

Ingénierie financière



Handicapée par la méconnaissance du dispositif et les contraintes liées à sa mise en œuvre, la fiducie a connu un développement relativement limité depuis son introduction dans le droit français en 2007. Depuis quelques mois, ce mécanisme suscite toutefois un intérêt croissant selon les spécialistes, dans le cadre d'opérations tant de restructuration financière, de souscription de nouveaux financements que de simple gestion patrimoniale.

La fiducie se développe, lentement mais sûrement

De nouvelles bases pour « maximiser la création de valeur » et faire émerger une nouvelle gouvernance « équilibrée, juste et efficace ». Le 8 novembre dernier, Renault et Nissan officialisaient un nouvel accord pour leur Alliance, fruit de longues et âpres négociations. Tandis que le groupe français possédait 43,4 % du capital du constructeur nippon, et que ce dernier n'était actionnaire qu'à hauteur de 15 % de son partenaire, les dirigeants nippons bataillaient en effet depuis

plusieurs années déjà pour migrer vers une « relation d'égal à égal ». C'est désormais le cas puisque le pacte entériné il y a deux mois maintenant prévoit notamment la détention par chacun d'une participation croisée de 15 %.

Dans ce cadre, la marque au losange a annoncé à cette occasion avoir procédé au transfert de 28,4 % de ses titres Nissan dans une fiducie française... De quoi réjouir les promoteurs de ce dispositif, qui voient dans son utilisation par un groupe du CAC 40 un magnifique coup de projecteur.

Conformément au Code civil, seuls les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les entreprises d'investissement et les avocats peuvent agir en qualité de fiduciaire.

Un dispositif toujours onéreux

Depuis l'invention de la fiducie française, deux inconvénients majeurs lui sont souvent reprochés. Le premier concerne la lourdeur supposée de sa structuration et de sa mise en œuvre. Mais sous l'effet d'assouplissements législatifs d'une part, et d'évolutions dans les pratiques des opérateurs d'autre part, la donne aurait quelque peu changé. « Sur un plan juridique, ce type d'opérations n'est aujourd'hui plus si complexe à monter », confirme Denis Barat, associé du cabinet

Squire Patton Boggs. L'autre écueil traditionnel tient à son coût global, qui inclut des frais de mise en place puis de fonctionnement. Même si celui-ci aurait légèrement baissé au cours des dernières années, il reste toutefois significatif, de l'ordre de plusieurs centaines de milliers d'euros par an en règle générale. Une situation qui tient notamment au faible nombre d'acteurs actifs sur ce marché, dominé en France par IQ-EQ Management (ex-Equitis). « Les tarifs

seront de plus en plus compétitifs au fur et à mesure du développement de ce marché », veut croire Sébastien Tétard, président-directeur général de Europe Offering.

La faible concurrence sur le marché français de la fiducie contribue au maintien de frais jugés élevés.

Il est vrai que, depuis sa création en 2007, la fiducie a été relativement peu employée, certains spécialistes évoquant la mise en place chaque année d'une dizaine à quelques dizaines de ces structures ; la plupart sont confidentielles. Inspiré du modèle de trust anglo-saxon et défini par l'article 2011 du Code civil, ce mécanisme désigne « une opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires ».

Un intérêt financier pour Renault

La forme la plus couramment usitée est la fiducie-sûreté. Généralement requise par les créanciers, elle consiste pour une entreprise emprunteuse à transférer les actifs nantis à une entité ad hoc, qui en devient momentanément propriétaire. Si l'entreprise honore ses engagements auprès de ses prêteurs, le fiduciaire lui retourne les actifs ainsi apportés. Dans le cas contraire, ces actifs sont définitivement transférés aux créanciers. Récemment, la fiducie-sûreté a surtout été exploitée dans le cadre d'opérations de restructuration financière, comme celles de La Redoute, de Camaïeu ou encore de Pierre et Vacances.

Dénommé fiducie-gestion, l'autre principal type de fiducie vise, pour un dirigeant ou une société, à transférer tout ou partie de son patrimoine à un fiduciaire, qui a alors la charge d'en assurer la gestion de façon autonome. C'est justement l'approche retenue par Renault. Si elle n'est pas inédite, la voie empruntée par le constructeur français – sa direction n'a pas souhaité s'exprimer – pour gérer une participation n'en reste pas moins rare. « Au début des années 2010, un schéma similaire de fiducie-gestion avait été utilisé par EuropaCorp dans le cadre de la sortie programmée du capital de l'associé historique de Luc Besson, Pierre-

