covenants*, l'agent de placement propose à l'émetteur une offre globale. Celui-ci devra une nouvelle fois se prononcer sur son intérêt à réaliser l'opération et, le

cas échéant, indiquer le montant et le prix désiré lors du *circle* où l'émetteur s'engage verbalement auprès des investisseurs à réaliser l'opération aux conditions convenues.

Les deux principaux *covenants* exigés par les émetteurs concernent une limitation du ratio dette/capitalisation (1) ainsi qu'un ratio de couverture des charges financières (EBITDA/frais financiers). Ces deux *covenants* sont généralement assortis de *covenants* supplémentaires (*encadré 6*) mais il est important de souligner que de manière générale, aucun ratio financier ne déclenche le remboursement anticipé de la dette. Notre expérience montre qu'il est notamment possible de négocier une clause de discussion assortie d'une période de grâce.

(1) Capitalisation = Dette + Fonds propres

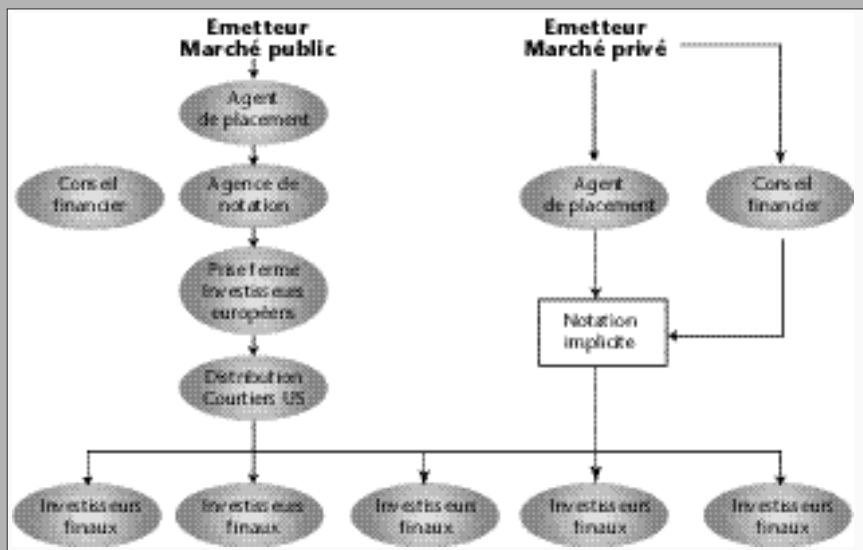
## 4. Un marché en accès libre

La distinction entre marché privé et marché public repose essentiellement sur le fait que les autorités régulatrices ont érigé un ensemble de règles destinées à protéger les intérêts des «petits investisseurs» sur les marchés publics.

A l'inverse, la SEC (Security Exchange Commission, équivalent américain de la Cob) a considéré qu'en limitant l'accès du marché privé aux seuls investisseurs institutionnels, ces derniers ayant les capacités d'analyser le crédit des entreprises dans les-

quelles ils investissent, il n'était plus nécessaire d'imposer de contraintes réglementaires particulières à ce type d'émission. Ainsi, une émission sur le marché privé américain ne nécessitera ni enregistrement auprès de la SEC, ni notation de la part des agences de

notation, ni d'agrément de la part de l'US GAAP. Contrairement au marché public, sur lequel les titres peuvent circuler entre différents intervenants avant d'aboutir aux investisseurs finaux, le marché obligataire privé s'adresse directement aux investisseurs finaux (compagnies d'assurances, fonds de pension, etc.). De plus, dans la mesure où ces investisseurs ont l'habitude de conserver les titres jusqu'à leur maturité, les émetteurs sont en mesure d'établir un contact direct et privilégié avec ces mêmes investisseurs, qui se considèrent dès lors plus comme des partenaires que comme de simples bailleurs de fonds.



