

CAPITAL FINANCE

LA REVUE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT

Stratège

DOMINIQUE SENEQUIER *Quand un*
DIRECTEUR GÉNÉRAL *institutionnel devient*
DE GAN PARTICIPATIONS *opérateur*

Opérateur

REL PARTENAIRES *Conservateur, pour*
SPÉCIALISTE DU LBO *consolider les bases de*
EN EUROPE *l'entreprise*

Montage

LE RACHAT DE *Une opération*
RJR NABISCO *conservatrice*
INITIÉ PAR KKR *de 25 milliards de \$*

Opérations

LE RÉCAPITULATIF *20 Venture Capital,*
DES 132 OPÉRATIONS DE *22 Capital Développement,*
AOÛT ET SEPTEMBRE *8 Lbo/Lmbo/Mbi, 82 F&A*

Analyse

LES ASSURANCES, *Satisfaire au mieux*
DES PROFESSIONNELLES *le couple*
DU HAUT DE BILAN ? *«rendement/sécurité»*

Dossier

LES IDÉES REÇUES SUR LE *Des Venture Capital Angels*
VENTURE CAPITAL *aux Vulture Capitalists,*
NORD AMÉRICAIN *les mythes*

Réglementation

L'ACTIONNARIAT, *Motiver les mandataires*
FORME ACTIVE *et les salariés*
DE PARTICIPATION *de l'entreprise*

OCTOBRE 1989 - N°26 - 200 F

Une publication de Finance & Entreprise

RJR NABISCO

RJR Nabisco, un Lbo conservateur ?

Le rachat de RJR Nabisco réalisé par Kohlberg Kravis Roberts & Co a atteint le montant record de 165 milliards de francs. Cependant, aux vues du montage les milieux financiers new-yorkais affirmèrent qu'il s'agissait d'un Lbo conservateur. En effet l'entreprise est largement profitable et les risques d'échecs ont été minimisés grâce à une dette habilement structurée. Un an après, deux spécialistes français analysent le montage.

RJR Nabisco est la cinquième plus importante compagnie mondiale produisant des biens consommables après Philip Morris, Unilever, Nestlé et Procter et Gamble. RJR fabrique entre autres les cigarettes Winston, Salem et Camel tandis que Nabisco produit des conserves, céréales, gateaux secs sous des marques souvent leaders dans leur domaine. Le chiffre d'affaires estimé avant Lbo de RJR Nabisco était de 16,6 Md\$, son cash flow de 3,5 Md\$ et son bénéfice net de 1,4Md\$.

La transaction

Le 19 octobre 88, l'action RJR Nabisco cotait 55\$. Le 20 du même mois F. Ross Johnson (PDG de RJR Nabisco) et un groupe d'investisseurs annoncèrent leur intention de racheter RJR Nabisco à 75\$ par action pour un total de 17 Md\$. Cette annonce exposait la compagnie à une bataille boursière qui allait durer environ 45 jours.

Le 6 décembre 88, la firme Kohlberg Kravis Roberts & Co, spécialiste de Lbo remportait les enchères en faisant une offre finale de 109 dollars

pour 74 % des actions de la compagnie. L'assemblée des actionnaires de RJR Nabisco recommanda d'accepter cette proposition, permettant ainsi à KKR de s'emparer de RJR Nabisco. L'OPA élaborée par KKR est couramment pratiquée aux Etats-Unis. La transaction comporte deux stades. En premier lieu, KKR, à travers une société «coquille», emprunte des fonds et offre de racheter à 109 dollars 74 % des actions de RJR Nabisco soit 165 millions d'actions ; c'est le «tender (offer)» ou OPA. L'offre de rachat sur seulement 74 % des actions permet de diminuer le montant des fonds nécessaires à l'OPA. Si un nombre suffisant d'actions est offert, KKR prend alors le contrôle de la société. Ensuite, RJR Nabisco et la société «coquille» peuvent fusionner, c'est la «merger» ou fusion. KKR souhaite avoir un contrôle total sur RJR et surtout ne pas diluer le capital afin de maximiser son retour sur investissement.