Ange Le Pogam », se remémore par exemple Arnaud Moussatoff, associé du cabinet Squire Patton Boggs. Mais selon les praticiens, cette décision fait particulièrement sens à l'aune des objectifs recherchés par les deux groupes automobiles. « Ce montage a permis aux parties d'annoncer au marché de manière immédiate et simultanée la reconfiguration opérationnelle d'une part, et le rééquilibrage des participations croisées d'autre part, tout en laissant à Renault la possibilité de vendre les titres Nissan concernés de manière ordonnée, au fil du temps », poursuit l'avocat. En effet, pour ramener instantanément sa participation dans Nissan à 15 %, la marque au losange n'aurait eu qu'une alternative, à savoir céder d'un seul tenant 28,4 % du capital de Nissan. Une option qui, compte tenu de la taille d'une telle opération, n'aurait probablement pas été réalisable dans le marché. Et même si elle l'avait été, la transaction aurait été exécutée avec une décote extrêmement élevée. D'où le choix pour Renault de la fiducie-gestion, qui présentait divers avantages. « Le transfert des titres à un fiduciaire peut permettre d'étaler les cessions dans le temps et de les réaliser au



« Le transfert des titres à un fiduciaire peut permettre d'étaler les cessions dans le temps pour notamment limiter la décote par rapport au cours de Bourse. »

Alexis Marraud des Grottes, associé, Orrick



Sébastien Tétard,
président-directeur général,
Europe Offering

« Dans la mesure où les actifs apportés en garantie sont sortis du périmètre de la société au profit de la fiducie, ceux-ci ne peuvent pas être récupérés et mobilisés par l'administrateur judiciaire dans le cadre d'une procédure collective. »

fil de l'eau dans le marché pour notamment limiter la décote par rapport au cours de Bourse, tout en permettant si nécessaire la neutralisation des droits de vote de l'ensemble des actions », pointe Alexis Marraud des Grottes, associé chez Orrick. Renault confirme que les droits de vote afférents aux actions transférées « sont exercés de manière neutre, sous réserve de certaines exceptions », ce qui n'empêche pas le groupe de continuer « de bénéficier pleinement des droits économiques (dividendes et produits de cession des actions) rattachés aux actions concernées, jusqu'à leur vente ». Un processus de désengagement partiel du reste initié dès le 13 décembre, avec le rachat par Nissan de 211 000 de ses propres actions auprès de son partenaire, soit 5 % de son capital, avec à la clé, pour Renault, une moins-value d'environ 1 milliard d'euros.

L'attrait croissant des fonds

Au-delà de son intérêt pour les deux membres de l'Alliance, cette opération d'envergure pourrait surtout, de l'avis de certains professionnels, faire boule de neige, d'autant que les deux formes de fiducie feraient l'objet d'un engouement plus marqué depuis quelques mois. En ce qui concerne tout d'abord la fiducie-gestion, elle séduirait notamment des investisseurs soucieux de bien baliser leur désengagement futur. « Récemment, quelques fiducies ont été mises en place pour sécuriser des engagements d'actionnaires, dans des contextes où l'actionnaire majoritaire redoutait que les minoritaires n'honorent pas leur clause d'obligation de sortie conjointe (drag along) », confirme Denis Barat, associé du cabinet Squire Patton Boggs. Avec la fiducie, il revient ainsi au fiduciaire, devenu propriétaire pour une durée prédéterminée des titres liés au pacte d'actionnaires, de veiller au respect des conditions arrêtées dans ce pacte et de bloquer, le cas échéant, toute décision violant ledit pacte. « L'outil est extrêmement flexible,

ses règles de fonctionnement pouvant très facilement s'adapter aux besoins du dirigeant ou du créancier », confirme David Revcolevschi, associé chez McDermott Will & Emery.

Un deuxième cas d'usage de plus en plus fréquent de la fiducie-gestion est lié à des projets d'acquisition de taille significative. « Dans un domaine différent, l'Autorité de la concurrence impose la mise en place de fiducies lorsque les obligations de cession d'actifs n'ont pas été réalisées dans le délai imparti », complète Denis Barat. A cela s'ajoutent, enfin, des marques d'intérêt accrues pour le dispositif de la part de fonds d'investissement. Car en décidant de devenir administrateurs de l'entreprise cotée dans laquelle ils investissent, leurs gérants vont logiquement se retrouver en possession d'une information privilégiée. Or cette configuration est susceptible de les empêcher de vendre leurs titres au moment souhaité. Face à cet écueil, « certains d'entre eux préfèrent donc refuser d'entrer au conseil d'administration de leurs participations, ce qui a pour conséquence de restreindre leur capacité à peser sur des décisions stratégiques, fait remarquer David Revcolevschi. Pour éviter de se retrouver dans cette configuration, quelques-uns choisissent donc de se tourner vers la fiducie ». En raison du transfert de propriété des titres induit par l'opération, ces fonds ne peuvent en effet plus être suspectés d'être en situation d'initiés dans la mesure où les cessions éventuelles d'actions sont opérées par le fiduciaire.

