

L'émergence des émissions high yield dans les opérations LBO et les processus de Staple High Yield Financing



Par Thomas Margenet-Baudry
Associé,
Latham & Watkins

L'émergence en France des émissions obligataires à haut rendement, dites high yield, est liée à plusieurs facteurs, à la fois économiques, réglementaires et juridiques. Économiques d'abord, car les banques ne sont pas toujours en mesure de fournir des financements compatibles avec les niveaux de levier demandés par les acquéreurs (et indirectement par les vendeurs). Réglementaires ensuite, car les banques sont aujourd'hui soumises à des contraintes plus fortes pour engager leurs bilans. Juridiques enfin, car le produit high yield offre certaines souplesses par rapport à une dette bancaire classique, en particulier en termes de covenants financiers et de croissance externe, appréciées de certains émetteurs. Le produit obligataire high yield est ainsi maintenant utilisé de façon régulière dans le cadre d'opérations d'une certaine taille, aussi bien pour financer des acquisitions avec effet de levier que pour refinancer de la dette bancaire existante. Ces obligations, soumises au droit de l'Etat de New York et cotées sur un marché Européen non réglementé, sont distribuées dans le cadre d'un placement international ouvert aux investisseurs américains, et font l'objet, à ce titre, d'une documentation lourde. L'utilisation de telles émissions dans le cadre de financements LBO n'est cependant pas sans soulever certaines problématiques, notamment en termes de calendrier. Afin de permettre à un

acquéreur de présenter une offre d'acquisition financée, celui-ci, s'il envisage de financer son opération à l'aide d'une émission high yield, doit solliciter auprès de banques un engagement ferme de fournir un prêt bancaire dit bridge to high yield, qui n'a pas nécessairement vocation à être utilisé. En effet, afin d'éviter d'utiliser ce bridge dont les conditions financières et juridiques sont rigoureuses, les acquéreurs et le marché ont élaboré une pratique consistant à faire émettre les obligations high yield par le véhicule d'acquisition préalablement au closing, le produit de l'émission étant placé temporairement sur un compte séquestre et n'étant libéré qu'au

«Il n'est en général pas possible d'obtenir un financement high yield à temps pour le closing si les travaux de préparation de l'émission n'ont pas été initiés par le vendeur très en amont de la finalisation de l'accord avec l'acquéreur.»

moment du closing de l'acquisition. Les investisseurs high yield, aujourd'hui habitués à cette pratique, sont protégés par les termes du séquestre, ainsi que par l'obligation faite au véhicule de rembourser intégralement l'émission si l'acquisition n'était pas réalisée avant une date butoir.

Le délai qui s'écoule entre la signature

définitive d'un accord concernant une acquisition et le closing de cette acquisition excédant rarement (si le dossier ne soulève pas de problématique antitrust majeure) 6 à 8 semaines, comment préparer un placement obligataire high yield en quelques semaines, alors que le travail nécessaire à la préparation d'une telle émission est peu ou prou équivalent à celui requis pour une introduction en bourse ? Cette question est résolue par la mise en place, par les vendeurs, de processus dits de staple high yield financing.

Le staple financing consiste, pour un actionnaire souhaitant offrir un actif à la vente dans le cadre d'un processus compétitif s'adressant (notamment) à des fonds de private equity, à demander à un ou plusieurs établissements bancaires de préparer, en amont ou en parallèle de ce processus compétitif, un financement clefs-en-main qui sera offert à chacun des acquéreurs potentiels ayant exprimé un intérêt. Ce type de financement a pour objectif de faciliter et d'accélérer la vente d'un actif dans le cadre d'une opération de LBO. Dans le cadre de ce financement staple bancaire, des banques et des avocats sélectionnés par le vendeur effectuent - en dehors de tout contact avec les acquéreurs potentiels - l'ensemble des travaux de diligence, de structuration, de documentation et de validation interne nécessaires à la mise à disposition d'un financement adapté à l'opération en question. L'acquéreur sélectionné par le vendeur à l'issue du processus compétitif a ainsi la possibilité, s'il le souhaite, d'utiliser le financement clef-en-main qui lui est proposé par les banques.

A l'instar du staple bancaire traditionnel, le staple high yield consiste pour le

vendeur à mandater une ou plusieurs banques de high yield, ainsi que des avocats spécialisés, afin de préparer une émission au bénéfice du futur acquéreur. Compte-tenu des problématiques de calendrier évoquées ci-dessus, le staple high yield peut s'avérer indispensable au succès d'une opération financée en tout ou partie par une émission high yield. En effet, il n'est en général pas

possible, pour un acquéreur, d'obtenir un financement high yield à temps pour le closing si les travaux de préparation de l'émission n'ont pas été initiés par le vendeur très en amont de la finalisation de l'accord avec l'acquéreur. Si l'acquéreur n'était pas en mesure d'émettre les obligations avant le closing, il serait dans l'obligation d'utiliser le prêt bancaire bridge, ce qui augmenterait de fa-

çon significative le coup et les risques liés à son investissement.

C'est la raison pour laquelle la plupart des opérations importantes de LBO depuis 2010 ont fait l'objet d'un processus de staple high yield financing, avec succès pour certains (Picard en 2010 et Orange Suisse en 2012). Le marché s'attend à ce que cette tendance se confirme largement en 2013.■

3 questions à... Thomas Forschbach et Gaëtan Gianasso, Associés, Latham & Watkins



Thomas Forschbach Gaëtan Gianasso

«Notre vocation est de gérer les projets de nos clients dans leur globalité.»

Quelles sont, selon vous les problématiques des sorties de LBO dans le contexte actuel du marché ?

Les attentes respectives des acheteurs et vendeurs en terme de valorisation, le manque de visibilité à 3-4 ans et les sources de financement sont autant d'éléments importants qui complexifient aujourd'hui les opérations de sortie de LBO. Il est alors important de savoir faire preuve de créativité. En fonction de la taille de l'opération on pensera au staple financing, y compris staple high yield pour des deals large cap, à une structure unitranche ou unirate pour du mid cap, ou encore à la mise en place d'un crédit vendeur. Le calendrier de l'opération de sortie sera clé afin de profiter des fenêtres de tir du marché.

Savoir anticiper et prévoir des solutions alternatives (refinancement, réorganisation suivie de cessions par branche...) est également critique dans l'hypothèse où l'opération initiale n'aboutirait pas.

Il est en effet important de s'assurer du succès de l'opération de sortie afin de préserver l'image de la société cible et la motivation du management.

Quelles sont les particularités de votre équipe dédiée à ces dossiers ?

Notre équipe a cette particularité de pouvoir intervenir sur l'ensemble des problématiques liées à une opération de sortie de LBO tant en corporate qu'en finance, marchés de capitaux, restructuring et fiscalité. Il est essentiel de pouvoir accompagner nos clients sur tous les aspects de la transaction, y compris dans l'hypothèse où l'opération de sortie serait organisée sous forme de dual track, même si les dual tracks sont plus rares en période de baisse des marchés. Notre vocation est de gérer les projets de nos clients dans leur globalité.

Comment accompagnez-vous vos clients dans le contexte actuel ?

Nous accompagnons nos clients tout au long de l'investissement. Ainsi, nous connaissons les sociétés détenues en portefeuille et sommes en mesure d'intervenir sur l'ensemble des scénarios de sortie. Ceci nous permet d'optimiser les chances de succès d'une opération.