Contrairement à la loi française, la loi américaine permet de forcer les actionnaires minoritaires après une OPA

à vendre leurs titres lors de la fusion. Ces 26 % d'actionnaires restant sont alors payés en titres financiers PIK («Pay in Kind»). Les titres PIK n'impliquent pas de déboursement de fonds monétaires pour l'entreprise lors de l'émission car ils règlent les 4 premières années d'intérêts en titres supplémentaires identiques. Le paiement en titres financiers PIK permet donc d'économiser le cash-flow de l'entreprise pendant les années critiques du Lbo. Le groupe nouvellement formé à l'issue de la fusion est alors prêt à refinancer l'emprunt-relais de l'ex-société coquille. Au total, le montant de l'acquisition de RJR Nabisco s'élève, en fonds monétaires lors du rachat («tender»), à 18 Md\$ (soit 165,5 millions d'actions à 109 \$) et 1,3 Md\$ composés principalement de commissions payées, et en titres financiers lors de la fusion («merger»), 6,4 Md\$ pour le paiement de 54,5 millions d'actions restantes. Soit un total de 25,3 milliards de dollars ou encore 165 milliards de Francs (\$ = 6,5FF) ! Le plus étonnant dans l'opération RJR Nabisco est qu'elle a généralement été considérée comme conservatrice !

KKR & Co

KKR a été fondée en 1976 par trois anciens «seniors» de la banque d'investissement Bear Stearns & Co. La société est spécialisée dans les opérations de Lbo et possède une position prédominante dans ce domaine. KKR contrôle (souvent en totalité) actuellement près de 25 sociétés ayant un chiffre d'affaires combiné d'environ 50 milliards de dollars. Parmi les plus connues sont : Béatrice, Duracell, Motel 6, Owens-Illinois, Safeway, Seaman Furniture, RJR Nabisco.

Avant l'acquisition de RJR Nabisco, KKR avait assemblé un fonds commun d'investissement en LBO dont le montant atteignait 5,6 milliards de dollars. L'opération Nabisco a utilisé moins de 2 milliards de ce fonds.

Financement du Lbo

Le financement de la transaction suit les deux stades de celle-ci : l'OPA («tender») et la fusion («merger»). Le montage financier fait appel à trois catégories de dettes financières classées par ordre de priorité.

La dette senior

La dette «senior» ou prioritaire est financée par les «grandes» banques commerciales. Dans le cas RJR Nabisco, quatre banques américaines (Manufacturers Hanover, Bankers Trust, Chase Manhattan et Citibank) se sont engagées à fournir la totalité des fonds. Ces banques ont cependant déjà syndiqué (revendu) presque en totalité leur participation aux banques régionales américaines et aux banques étrangères. La dette senior comprend un montant global lors de l'apport des fonds qui sert à l'OPA. Cependant et si l'OPA réussit, cette dette se divise en plusieurs dettes qui correspondent alors aux besoins stratégiques de l'entreprise. En particulier, près de la moitié du montant total de la dette se transforme en crédit relais remboursable par le produit de la vente de certains actifs («Asset Sale Bridge Loan»). Ce crédit a une échéance inférieure à 1,5 années. La quasi-garantie provenant de la vente d'actifs améliore la confiance des prêteurs «senior». Les dettes «senior» sont en général à taux flottants. L'em-

prunteur peut choisir la base lors du tirage (Libor, Eurodollars, Prime Rate, etc...).

Les dettes subordonnées

Les dettes subordonnées sont financées par les banques d'investissement (pour RJR, Drexel Burnham Lambert et, dans une moindre mesure, Merrill Lynch).

