

<http://www2.pemagazine.fr/magazine/esg-l-heure-de-l-engagement,94/la-mezzanine-se-branche-sur-le-courant-alternatif,2586>

DOSSIER(S) ENQUETE

La mezzanine se branche sur le courant alternatif

La mezzanine s'inscrit désormais dans le flux plus large des financements alternatifs jouant sur toute la gamme des solutions obligataires afin de compenser le manque d'appétit bancaire dans les deals de capital investissement. Signe des temps, le vocabulaire évolue et les poches de mezzanine se renomment dette privée.

Depuis la chute de Lehman Brothers, la physionomie des financements de LBO a radicalement changé. Exit la pléthore de deals où les prêteurs jouaient des coudes pour obtenir un bout de syndication. Les établissements bancaires contraints de fortement limiter leur exposition au LBO ne prêtent plus qu'avec parcimonie : de 260 mil liards d'euros de prêts à effet de La mezzanine s'inscrit désormais dans le flux plus large des financements alternatifs jouant sur toute la gamme des solutions obligataires afin de compenser le manque d'appétit bancaire dans les deals de capital investissement. Signe des temps, le vocabulaire évolue et les poches de mezzanine se renomment dette privée. levier recensés en 2007 par Thomson Reuters en zone EMEA, on passe à 100 mil - liards d'euros en 2011, et à 20 milliards au premier trimestre 2012. On aurait pu s'attendre à ce que la mezzanine comble l'absence de la dette senior. Il n'en a rien été jusqu'à très récemment : en 2009, nos classements n'avaient recensé que 75 mil lions d'euros de mezzanine en France pour un montant de dette senior de 755 millions d'euros ; 2010 avait fait un peu mieux avec 257 millions d'euros pour 2,5 milliards de financement senior. Rien à voir avec le bond prodigieux de 2011, où la mezzanine a repré senté près d'1,2 milliard d'euros, pour un total de 6,3 milliards de dette senior. « Les tranches non amortissables de dette senior ont été fortement réduites, analyse Cyril de Galea, partner d'Indigo Capital, il y a donc naturellement plus de place pour la mezza nine. » En effet, avec des valorisations de sociétés de mid market encore élevées – depuis le point bas de mi-2009 à 5,7 fois l'Ebitda, l'indice Argos Mid Market est remonté jusqu'à 7,7 fois fin 2011 et s'établit à 7,2 fois en mars 2012 –, les mix de financement, même moins leveragés, contiennent néanmoins souvent de la mezzanine. « Les leviers senior ont diminué depuis début 2012 en mid cap à 2,5 à 3 fois l'Ebitda de dette senior, constate Philippe Charbonnier, spécialiste de debt advisory chez Leonardo & Co, donc un gros tour de mezzanine porte les leviers à 3,5-3,9, ce qui est globalement assez limité. » De surcroît, la diminution post- crise du nombre de deals a remodelé les troupes des mezzaneurs. Les équipes des banques ont presque disparu à l'exception de CIC Mezzanine, Mezzanis n'a pas survécu à la cession des équipes private equity du Crédit Agricole à Coller, et Groupama a mis Acto en vente. European Capital a failli être démantelé, mais semble depuis peu reprendre des couleurs (voir Actus p. 7). Les levées sont ardues et longues, certaines équipes arpentent les routes depuis plus de deux ans. En outre, les fonds ne sont plus leveragés par les banques, ce qui diminue les objectifs de taille de véhicules. Bon an mal an, quelques équipes partent en collecte, comme Capzanine cette année, ou Indigo Capital, dont l'équipe française va se lancer sous peu (voir tableau ci-contre). Certaines se montrent actives sur le marché : la division private debt d'Axa PE reste par exemple incontournable, avec 2,3 mil liards d'euros sous gestion. Elle a notamment participé, avec Euromezzanine (qui a levé en 2009 un fonds de 640millions d'euros), à l'opération de reprise de Stokomani par Advent, cédé par Sagard pour une valeur d'entreprise de 200millions d'euros. Les mezzaneurs ont contribué à 30 % du financement, et étaient d'ailleurs déjà présents lors du LBO précédent. Idinvest, qui a bouclé une levée début 2012 à 275 mil - lions d'euros, vient de prendre part à la reprise con jointe d'Armatix et Laser Contact menée par Activa Capital (voir Deal du mois p. 44), en invitant Access en co-investissement. Sur le plan sectoriel, on remarque Céréa sur les opérations agroalimentaires, comme récemment lors du rachat de Labeyrie par Lur Berri et LBO France, où le montage comprend 30mil lions d'euros de mezzanine senior et 20 mil lions de junior, que Céréa partage avec Unigrains et BNP. « Mais si la mezzanine est très présente en mid market, on la remarque moins en large », pointe Philippe Charbonnier. Au-delà d'une certaine taille, les ban ques parviennent à monter des clubs internationaux, et le high-yield peut représenter une

option. En France, ces derniers temps, seul le deal Afflelou (valué à 800 millions d'euros lors de son rachat par Lion Capital) comporte une mezzanine de l'ordre de 110 millions d'euros fournie par Alcentra.

