

# Financements LBO : une créativité en mouvement

***Témoignage du développement du secteur,  
la structure des opérations à effet de levier  
se nourrit de la forte liquidité des marchés.***



**PASCAL WERNER**  
Responsable  
du département  
Leveraged Finance France  
**Royal Bank of Scotland  
(RBS)**

**D**EPUIS LA FIN DES ANNÉES quatre-vingt, qui marquent l'avènement des premiers LBO en France, la physiologie du marché du capital investissement a considérablement évolué.

La progression de sa taille en volume (nombre de transactions), en valeur (montant global des opérations réalisées), s'est accompagnée d'une hausse de la taille moyenne des transactions et d'une diversité d'acteurs impliqués. Autant d'illustrations de son développement.

Dans le même temps, la structure des financements et le travail d'étude précédant les opérations (*due diligences*) se sont particulièrement sophistiqués. Depuis, l'«industrie» du LBO est devenue une activité importante non seulement pour les banques de financement mais aussi pour les banques d'affaires (fusions et acquisitions), les cabinets d'avocats, les auditeurs et conseils en stratégie.

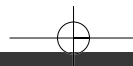
Ce marché du LBO s'inscrit désormais dans une dimension européenne, d'une part en raison de l'augmentation de la taille des transactions qui impliquent des sociétés «cibles» possédant des filiales dans plusieurs pays, et d'autre part en raison de l'émergence de produits de financement nouveaux dont les souscripteurs/investisseurs sont européens ou nord-américains. En dépit de cette internationalisation, chaque mar-

ché national a conservé ses spécificités, souvent du fait d'environnements juridiques et fiscaux différents, ou du poids des banques locales dans ce *business*. De ce point de vue, le marché français, qui est le plus mature après le Royaume-Uni en Europe, conserve des particularités assez fortes.

## **LA LIQUIDITÉ NOURRIT LE MARCHÉ...**

Depuis la fin de l'année 2001, les importantes levées de fonds et les financements seniors et subordonnés sont venus nourrir la liquidité du marché du LBO. La baisse régulière des taux de défauts des portefeuilles des banques a rendu cette classe d'actifs particulièrement attractive pour les investisseurs institutionnels, facilitant ainsi la levée de fonds de dettes (CDO/CLO) dédiés aux opérations de LBO. En conséquence, il y a aujourd'hui plus de *cash* à investir, tant en capital qu'en dette subordonnée ou senior, que d'opportunités proposées par le marché.

Cette situation ne concerne pas uniquement la France mais l'ensemble du marché mondial. Les projets de levées de fonds de *private equity* pour 2005 et l'intérêt constant des banques pour cette activité ne conduisent pas à envisager une baisse de cette liquidité. La liquidité non bancaire de la dette LBO est estimée à 20/25 % du marché et même si elle est plus volatile, seules les difficultés



avérées de plusieurs LBO en cours pourraient l'impacter négativement à court terme. Depuis deux ou trois ans, la forte liquidité, l'absence de sorties en bourse et le retrait temporaire des acheteurs industriels, ont contribué à la multiplication des opérations de refinancements (Cegelec, La Croissanterie), de *leverage recapitalisations* (Picard, Antargaz, Elis, Fives Lille...) ainsi que de LBO secondaires ou tertiaires (SBO-FransBonhomme, Fives Lille, Materis, CIS, etc.). D'autant que lorsque les opérations sont raisonnablement structurées, le marché bancaire est acheteur de ce type d'opérations.

Compte tenu de sa maturité, le marché français est, en Europe, celui qui a plutôt bien accepté les opérations de SBO. En revanche, probablement pour des raisons culturelles, il a été longtemps plus réticent à l'égard des refinancements et surtout des *leverage recapitalisations* qui permettent aux investisseurs de récupérer une partie de leur investissement initial avant complet remboursement de la dette LBO.

La surliquidité du marché crée les conditions d'une concurrence accrue entre les acteurs du marché, qu'il s'agisse des fonds de *private equity*, des fournisseurs de dette subordonnée ou des banques de financement en général.

### ... ET CONTRIBUE À DES STRUCTURES DE FINANCEMENT PLUS AGRESSIVES

Dans ces conditions, les vendeurs obtiennent des prix élevés que peuvent s'offrir les acheteurs, tout en préservant leurs objectifs de rendement grâce

aux leviers d'endettement élevés proposés par les banques. Même si le niveau de ces derniers répond à un critère de risque, défini au regard de la capacité de la société cible à générer suffisamment de *cash-flow* pour faire face à ses échéances, les liquidités disponibles actuellement favorisent des montages de financement plus agressifs, puisque les horizons de la syndication se sont élargis.



“Les liquidités disponibles actuellement favorisent des montages de financement plus agressifs puisque les horizons de la syndication se sont élargis.”

