

Décembre 2005

A nos lecteurs ...

Parce que nous avons envie de donner notre avis, parce que nous croyons que notre Newsletter doit être interactive ou ne doit pas être, parce qu'au cabinet nous assumons d'être parfois polémiques à condition que ce soit avec humour... nous vous proposons, dans ce numéro et les deux suivants, un échange de vues sur l'évolution du marché du Private Equity.

Olivier Tordjman ouvre le bal avec son incorrigible franc-parler. Gonzague de Blignière (Président de l'AFIC et Président du Directoire de l'un des principaux fonds du marché, Barclays PE) et Richard Thill (associé gérant de Rothschild & Cie) lui donneront la réplique dans les deux prochains numéros de notre Newsletter. Affaire à suivre donc.

Private Equity : Irons-nous tous au paradis ?

... Tous les acteurs du marché du Private Equity (qui représente actuellement près de 60% du marché des fusions-acquisitions) y aspirent. Certains se livrent à une lutte sans merci pour y parvenir, car les places sont si chères que nous assistons, en particulier depuis 24 mois, à une évolution drastique des conditions d'investissement.

Portrait des candidats au bonheur :

- Les investisseurs, à l'instar des marchands de biens des grandes années du marché immobilier ou des start-ups technologiques de l'époque de la bulle internet, sont de plus en plus nombreux chaque jour. Ils bénéficient de disponibilités sans cesse croissantes à l'origine d'une flambée des prix d'acquisition que même les industriels ne sont plus capables de concurrencer en dépit des synergies qu'ils en retireraient.
- Les banquiers d'affaires, de plus en plus comparables à des commissaires-priseurs qui sont devenus, marteau à la main, les principaux chefs d'orchestre d'une évolution de marché où 90 % des opérations se font par appel d'offres et parfois sur la base d'informations sur la cible réduites à la portion congrue.
- Les prêteurs, qui, malgré une réduction du nombre de banques consécutif aux multiples fusions intervenues ces dernières années, se livrent à une concurrence acharnée, acceptent des leviers financiers de plus en plus élevés et agressifs, interviennent en mezzanine, créent des fonds CDO & CLO pour offrir des alternatives, le tout afin de permettre notamment la conclusion heureuse de leur syndication et tenter le « one stop shop » aussi attractif que possible pour les fonds d'investissement. Rien à dire dans un marché extrêmement liquide mais qu'en serait-il si cette liquidité venait à disparaître en se reportant par exemple sur d'autres supports ?
- Les conseils, soumis à des pressions sans cesse plus fortes, travaillent de plus en plus dans des conditions comparables à celles des gladiateurs entrant dans l'arène. Parviendront-ils à influencer des processus de marché comparables aux jeux du cirque romain ou faudra-t-il attendre que la multiplication des dossiers en difficulté que certains prédisent, permette une auto-régulation naturelle ?
- Les dirigeants, acteurs-clefs des opérations de LBO et dont le succès en dépend souvent, s'organisent de plus en plus en corporations. Ils font sans cesse monter les enchères au cours des négociations relatives à leur participation au capital et à leur « package management », à tel point que certaines opérations deviennent comparables à des LBO « sponsorless » où les investisseurs comme les prêteurs sont au côté d'un management dont les pouvoirs finissent parfois par s'apparenter à ceux d'un véritable actionnaire majoritaire.

Primaire, secondaire, retournement, fonds equity-mezzanine, fonds global (senior, mezzanine et equity)... L'offre, les produits et les positionnements de ce marché sont en constante évolution et donnent une impression de tourbillon.

S'agit-il d'une bulle, à l'instar du marché immobilier dont il est prédit une chute au cours de l'année 2006, d'un réajustement d'un système pérenne du capital des sociétés commerciales, ou des deux ?

■ CORPORATE

Loi Breton... et de cinq !

Après la Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques du 15 mai 2001 (dite « Loi NRE »), la Loi portant Mesures Urgentes de Réformes à Caractère Economique et Financier du 11 décembre 2001 (dite « Loi MURCEF »), la Loi de Sécurité Financière du 1er août 2003 (dite « Loi LSF ») et l'Ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, la **loi pour la Confiance et la Modernisation de l'Economie**, dite « Loi Breton », publiée au Journal Officiel du 27 juillet 2005, s'inscrit dans la lignée des textes « fourre-tout » dont on devine pourtant qu'il est nécessaire de s'y pencher avec attention.