L'émergence des financements obligataires

« Les acteurs ne sont plus qualifiés de mezzaneurs, mais de fournisseurs de private debt », relève Agnès Nahum, managing partner des fonds de fonds Access. Plusieurs gérants ont ainsi répercuté cette évolution dans leur nom : Axa PE Mezzanine est devenu Axa Private Debt, et ce terme est aussi utilisé par Idinvest, Partners Group, Ares, Access et Tikehau IM. La nuance est importante, car elle permet d'élargir la gamme des produits obligataires proposés, allant de la mezzanine à l'unitranche en passant par les PIK notes, voire le second lien ou le rachat de dette en secondaire pour certains. Les arrangements en « pay if you can », le degré de recours aux warrants, toute la famille des titres convertibles ou de préférence, et les structures plus ou moins bullet font partie de la mosaïque. La flexibilité et la souplesse sont donc dorénavant sur toutes les lèvres : « On peut jouer sur tous les curseurs quand on se situe dans le mid ou lower mid, confirme Martial Lauby, partner d'Access, Contrairement au large cap où les produits sont plus standards, on travaille de gré à gré avec une plus forte customisation. Nous voyons ainsi les acteurs de mezzanine réfléchir à la façon de rendre leurs produits plus attractifs. » Axa Private Debt n'a ainsi pas hésité à se lancer, depuis 2011, dans l'élabo-ration d'unitranches qui remplacent un montage dette senior + mezzanine pour quelques deals spécifiques, permettant de préserver le cash flow avec un remboursement in fine. Fin 2011, par exemple, l'équipe a mis ce système en place lors du renforcement d'Eurazeo PME au capital de FDS Group, et en a syndiqué une partie en juin 2012 à European Capital. Ce dernier connaît bien la solution, pour l'avoir déjà utilisée en 2007 lors de la reprise de Delsey par Argan Capital. Cependant, ce type de dette a un coût pour l'entreprise... « Pour les managers, il n'y a plus cette idée reçue qu'un financement obligataire ou bancaire doit se faire absolument à des taux bas pour refléter la qualité de la société ou sa forte rentabilité, a affirmé Cécile Mayer Levi (Axa Private Debt) lors de la conférence IIR Mezzanine Finance & Subordinated Debt, fin mai à Paris. S'ils ont la capacité de se financer, ce ne sera pas vécu comme un échec de le faire à 11, 12 ou 13%. Les gens veulent aller de l'avant et ne vont plus chercher à optimiser le montage pour 2-3 points de base, ils souhaitent une solution rapide pour se concentrer sur les défis stratégiques. » Il semble alors qu'on assiste à une spécialisation par affinités, avec des mezzaneurs penchant soit côté crédit, soit côté equity. « La mezzanine répond à des besoins de financements très variés. Les mezzaneurs cherchent à se différencier et/ou se positionner dans une ou des niches de la niche, confirme Cyril de Galea, d'Indigo. Chez Indigo, nous finançons les LBO traditionnels, mais nous apprécions aussi les dossiers atypiques, comme les carve-out ou les PtoP. Le LBO mené par Chevrillon et HLD sur Interflora a fait l'objet d'un financement mezzanine classique alors que, pour le PtoP de Moria [avec Edmond de Rothschild Capital Partners, ndlr], la structuration a été plus complexe, c'est un financement sur mesure pour une opération particulière. » Fidèle à une relation privilégiée avec les sponsors, Indigo mise donc sur une mezzanine relativement traditionnelle mais adaptée au cas par cas, « qui a démontré sa valeur ajoutée, à l'inverse des nouveaux produits de dette dont le succès reste à démontrer », n'hésite pas à tacler Cyril de Galea. **IFE Mezzanine**, sur le même créneau, défend la rapidité d'exécution de la mezzanine et sa nature intrinsèquement modulable : « La mezzanine est une pâte à modeler remarquable pour faire le lien entre l'equity et la dette », illustre **Dominique Fouquoire**, directeur associé du fonds. Côté crédit, Tikehau part de l'actif pour développer une solution sur mesure se fondant sur « des produits flexibles sur tout le spectre du crédit, avec un focus sur le financement junior » grâce à son FCPR de Preferred Capital en cours de levée, détaille Jean-Baptiste Feat, directeur d'investissement dans l'équipe private debt pilotée par Fabrice Damien et Mathieu Chabran. Il cible entre autres des besoins de build-up, « afin de consolider les lignes négociées et mettre en place un instrument de financement qui préserve les accords intercréditeurs ». Or, la mezzanine peut être envisagée comme un produit autonome pour financer des besoins de croissance, et pas seulement pour boucher les trous entre la dette senior et l'equity : « Cela a toujours existé, précise **Dominique Fouquoire**, mais on assiste à un phénomène de prise de conscience accéléré par la raréfaction de la dette senior. On en parle plus facilement, même avec des familles qui sont à la tête d'entreprises de petite taille. La culture financière se diffuse de plus en plus dans ces sociétés. » Acto notamment arrangé une mezzanine de 7 millions d'euros fin 2011 pour que Domidep, un Ehpad soutenu depuis 2007 par Azulis, fasse l'acquisition de trois nouveaux établissements d'accueil de personnes âgées. Avec une telle palette d'actions, il reste toutefois étonnant que les deals en mezzanine ou autres montages obligataires ne soient pas plus importants pour combler le différentiel dû au repli des banques. « Les principaux concurrents de la mezzanine sont aujourd'hui les fonds de private equity qui assurent seuls jusqu'à 70 % du financement du deal », a souligné François Lacoste, partner d'Idinvest, lors de la conférence IIR Mezzanine. Finalement, sont concernés les GPs qui subissent une forte pression de leur dry powder, quitte à écorner leur rentabilité.