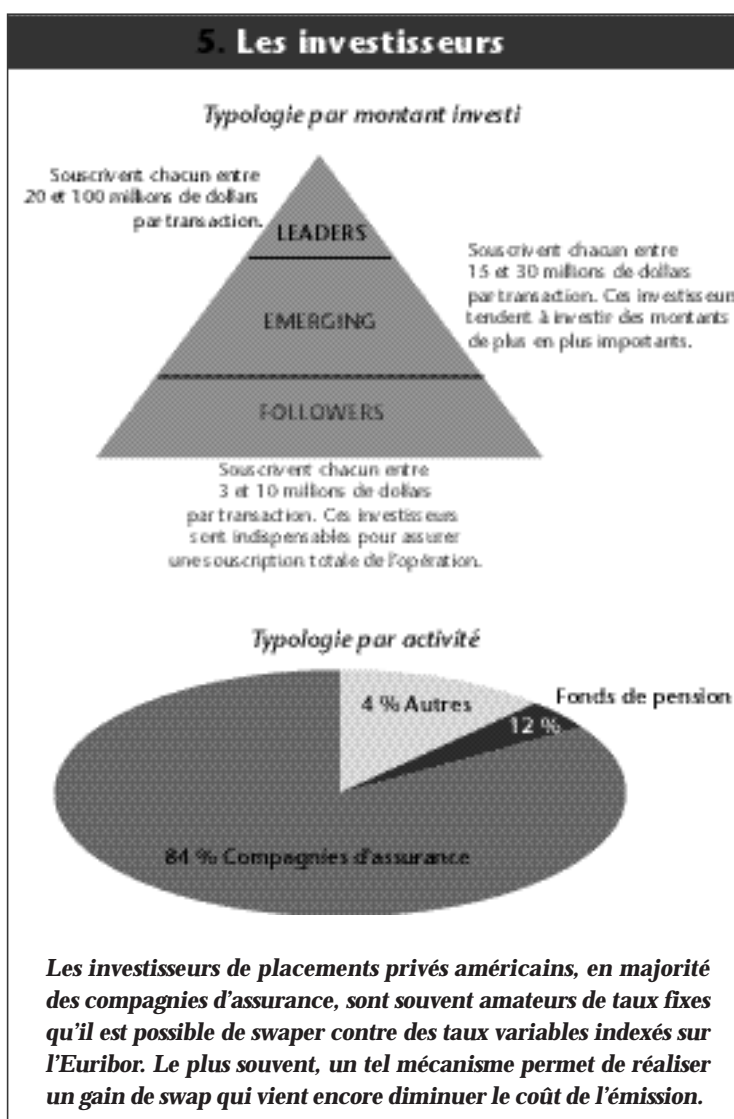
Commence alors la phase de documentation juridique de l'opération et de rédaction d'un note *purchase agreement* qui débouchera sur la signature des différents contrats et la mise à disposition des fonds.

UN CONSEIL FINANCIER :  
POUR QUOI FAIRE ?

Le recours à un conseil, mandaté par la société pour défendre ses intérêts, et qui n'est pas soumis aux pressions des investisseurs, permet de rééquilibrer les relations avec le couple investisseurs-agents de placement, et de permettre à l'émetteur de se voir défendu au mieux de ses intérêts. A l'inverse de l'agent de placement, le conseil ne se trouvera pas en conflit d'intérêt et sera donc en mesure d'obtenir, en collaboration avec l'émetteur, des conditions financières améliorées et des *covenants* plus souples de la part des investisseurs. En effet, l'appétit des investisseurs pour les titres émis dans le cadre du placement privé sera principalement fonction de la qualité intrinsèque de la société émettrice, ainsi que de sa capacité à générer des cash-flows suffisants pour rembourser sa dette. Toutefois, soucieux de sécuriser leur placement, les investisseurs peuvent chercher à obtenir des *covenants* qui se révèlent contraignants pour l'entreprise. En effet, n'ayant pas toujours de connaissance approfondie des spécificités de l'entreprise ou du secteur d'activité dans lequel ils investissent, ils exigent parfois des conditions qui se trouvent en contradiction avec la stratégie de l'entreprise et constituent dès lors un frein à sa croissance.

UN FORT POTENTIEL

Alternative souple et crédible au marché public et au marché bancaire, le marché des placements privés américains fait actuellement l'objet d'un engouement de la part de nombreux émetteurs. L'intérêt remporté par plusieurs émissions d'origine française (STEF, Valfond, Bonduelle, Lagardère) confirme également le potentiel que recèle ce marché pour des émetteurs français désireux de diversifier leurs sources de financement, tout en obtenant des conditions financières attractives. ■



### 6. Les covenants : exemples

En matière de cession d'actifs :

- liberté de vendre des actifs en les remplaçant par des actifs de même nature ;
- droit de céder jusqu'à 30 % des actifs sans recourir à l'accord préalable des investisseurs.

La *negative pledge* : droit de nantir des actifs dans une limite de 30 à 50 % des fonds propres.

En matière de crédit-bail : totale liberté de procéder à des opérations de crédit-bail ou de location-gérance.

A propos des dettes futures : pas de contraintes en termes d'endettement supplémentaire à condition de rester dans le cadre fixé par le ratio dette/fonds propres.

La *cross acceleration*, à savoir le remboursement anticipé des titres en cas de demande de remboursement accéléré de la part d'autres prêteurs, est préféré au *cross default*. Cette clause de *cross acceleration* est, de plus, soumise à des seuils de USD 20 à 30 millions.