Un accès facilité à la dette

Quant à la fiducie-sûreté, elle profite pour sa part d'un environnement doublement porteur. Déjà, face à l'augmentation continue depuis deux années des défaillances d'entreprises, dont le nombre s'est établi sur l'ensemble de 2023 à 55 492 d'après la Banque de France (+ 34,4 % sur un an), les prêteurs, banques comme fonds de dette, seraient de plus en plus nombreux à envisager sa mise en œuvre. « Dans la mesure où les actifs apportés en



David Revcolevschi, associé, McDermott Will & Emery

« L'outil est extrêmement flexible, ses règles de fonctionnement pouvant très facilement s'adapter aux besoins du dirigeant ou du créancier. »



Denis Barat, associé,
Squire Patton Boggs

« Sur un plan juridique, ce type d'opérations n'est aujourd'hui plus si complexe à monter. »

garantie sont sortis du périmètre de la société au profit de la fiducie, ceux-ci ne peuvent pas être récupérés et mobilisés par l'administrateur judiciaire dans le cadre d'une procédure collective », rappelle Sébastien Tétard, président-directeur général de la société de conseil financier Europe Offering. C'est pourquoi le dispositif s'est historiquement vu attribuer le surnom de « reine des sûretés ». Toujours dans ce domaine des entreprises en difficulté, la fiducie est également portée par certains types de restructuration, consistant à convertir une partie de l'endettement existant en actions. Dénommée « fiducie-equitization » par certains professionnels, cette pratique a dernièrement été mise en œuvre chez Cybergun, Archos, Auplata Mining Group, Pharnext ou encore Pierre & Vacances, « où la conversion de la dette (prêt garanti par l'Etat, PGE) en actions a été rendue possible par la fiducie car ni les banques, ni l'Etat, ne souhaitent devenir actionnaires directement de la société », souligne Arnaud Moussatoff. D'autres bénéficiaires de PGE éprouvant des tensions de trésorerie pourraient être amenés à dupliquer ce schéma dans les prochains mois.

Le second moteur du moment a trait au durcissement de l'accès au financement, induit par la dégradation de profil de crédit de nombreuses entreprises et, surtout, par le renchérissement des coûts d'emprunt, dont le niveau moyen a quasiment doublé en France en moins de deux ans. Sous l'effet notamment de la hausse des taux observée depuis l'été 2022 et du risque accru de défaillances, « la mise en place de fiducies-sûretés est devenue une pratique plus courante, les prêteurs – en général des fonds de dette privée – souhaitant renforcer leur niveau de protection en cas de défaut de leur contrepartie », observe Alexis Marraud des Grottes. Alors que les prévisionnistes n'anticipent pas de reflux des taux d'intérêt au plus tôt avant la fin de l'année dans la zone euro, ce paramètre devrait continuer de jouer à plein dans les mois qui viennent dans la dynamique de développement de la fiducie. ■ Arnaud Lefebvre ✉ @ALefebvre_of

■ Point de vue

L'année 2024 sera-t-elle celle du « flex equity » ?



Par
Laurent Bensaid,
associé
et **Agnieszka
Opalach**,
counsel,
King & Spalding LLP

À l'heure des vœux échangés, chacun se demande de quoi sera faite l'année 2024, espérant que le « coup d'arrêt » brutal des opérations financières intervenu à l'aube des grandes crises de 2001 ou 2008 ne se reproduira pas.

Déjà, l'année 2022 avait été marquée par une chute de 46 % du montant total des opérations de M&A réalisées en France (146 milliards d'euros), soit le plus faible bilan annuel réalisé depuis 2013. Les statistiques 2023 ne semblent guère plus favorables.

Dans un contexte économique instable marqué par la hausse des taux, un plus difficile accès au financement et une visibilité limitée sur les résultats court et moyen terme des entreprises, les vendeurs et les acquéreurs ont de plus en plus de mal à accorder leurs attentes de valorisation.

Pourtant, une typologie d'investisseurs a su, au fil des années, et plus particulièrement dans ce contexte compliqué, affiner sa proposition de valeur au point de créer une véritable catégorie d'investissement, parfois alternative aux fonds de LBO majoritaires ou minoritaires : les fonds de « flex equity ».

Ces derniers conçoivent des solutions de financement sur mesure et moins dilutives pour répondre à plusieurs besoins : favoriser la sortie d'un actionnaire majoritaire et la prise de contrôle des équipes de management, financer la

croissance et les acquisitions, procéder au rachat d'intérêts minoritaires...

Les solutions proposées combinent généralement un investissement en capital et en dette subordonnée (plafonnant le rendement, mais limitant le risque) auquel est attaché un « kicker » pouvant prendre la forme d'un bon de souscription d'actions. Si la dette subordonnée peut être remboursée ou refinancée sans pénalité après une période minimum à convenir, les instruments equity seront exercés et cédés au moment d'une sortie.

Une pondération du poids de ces différents instruments est opérée suivant la typologie des opérations et les futurs besoins de l'entreprise concernée.

Et si l'année 2024 conduisait, par nécessité, les acteurs du M&A à s'inspirer de ces approches « tailor-made » pour revisiter leurs thèses et structures d'investissement afin de mieux répondre aux besoins avérés et aspirations légitimes des équipes de management... et éviter le « coup d'arrêt » tant redouté ? Et si l'année 2024 était celle de la créativité ?