MULTIPLES MÉDIANS DE LEVIER DANS LES TRANSACTIONS EUROPÉENNES



Cliquer pour agrandir

La vague de refinancements

La principale piste de développement pour les solutions alternatives semble donc être celle du refinancement, qui pourrait prendre le pas sur les deals primaires. En effet, le mur de dettes est toujours là, avec son pool de remboursements in fine représentant plus de 550 milliards de dollars de prêts LBO en Europe arrivant à échéance d'ici à 2016*. L'allongement de la maturité des dettes repousse en effet le problème un certain temps, mais les sponsors vont devoir trouver des liquidités sans compter autant qu'avant sur le système bancaire. « Oui, le refinancement est une option, certes pas encore beaucoup vue mais attendue, analysent les partners d'Access. C'est une thématique de sourcing dans les pitches de levée, les besoins de financement étant énormes. On fera appel à toutes les solutions, dont la mezzanine et la private debt, car il ne sera plus possible de reculer indéfiniment avec des approches de type "amend and extend". » Un point de vue partagé par Philippe Charbonnier (Leonardo & Co) : « Le recours à des solutions plus souples en complément de la formule "dette senior et mezzanine" devrait montrer que le marché a atteint une certaine maturité », ajoute-t-il. Soit le refinancement s'effectue lors d'un changement de sponsor, soit avec le même, pour lui permettre de continuer à développer cette ligne en attendant une fenêtre de sortie. Des mezzaneurs parlent de « sortie rampante », à l'amiable, qui met de la mezzanine au travail en permettant au sponsor de retourner de l'argent à ses souscripteurs, mais ces dossiers restent « dis crets ». Pourtant, certains sont connus, comme les refinancements opérés par Blackstone pour Vitalia et Jack Wolfskin, auxquels Tikehau a participé en tant qu'investisseur de référence d'une tranche de second lien de 85 millions d'euros pour le premier, et en second lien et dette senior pour le deuxième. Une perspective qui devrait stimuler la créativité des prêteurs alternatifs.