Les banques d'investissements s'engagent fermement à fournir un certain montant (underwriting). Cet engagement permet de combler la différence entre le montant total nécessaire à l'OPA et la somme du financement senior que souhaitent apporter les banques commerciales et du capital fourni par KKR. Les dettes subordonnées sont ensuite revendues dans leur totalité à des investisseurs institutionnels américains dont les principaux sont les SICAV (mutual funds) 30 %, compagnies d'assurance 30 %, caisses de retraites 15 %.

Au moment de l'OPA «tender», les dettes subordonnées sont composées de prêts-relais à taux augmentant tous les trimestres «Increasing Rate Notes». Le fait d'augmenter le taux d'intérêt trimestriellement (1/2 % pendant 2 ans et 1/4 % après) incite l'entreprise au remboursement rapide de cet emprunt.

En raison de taux élevés et croissants, d'échéances courtes et surtout de commissions importantes lors de leur mise en place, les prêts «IRN» se révèlent une opération rentable pour les prêteurs malgré un risque supérieur à celui de la dette senior.

En créant une capitalisation importante et subordonnée à la dette «senior», les prêts IRN permettent à l'OPA de s'instaurer. Cependant les

«IRN» sont destinées à être refinancées rapidement par de la dette subordonnée «permanente» qui aura une échéance plus longue que la dette senior (en général 10 ans) et surtout un taux d'intérêt moins élevé que les «IRN».

L'échéance plus longue de la dette subordonnée est imposée par les prêteurs senior qui souhaitent pendant toute la durée de leur engagement une capitalisation importante et subordonnée à la leur.

Le taux moins élevé est obtenu grâce à la durée plus longue accordée aux banques d'investissement pour déce-ler les prêteurs.

De plus la transaction étant effectuée depuis un certain temps, les prêteurs peuvent ainsi avoir une vue plus précise et confiante de la transaction, et ainsi accepter une rémunération moins importante.

Cependant si celle-ci rencontre certains problèmes, les banques d'investissement peuvent avoir des difficultés pour refinancer les «IRN», voire être obligées d'annuler complètement le refinancement.

Les dettes subordonnées «permanentes» sont «public» c'est-à-dire qu'elles sont cotées et peuvent être revendues tant que la liquidité du marché est assurée. Si leur rating est inférieur à Baa3 (Moody's) ou BBB- (Standard & Poors), elles prennent la dénomination High Yield Bonds (obligations à haut rendement) ou Junk Bonds.

En avril 1989, les taux d'intérêt sur la 1st IRN et la 2nd IRN étaient de 14,3 % et 15,3 % respectivement. Le taux d'émission de la dette subordonnée (hors PIK et Discount) lors du refinancement «public» a été de 13,5 %. Les dettes subordonnées sont en général à taux fixes.

Les fonds propres

Ils sont en actions sans droit de vote («Preferred») et actions «ordinaires» («Common»). Dans le cas RJR Nabisco, les actions «Preferred» ont servi à dédommager les actionnaires restant

après l'OPA. Elle permet à la société de ne pas alourdir sa charge d'intérêt.

Les actions ordinaires sont contrôlées par le groupe KKR.

Les montants des ressources et des emplois pour compléter la transaction ont été les suivants:

Tableaux des ressources et des emplois

Ressources	Tender		Merger	
	M\$	%	M\$	%
Senior Bank Debt	11,925	63	12,175	48
1° IRN	1,250	7	1,250	5
2° IRN	3,750	20		
Subordinated Debenture			3,750	15
KKR jr sub PIK Bridge Loan	500	3	500	2
PIK Exchange Preferred Stock			4,067	16
PIK Senior Conv. Debenture			2,259	9
Common Equity	1,500	8	1,500	6
Total Ressources	18,925	100	25,501	100

Emplois	Tender	Merger	Total
1 - 165 M d'actions à 109 \$	18,040		18,040
2 - Actions sans droit de vote	129	6	135
3 - Frais A)	756		756
1 - Frais B)		344	344
2 - 54,5 M d'actions (1)		6,326	6,326
3 - Intérêt jusqu'à la fusion		750	750
4 - Trésorerie de l'entreprise		- 850	- 850
Total	18,925	6,576	25,501

Frais A) = \$756 millions représentent des commissions aux banques commerciales pour le placement de la dette bancaire senior, aux banques d'investissement pour le conseil dans la transaction et le placement des «IRN» ainsi que les frais d'avocats.