Bon nombre de dispositions insérées dans cette loi concernent les seules sociétés cotées (renforcement des obligations imposées en matière de franchissement de seuils par la **création de nouveaux seuils**, multiplication des informations devant être mises à la disposition du public en matière de **rémunération des dirigeants**, etc), mais les sociétés cotées ne sont pas les seules visées. Ainsi, au détour du Titre II de cette loi, dont l'intitulé « *Adapter l'environnement juridique des entreprises* » laisse rêver, on apprend notamment que le **quorum requis en assemblée générale est abaissé** (25% puis 20% en assemblée extraordinaire, 20% en assemblée ordinaire), que la **tenue des conseils d'administration et de surveillance par voie de télétransmission** est désormais possible, et miracle, que le **rapport du président sur le contrôle interne n'est imposé désormais qu'aux seules sociétés cotées**.

■ FINANCE

Ordonnance du 24 février 2005 : Du nouveau dans les sûretés...

La modernisation du droit français des sûretés progresse ! L'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 transposant la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 est à l'origine d'une importante refonte du droit des garanties financières. Le premier pan de la réforme concerne les **établissements publics ou réglementés (tels que les banques) concluant entre eux des contrats** donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers. L'ordonnance a sensiblement allégé la prise et la réalisation des sûretés afférentes à ces contrats. La seconde partie de la réforme apporte des précisions concernant spécifiquement les **nantissements de comptes d'instruments financiers**. Deux points sont à noter.

Tout d'abord, l'ordonnance précise qu'il est possible **d'inclure dans l'assiette du nantissement de nouveaux instruments financiers sans qu'il soit besoin d'établir une nouvelle déclaration de gage**. Cette précision met un terme à une délicate controverse doctrinale. Une partie des auteurs considérait en effet que seuls les instruments financiers issus de mécanismes légaux (fusion par exemple) entraînaient automatiquement dans l'assiette du gage existant alors que tous autres instruments financiers ne pouvaient être gagés sans l'établissement d'une nouvelle déclaration de gage, ce qui faisait peser un risque de période suspecte sur cette nouvelle déclaration de gage.

Le traitement des fruits et produits (dividendes, boni de liquidation) constitue la deuxième modification de la réforme des nantissements de comptes d'instruments financiers. Jusqu'à présent, les dividendes suivaient le même régime que les instruments financiers inscrits au compte nanti. Ce système n'était pas tout à fait adapté lorsque la société émettrice des instruments financiers était son propre teneur de compte, son compte-titre ne pouvant techniquement accueillir des sommes d'argent. Dès lors, le créancier-gagiste ne détenait au titre des dividendes qu'une créance de restitution. Par ailleurs, certains auteurs s'interrogeaient sur la compatibilité de ce régime avec le monopole bancaire. Dorénavant, **lorsque les instruments financiers sont sous la forme nominative (cas de l'émetteur teneur de compte), les dividendes doivent être inscrits au crédit d'un compte spécial ouvert auprès d'un intermédiaire habilité ou d'un établissement de crédit**. D'un point de vue pratique, cela signifie un jeu de documents accessoires au contrat de nantissement que le créancier-gagiste va devoir obtenir auprès dudit intermédiaire habilité ou dudit établissement de crédit.

■ FISCALITE

Frais exposés à l'occasion de l'acquisition de titres dans les opérations de LBO : Le bon grain et l'ivraie.

Le règlement CRC n°2004-06 du 23 novembre 2004 relatif aux actifs a supprimé le compte "Frais d'acquisition d'immobilisation" qui figurait dans le poste de "Charges à répartir". Or jusqu'à présent, dans les opérations de LBO avec intégration fiscale, la société holding avait souvent un intérêt fiscal à comptabiliser les frais d'acquisition en charges à répartir afin de pouvoir déduire la majeure partie de ces dépenses après la création du groupe intégré. Sans préjudice d'une nouvelle position comptable plus souple qui pourrait éventuellement intervenir concernant les frais d'acquisition proprement dits (honoraires, droits de mutation...), le CNC a d'ores et déjà apporté récemment une précision sur les frais d'émission d'emprunt favorable aux sociétés holdings. En réponse à une question de la Direction de la Législation Fiscale, **le CNC confirme que les frais d'émission d'emprunt peuvent continuer à suivre un régime propre et être répartis sur la durée de l'emprunt** (Communiqué du CNC du 2 septembre 2005).

Au sommaire du dernier numéro de « *What's up* », la lettre présentée par le département **Distribution - Concurrence** du cabinet :

« *Conférence de la Chambre de Commerce Internationale : "Le nouveau régime de la coopération commerciale et les discriminations licites"*. »

LA PAROLE A ...