* Linklaters, rapport *Off Piste : Negotiating Europe's LBO debt mountain*

Laurence Pochard

De nouveaux acteurs sur le créneau obligataire

Traditionnellement positionnés en retail, certains acteurs se lancent dans la levée de FCPR institutionnels obligataires. C'est le cas d'123Venture, qui accueille depuis mai 2012 Trocadero Capital, monté par Philippe Bruneau et Benjamin Fougerat, ex-Tikehau Mezzanine. Le véhicule cherche à collecter une centaine de millions d'euros pour cibler des entreprises familiales qui sont en dehors du spectre des fonds de capdev, soit pour des raisons de taille de ticket, soit parce que le management refuse d'être dilué. Il interviendra essentiellement auprès d'entreprises françaises valorisées entre 15 et 150 M€, via des tickets situés entre 2 et 15 M€, co-investissements compris. A Plus Finance a fait le même pari fin 2011, en lançant la levée d'un fonds de taille similaire. « Nous avons déjà près de 90 M€ sous gestion avec nos fonds retail dédiés, rappelle Fabrice Imbault, directeur associé. L'intérêt pour le financement obligataire a émergé suite à une demande de plus en forte des managers que nous rencontrons. En effet, notre univers d'investissement se focalise sur des entreprises ayant dépassé le seuil de rentabilité, avec déjà un tour de table en capital et dont les dirigeants ne souhaitent donc plus être dilués. En mezzanine ou financement obligataire, nous intervenons sur des PME de 10 à 150 M€ de CA, valorisées entre 10 et 20-25 M€. » L'analyse se fonde sur le fait que les banques utilisent une approche par scoring, différente de celle d'un capital investisseur qui prend plus en

compte le modèle de développement de la société. Les bonds convertibles interviennent alors en complément d'un pool bancaire ou en solo. Dans l'autre sens, Idinvest a pour sa part choisi de monter un FCPR de private debt ouvert aux particuliers. Une idée qui devrait faire des émules.

Fonds mezzanine en levées

GÉRANT	FONDS	OBJECTIF (M€)
Capzanine	Capzanine III	325
Indigo Capital*	Indigo Capital	300
IFE Mezzanine	IFE Fund III	150
Trocadero Capital	Trocadero Capital & Transmission II	100
Argos Soditic	Argos Expansion	120
CIC Mezzanine	CIC Mezzanine III	120
A Plus Finance	A Plus FCPR	100
Midi Capital	Midi Capital 4	50
FONDS DE FONDS		
Access Capital Partners*	Fonds de fonds Mezzanine & Private Debt	NC

Source : Private Equity Magazine

* En levée dans les douze prochains mois

Le venture loan, une alternative pour les start-up

Le venture loan, populaire dans la Silicon Valley mais anecdotique sous nos latitudes, a fait reparler de lui il y a peu. L'Affic avait conclu, après une étude en 2008, que le marché français pour ce type de financement était restreint mais présentait de l'intérêt pour le développement du capital risque. Generis Capital le propose pourtant avec ses fonds retail, grâce à des financements sous forme de prêts à taux d'intérêt garanti remboursé chaque mois ou chaque trimestre, en complément de l'investissement en capital. Le plus souvent assorti d'un «kicker» en BSA pour environ 10 % à 20 % du montant de la dette consentie, son remboursement est «senior» par rapport aux autres titres de créance. En mai 2012, Generis a ainsi injecté 2,5 M€ sous forme de venture loan pour financer le développement du spécialiste des techniques RFID Tagsys, par ailleurs soutenu au capital par plusieurs VCs.

Quand la mezz se passe de sponsor

Pour multiplier les opportunités, les mezzaneurs peuvent aussi se tourner vers les deals sponsorless : « Quand on connaît bien le management, il s'agit d'un excellent outil qui lui permet de prendre le contrôle d'une société après un ou deux LBO réussis », note **Dominique Fouquoire**. Le financement de capex ou de croissance interne reste également à explorer par les fournisseurs de dette privée, compte tenu de la frilosité des banques et de leur tendance à prêter moins sur des durées plus courtes. De son côté, le FSI a lancé le dispositif OC+ depuis 2010 pour du capdev, offrant une alternative séduisante pour les dirigeants de PME qui ne souhaitent pas être dilués. OC+ est doté de 510 M€, dont 220 M€ gérés par CDC Entreprises et 290 M€ par FSI Régions, sa filiale. Constitué d'obligations convertibles assorties de BSA, cet outil financier a une durée de vie de cinq à sept ans, avec le paiement d'intérêts annuels à hauteur de 5 % et un paiement complémentaire en fin de période qui permet d'atteindre une rémunération globale annuelle comprise entre 12 et 15 %. OC+ investit entre 500000 € et 7 M€, via CDC Entreprises pour les opérations comprises entre 4 à 7 M€ et FSI Régions pour celles d'un montant de 500000 € à 4 M€. En 2011, d'après nos classements, CDC Entreprises a misé 50,3 M€ en 16 deals, et FSI Régions a investi 27,6 M€ en 40 opérations.

<http://www2.pemagazine.fr/magazine/esg-l-heure-de-l-engagement,94/la-mezzanine-se-branche-sur-le-courant-alternatif,2586>