Frais B) = \$344 millions de frais liés aux commissions des banques d'investissement pour le placement des titres subordonnés.

(1) paiement des common shares non payées lors du tender, effectué en titres -> \$850 millions ont été prélevés sur la trésorerie excédentaire de l'entreprise

Le montant de l'acquisition de RJR Nabisco par Kohlberg Kravis Roberts s'élève donc à \$25,501 milliards.

Prenant en compte les \$5,398 milliards de dettes financières de la société existant avant la transaction et pris en charge par les nouveaux actionnaires, la société a été valorisée à \$30,899 milliards soit environ 1,8 fois le chiffre d'affaires, 8,8 fois l'operating cash-flow, 11,5 fois l'operating income.

La capitalisation après fusion

Après la fusion, les «2nd Increasing Rate Notes» ont été refinancées sur le marché obligataire. La capitalisation ressort désormais comme suit :

EMPLOI (\$ 000)	Montants	Echéance Nb année	Marge / Taux	Repaiement
S PRE-EXISTING ASSUMED DEBT	5 398 000			
E SENIOR BANK DEBT "TENDER"			Eurod\$ +	
N Asset sale Bridge Loan	6 000 000	1 => 1,5	2,5%	Vente actifs
I Refinancing Bridge loan	1 500 000	2	3,5%	
O Acquisition Term loan	5 250 000	3 => 6	2,5%	Cash flow
R Working capital facility	1 000 000	3	2,5%	Cash flow
R Total Senior Tender	12 175 000			
I 1ST INCREASING RATE NOTES	1 250 000			
S SUBORDINATED DEBT				
U Pik Sub. Debentures	1 000 000	11	15% 14,61	Cash flow
B Sub. Discount Debenture	4 110 000	11	15% 14,58	Cash flow
O Subordinated Debentures	525 000	11	13,5% 12,43	Cash flow
R Sub. Reset Debentures	225 000	11	13,125% 12,83	Cash flow
D Total Subordinated	3 750 000			
K KKR JR. SUB. PIK BRIDGE LOAN	500 000		13%	
P PIK EXCHANGE PEF. STOCK	4 067 000		Treasury B. + 5,5%	
P PIK SENIOR CONV. DEBEN.	2 259 000	20	Treasury B. + 5,5%	
C COMMON EQUITY	1 500 000			
T TOTAL CAPITALISATION	30 899 000			

- Pour la dette subordonnée, apparaissent le taux à l'émission et le rendement jusqu'à l'échéance finale calculée à la date du 10 juillet 1989. La dette «Sub. Discount Debenture» a été émise à 49 % du Par.

- Les titres PIK Exchangeable Preferred Stock (actions préférentielles) devraient normalement être subordonnés aux PIK Senior Convertible Debentures (obligations). Cependant, ils ont été émis par une entité filiale de la holding qui a émis les «Debentures». De fait, les «Preferred» sont senior des «Debentures».

- L'ensemble de la dette senior n'est pas tirée («funded»). La dette discount a été émise à 49 % de sa valeur notionnelle et ne comptabilise pas d'intérêt avant 1994. Ces trois caractéristiques expliquent les différences entre le total des dettes senior et subordonnées et les montants mis pour la description des «Senior Bank Debt» et «Subordinated».