Aton SOUMACHE, fondateur et dirigeant de ONYX FILMS et METHOD FILMS, sociétés de productions audiovisuelles indépendantes qui proposeront dans les salles au début de l'année 2006 le film d'animation « RENAISSANCE ».

ASA : Comment devient-on le « producteur trentenaire prodige » que vous êtes selon les termes de la presse spécialisée ?

Je n'emploierai pas les mots de « trentenaire prodige » mais en tous cas, pour arriver à 30 ans en ayant la capacité de pouvoir produire à peu près ce que l'on veut, avoir la possibilité d'être reconnu par rapport à ce que l'on fait et avoir la chance de pouvoir faire exister ses projets, il faut beaucoup d'abnégation, et beaucoup de travail. C'est un métier très difficile et je pense que je n'en serais pas là aujourd'hui, si j'avais su par quoi j'allais passer. Il faut une immense dose de naïveté et d'inconscience pour pouvoir démarrer en indépendant.

C'est un métier de réseaux et de contacts : il faut savoir être patient. Lorsque j'ai commencé, je ne connaissais vraiment personne et j'ignorais tout de l'environnement et du secteur, mais j'avais des envies. Le chemin est long, surtout quand on veut défendre ce que l'on aime et que l'on fait ce que l'on veut sans forcément suivre les tendances. Il faut vraiment se battre pour le projet auquel on croit. La stratégie que nous avons adoptée avec l'équipe avec laquelle je travaille depuis toujours, est d'être suffisamment « nombreux » pour avoir une force de proposition créative très importante et s'organiser financièrement pour ne pas coûter cher. Nous avons aussi fait le choix de travailler sur des sujets compliqués, novateurs et très différents, et c'est encore plus difficile que de surfer sur les projets un petit peu plus commerciaux du marché.

Prodige... ? non, pas moi personnellement mais il y a des gens prodigieux qui m'entourent. Mon seul talent réel est de savoir dénicher ceux qui ont du talent et les fédérer parce que je tombe foncièrement amoureux des choses, au sens sincère et noble du terme. Je pense qu'il faut savoir se passionner.

ASA : Les deux sociétés que vous avez créées ONYX FILMS et METHOD FILMS sont présentes sur tous les créneaux : court et long métrages, séries pour la télévision, films d'auteurs classiques et films d'animation. Pensez-vous que la diversité est nécessaire à la survie des producteurs indépendants ?

Non, je ne dirai pas que c'est la clé de la réussite car je suis sûr que la diversification, en tous cas d'un point de vue économique, n'est pas une stratégie entrepreneuriale en soi pour pouvoir exister.

Nous sommes plutôt créateurs de concepts et de projets. Nous cherchons à découvrir des auteurs, des univers, des talents, des manières de faire autrement, de penser autrement et de développer visuellement des choses un peu différentes. Lorsqu'on tombe sur ces projets ou ces auteurs, nous essayons de voir dans quels domaines ils peuvent s'exprimer au mieux. Je tiens vraiment à ce que les sociétés fabriquent et développent des projets qui peuvent trouver leurs débouchés aussi bien au cinéma qu'à la télévision sans distinction de format, de genre et de technique. Il est vrai que notre éditorial, c'est la diversification parce que l'on ne se donne pas de limites, pas de barrières, ni dans les formats, ni dans les sujets, ni dans les domaines d'activités.

Je pense que ONYX FILMS et METHOD FILMS font vraiment partie des rares sociétés de notre taille (je ne parle pas des groupes) où toute l'équipe, les auteurs, les créateurs, les réalisateurs, les directeurs de productions, passent au quotidien aussi bien sur des projets d'auteurs de cinéma, des films « grand public » que sur du long métrage d'animation à gros budget, des séries d'animation ou des courts métrages.

ASA : Est-ce qu'il faut investir dans une société de production ?

Je pense qu'il faut, de manière générale, investir dans la production mais si j'étais un investisseur, je n'investirais pas dans un cinéma seulement tourné vers le marché français. En revanche, il y a une jeune génération de producteurs, dans l'animation et même dans la fiction, qui apporte un nouveau souffle. Ces gens ont été élevés avec une culture occidentale internationale, américaine ou anglo-saxonne, sortent des petites frontières hexagonales et s'exportent très bien à l'international. Je pense qu'il faut vraiment soutenir ces gens et ces producteurs là.

Retrouvez toute l'actualité du cabinet, consultez les numéros précédents de notre Lettre Corporate Finance, ou tout simplement nous contacter sur notre site www.ayache-salama.com