

LE RENDEZ-VOUS PARTENAIRES



Guillaume Kuperfils,
avocat associé,
Mayer Brown



Olivier Aubouin,
avocat associé,
Mayer Brown

Guillaume Kuperfils et Olivier Aubouin sont avocats associés au sein de Mayer Brown Paris. Accompagnant de très nombreux fonds, ils partagent leur expérience des négociations dans des opérations de plus en plus disputées.

Comment décririez-vous le marché actuel du LBO?

Guillaume Kuperfils: Dans le contexte actuel de baisse des rendements, sur les produits de taux notamment, le private equity est une classe d'actifs très demandée. Il y a beaucoup d'appétence chez les investisseurs, institutionnels en particulier, pour les retours qu'offrent les fonds de private equity et les levées de fonds en cours dépassent fréquemment les objectifs même les plus ambitieux fixés par les équipes. Du coup, la problématique d'aujourd'hui est la capacité à déployer l'intégralité

LBO: des négociations de plus en plus tendues

du capital sous gestion dans les contraintes de temps négociées avec les investisseurs. Il y a donc une forte concurrence à l'achat sur les cibles de qualité dans un marché très favorable aux vendeurs et cette tension a pour conséquence la plus visible une augmentation du prix des actifs, quels que soient les secteurs concernés. On constate depuis quelque temps, sur le marché français, des valeurs d'entreprise pouvant régulièrement 10 à 12 fois l'Ebitda des cibles avec, sur certaines opérations, des leviers de dette conséquents à plus de 5, 6 voire 7 fois l'Ebitda. La concurrence existant entre les fonds a également favorisé de nombreuses évolutions stratégiques chez les acteurs existants dont l'offre est désormais plus diversifiée et fonction de l'exigence de leurs investisseurs en matière de retour. Les fonds de dette, de plus en plus nombreux sur le marché français, témoignent de cette évolution. Tout comme la capacité des équipes à ne plus se cantonner à une seule taille d'actifs.

Les négociations entre vendeurs et acheteurs en sont-elles impactées?

Olivier Aubouin: Tout à fait. Dans ce contexte de marché favorable aux vendeurs, les transactions se font dans des conditions juridiques parfois précaires pour les acquéreurs. Dès lors qu'un bel actif est à la vente, les fonds renoncent souvent à demander des garanties, sauf sujet spécifique identifié dans le cadre des audits. Ils savent que cela serait éliminatoire! Les vendeurs mettent les acteurs en compétition et favorisent ceux leur promettant une conclusion rapide, sans garanties et sans risque de financement. Dans les deals secondaires, la situation n'est pas sans rappeler celle des vintages 2003 à 2007, où aucune garantie ou presque n'était négociée.

G.K.: Les offres préemptives en full equity se sont multipliées en 2017. Le marché de la dette étant également un marché où l'offre est supérieure à la demande - d'où des taux plus faibles et des covenants de plus en plus limités - les fonds n'hésitent plus à s'engager vis-à-vis des vendeurs à acquérir sans avoir sécurisé la dette d'acquisition. Ils prennent donc le risque - mesuré - d'avoir à financer l'opération à 100 % en fonds propres dans l'hypothèse de l'impossibilité de mettre en place une dette au closing. En contrepartie de ce risque, ils sécurisent la transaction le plus en amont possible.

O.A.: On peut également noter, dans cette même logique, en France et en Europe, une généralisation des deals locked box et une disparition des clauses d'ajustement post-closing sur la base de la dette nette réelle au closing. Sous réserve des certains flux interdits, la cession se fait à prix fixe, ce qui permet d'éviter les difficultés et longues négociations post-closing.

Y a-t-il d'autres évolutions tendancielles?

O.A.: On voit en effet se multiplier les assurances de garanties de passif dans certains LBOs. Pour le vendeur fonds d'investissement, c'est très avantageux. Il peut remonter l'intégralité du prix payé à ses investisseurs alors même qu'il consent des garanties. Et dans un marché très favorable aux vendeurs, la prime d'assurance est généralement supportée par l'acquéreur.

Certaines exigences juridiques se sont-elles au contraire renforcées?

G.K.: Sous l'impulsion des fonds nord européens notamment et des législations extraterritoriales américaines et britanniques, les exigences en matière de compliance se sont fortement renfor-

cées ces dernières années. Pour se différencier auprès de leurs investisseurs, les fonds imposent désormais au management de nombreux engagements, notamment en matière d'anti-corruption et de RSE.

O.A.: Au niveau contractuel, cela se traduit par la transcription de ces engagements dans les pactes d'actionnaires eux-mêmes. Les managers regardent désormais de près ces clauses dont la mise en œuvre n'est pas sans impact sur les opérations de l'entreprise. Ils prennent aussi conscience qu'ils engageraient leur responsabilité vis-à-vis du fonds et de ses investisseurs sur ces sujets.

Quelle est la partie la plus délicate des négociations lors d'une cession?

G.K.: Incontestablement, la négociation avec le management sur les conditions de son investissement ou de son réinvestissement. Sur les opérations secondaires, la vente est relativement simple une fois l'accord sur le prix établi. Plus largement, sur ce type d'opérations, la négociation porte sur les termes et conditions des différents instruments financiers proposés à la souscription des parties en présence de façon à ce que leurs rangs respectifs soient respectés lors de la répartition future des produits de cession.

O.A.: C'est un enjeu majeur car dans des opérations où les garanties sont faibles, il faut s'assurer que les intérêts du sponsor et des dirigeants de la cible soient bien alignés. Ces enjeux convergent dans le pacte d'actionnaires et dans les termes et conditions des instruments financiers afin de définir avec précision le waterfall (répartition des produits de cession) qui conviendra à tous lors de la sortie.

Ce contenu a été réalisé par Mayer Brown