Dettes prioritaires «senior»

La dette senior se compose en premier lieu d'un «Asset Sale Bridge Loan» de 6 Md\$. Ce financement est remboursable pour 5 Md\$ un an après la fusion et pour 1 milliard 18 mois après la fusion. KKR comptait vendre les actifs internationaux de RJR ainsi que la société Del Monte qui est un très important producteur de conserves de fruits et légumes. En juin 1989, KKR a cédé des actifs internationaux de RJR à BSN pour 2,5 Md\$. Ils étaient évalués entre 1,5 et 2 Md\$. Le prix de vente représente 2,1 fois le CA et 18 fois l'operating income de ces actifs respectivement, montrant par la même les multiples importants générés par les perspectives du marché unique européen. KKR espère obtenir 3,5 Md\$ de la vente de Del Monte. L'activité fruits frais de cette société a été acquise en septembre 89 pour 875 M\$ par Polly Peck La seconde partie du financement senior est composée de trois dettes : le "Refinancing Bridge Loan" de 1,5 Md\$ et d'échéance 2 ans, l'Acquisition Term Loan de 5,25 Md\$ avec une échéance de six ans et le "Working Capital Facility" de 1Md\$ et d'échéance de trois ans.

Dettes subordonnées

Les dettes subordonnées PIK et Discount offrent certaines caractéristiques avantageuses pour l'entreprise. Pendant les 5 premières années, la dette PIK Sub. Debentures satisfera à ses obligations en émettant de nouveaux titres identiques PIK. Ensuite, les intérêts seront réglés en fonds monétaires. La dette «Subordinated Discount Debenture» a été émise à 49 % de sa valeur notionnelle et ne paie pas d'intérêt pendant 5 ans. Ces dettes permettent à la société d'épargner sa trésorerie pendant les premières années du Lbo. Cependant l'entreprise devra offrir une rémunération plus importante (15 % au lieu de 12,5 %). Les dettes «Subordinated Debentures» et «Subordinated Reset Debentures» sont plus courantes et n'offrent pas de caractéristiques particulières. Ces quatre dettes font partie du marché «High Yield Bond». Elles sont donc «public» et cotées, contrairement aux dettes «senior» et autres dettes subordonnées qui font partie d'une syndication bancaire (dettes senior) ou d'un placement privé (autres dettes).

Autres dettes

Les dettes PIK Senior Converting Debentures et PIK Exchangeable Debentures ont permis le remboursement des 26% d'actionnaires restant de l'ancienne société NJR Nabisco lors de la fusion. Après 4 années, la dette Senior Converting peut se convertir en actions ordinaires de la société holding.

Enseignements de l'opération

Le marché financier américain permet de créer des montages à fort levier d'endettement. Lors d'une telle opération, l'acquéreur apporte une faible partie des fonds nécessaires (parfois moins de 1%). L'intérêt de l'investisseur réside dans le retour sur investissement très important obtenu. La mise en place d'une dette importante «Asset Sale Loan» pour une courte maturité permet à la société de mettre en place l'OPA puis de diminuer le montant d'endettement à mesure que les ventes d'actifs s'effectuent. Les autres dettes senior correspondent aussi aux besoins de l'entreprise tant en montant qu'en échéance. Cependant aux Etats-Unis, les prêteurs senior (banques commerciales) ne souhaitent pas financer plus de la moitié de la capitalisation de la société afin d'obtenir une sécurité suffisante en cas de liquidation. Si le capital de la société apporté par l'acquéreur représente seulement 10 % de la capitalisation, seules les dettes subordonnées peuvent permettre à la transaction de s'effectuer.

Les firmes européennes ont traditionnellement financé leurs acquisitions par des fonds propres. Celles-ci se sont récemment restructurées, leurs profitabilités se sont améliorées et génèrent maintenant un cash-flow important. Dans la perspective des restructurations d'après 1992, ces sociétés forment d'excellents candidats à l'utilisation du levier d'endettement car elles possèdent le cash-flow nécessaire au remboursement des dettes. De plus, les multiples acceptés par les acquéreurs en Europe pour se positionner sur le marché unique semblent encore plus importants que ceux atteints aux Etats-Unis. Devant l'augmentation des financements demandés, les possibilités de financer les acquisitions par de la dette sont donc assurées d'être de plus en plus étudiées. Ce contexte est favorable au développement de l'emploi de la dette subordonnée en Europe.