Bien que logiquement, les écarts de levier d'endettement puissent être significatifs selon les secteurs d'activité de la société achetée (selon la visibilité des performances, la cyclicité, le besoin d'investissements, etc.), force est de constater que les leviers de dette n'ont jamais été aussi élevés pour les secteurs les plus adaptés à une opération de LBO : beaucoup de transactions en Europe ont dépassé cette année le multiple d'endettement de six fois le résultat brut d'exploitation-EBITDA. Avec en corollaire, l'accroissement de la part des dettes remboursables in fine (seniors ou subordonnées) dans les structures de financement. Un moyen de ne pas peser



# 3

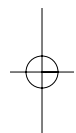
spécialistes de la **Formation**  
**Banque-Assurance** se regroupent  
pour vous offrir la meilleure réponse

Faites-vous part de votre projet au  
**01 44 94 16 16**  
email : [banques@demo.fr](mailto:banques@demo.fr)  
[www.demos.fr](http://www.demos.fr)

Vous souhaitez :

- Former vos collaborateurs à un nouveau métier
- Mettre en place un dispositif de formation à distance
- Déployer une formation sur l'ensemble de vos agences
- Disposer de supports et outils pédagogiques pour vos formateurs ou collaborateurs
- Suivre l'actualité de votre métier, échanger avec les meilleurs experts...

  
  
  
ce numéro 1 de la  
Animation Bancaire



trop lourdement sur le risque des premières années du LBO les plus exposées statistiquement.

#### DIFFÉRENCIATIONS DE PRIX SELON LES TRANSACTIONS

Les premiers impacts de cette forte liquidité sur les prix ont été observés cette année d'abord sur la part subordonnée des financements. Alors que les rendements de la mezzanine, de la fin des années 1990 jusqu'en 2002, ont été remarquables (plusieurs études publiées cette année l'ont démontré), cette partie des financements a vu sa rémunération baisser ces derniers mois. Pour la dette senior, la situation est plus complexe : l'apparition de clauses de *reverse flex* (clause qui permet d'abaisser le prix final au niveau permettant sa syndication) pour les tranches longues « *bullet* » des financements ne se traduit pas, au premier semestre 2004, par une baisse moyenne des marges de la dette senior. En réalité, sont en train

brevetables, ce qui autorise le marché à s'en emparer même si leur mise en œuvre n'est pas toujours accessible à tous (notamment l'accès aux investisseurs intéressés). Dans ce domaine, la partie senior des financements LBO n'a pas beaucoup évolué depuis plusieurs années avec les classiques tranches A (7 ans amortissable), B (8 ans *bullet*), C (9 ans *bullet*).

#### UNE CONCURRENCE ACCRUE SOURCE D'INNOVATIONS FINANCIÈRES

En revanche, les types de financements subordonnés se sont multipliés, du moins risqué et moins rémunéré (« second lien ») au plus risqué et plus rémunéré (mezzanine junior *PIK-Pay in kind* dont l'intégralité des intérêts est capitalisée), en passant par la mezzanine sans warrants, les *high yield bonds* (HYB), les *floating rate notes* (FRN), les *mezzanine notes* et la mezzanine avec warrants. Autant de noms différents pour des produits comportant des éléments de différenciation importants pour les investisseurs comme pour les emprunteurs.

Si certains sont plus coûteux en intérêts cash (HYB/FRN) mais moins au total, d'autres comportent un accès au capital (warrants) et une part capitalisée des intérêts. Ces tranches de financement peuvent comporter des clauses interdisant le remboursement anticipé avant trois à cinq ans (HYB) quand la plupart des autres ne prévoient que des pénalités contractuelles.

Selon sa vision des *upsides* et *downsides* de l'opération, selon l'idée qu'il se fait d'un refinancement relativement rapide, l'emprunteur dispose donc d'une palette variée de produits tout à fait intéressante. Le prêteur pourra faire la même analyse et y ajoutera le critère de syndicalité.

S'il convient d'être vigilant sur l'agressivité de certaines structures de financement qui reposent au moins sur une non-détérioration de la situation économique générale et notamment une stabilité des taux d'intérêts, force est de constater que le marché des financements LBO se porte assez bien, nourri par une liquidité exceptionnelle et servi par une créativité intéressante. ■

“Beaucoup de transactions en Europe ont dépassé cette année le multiple d'endettement de six fois le résultat brut d'exploitation-EBITDA.”



d'apparaître des différenciations de prix selon les transactions, difficiles à analyser car elles correspondent à l'apparition de produits de financement nouveaux.

L'évolution de structure la plus notable reste la baisse de la contribution du capital dans la structure de financement. Un premier pallier de 30 % minimum a été franchi il y a quelques mois. Plus récemment, dans des transactions dont le prix d'acquisition et le levier d'endettement étaient raisonnables, la part de capital a pu descendre à 25 %, voire moins.

La concurrence est souvent source de créativité et le marché du LBO n'échappe pas à cette règle. Malheureusement les produits de financement ne sont pas