Marc-Antoine Lefebvre et
Christophe Nijdam

La capitalisation après fusion

Après la fusion, les «2nd Increasing Rate Notes» ont été refinancées sur le marché obligataire. La capitalisation ressort désormais comme suit :

EMPLOI (\$ 000)	Montants	Echéance Nb année	Marge / Taux	Repaiement
S PRE-EXISTING ASSUMED DEBT	5 398 000			
E SENIOR BANK DEBT "TENDER"			Eurod\$ +	
N Asset sale Bridge Loan	6 000 000	1 => 1,5	2,5%	Vente actifs
I Refinancing Bridge loan	1 500 000	2	3,5%	
O Acquisition Term loan	5 250 000	3 => 6	2,5%	Cash flow
R Working capital facility	1 000 000	3	2,5%	Cash flow
R Total Senior Tender	12 175 000			
I 1ST INCREASING RATE NOTES	1 250 000			
S SUBORDINATED DEBT				
U Pik Sub. Debentures	1 000 000	11	15%	14,61
B Sub. Discount Debenture	4 110 000	11	15%	14,58
O Subordinated Debentures	525 000	11	13,5%	12,43
R Sub. Reset Debentures	225 000	11	13,125%	12,83
D Total Subordinated	3 750 000			
K KKR JR. SUB. PIK BRIDGE LOAN	500 000		13%	
P PIK EXCHANGE PEF. STOCK	4 067 000		Treasury B. + 5,5%	
P PIK SENIOR CONV. DEBEN.	2 259 000	20	Treasury B. + 5,5%	
C COMMON EQUITY	1 500 000			
T TOTAL CAPITALISATION	30 899 000			

- Pour la dette subordonnée, apparaissent le taux à l'émission et le rendement jusqu'à l'échéance finale calculée à la date du 10 juillet 1989. La dette «Sub. Discount Debenture» a été émise à 49 % du Par.

- Les titres PIK Exchangeable Preferred Stock (actions préférentielles) devraient normalement être subordonnés aux PIK Senior Convertible Debentures (obligations). Cependant, ils ont été émis par une entité filiale de la holding qui a émis les «Debentures». De fait, les «Preferred» sont senior des «Debentures».

- L'ensemble de la dette senior n'est pas tirée («funded»). La dette discount a été émise à 49 % de sa valeur notionnelle et ne comptabilise pas d'intérêt avant 1994. Ces trois caractéristiques expliquent les différences entre le total des dettes senior et subordonnées et les montants mis pour la description des «Senior Bank Debt» et «Subordinated».

Dettes prioritaires «senior»

La dette senior se compose en premier lieu d'un «Asset Sale Bridge Loan» de 6 Md\$. Ce financement est remboursable pour 5 Md\$ un an après la fusion et pour 1 milliard 18 mois après la fusion. KKR comptait vendre les actifs internationaux de RJR ainsi que la société Del Monte qui est un très important producteur de conserves de fruits et légumes. En juin 1989, KKR a cédé des actifs internationaux de RJR à BSN pour 2,5 Md\$. Ils étaient évalués entre 1,5 et 2 Md\$. Le prix de vente représente 2,1 fois le CA et 18 fois l'operating income de ces actifs respectivement, montrant par la même les multiples importants générés par les perspectives du marché unique européen. KKR espère obtenir 3,5 Md\$ de la vente de Del Monte. L'activité fruits frais de cette société a été acquise en septembre 89 pour 875 M\$ par Polly Peck La seconde partie du financement senior est composée de trois dettes : le "Refinancing Bridge Loan" de 1,5 Md\$ et d'échéance 2 ans, l'Acquisition Term Loan de 5,25 Md\$ avec une échéance de six ans et le "Working Capital Facility" de 1Md\$ et d'échéance de trois ans.

