



LE DOSSIER

Si les financements du large cap sont gelés depuis février avec la fermeture des prêts syndiqués et du high yield, les LBO midcap continuent à bénéficier de la montée en puissance de l'unitranche qui se positionne sur des opérations de plus en plus importantes.

Financement **LBO** : la fête momentanément **suspendue ?**

« LE DÉBUT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE ANNONCÉ par les banques centrales, les inquiétudes suscitées par un niveau d'inflation élevé qui n'apparaît plus transitoire, le contexte de guerre en Ukraine et ses conséquences économiques sont autant de facteurs susceptibles de toucher durablement notre environnement de marché, qui était relativement stable depuis cinq ans », estime François Petit, président de CIC Private Debt. Ces tensions vont-elles signer la fin de l'euphorie qui a porté le financement des LBO à des sommets historiques en 2021 avec plus de 281 milliards de dollars d'émissions high yield et de leveraged loans recensées par Moody's ? Ce qui est certain, c'est que 2022 a plutôt mal démarré. « Sur le large cap, le marché des émissions primaires est quasiment à l'arrêt. En revanche, l'écartement des spreads suscite des opportunités sur le secondaire, même si les décotes n'ont rien à voir avec celles observées au début de la pandémie », poursuit le patron de la filiale Dette privée de CIC. En effet, alors que, en mars 2020, les niveaux de décote avaient flirté avec les 90 %, selon l'indice Standard & Poor's, à la mi-mars 2022, ils étaient plus de l'ordre de 96 %. Sur le marché primaire, l'émission de leveraged loans en Europe s'est effondrée, à 17,8 milliards au premier





LE DOSSIER

trimestre de 2022, à comparer aux 41,2 milliards d'euros des trois premiers mois de 2021. Sur le montant émis en début d'année, près de 13 milliards l'ont été en janvier et le reste, au début de février, avant la fermeture totale des robinets le 24 février. Si le mois d'avril est porteur de l'espoir d'un dégel, celui de mars a signé l'arrêt total des syndications, laissant les banques collées avec quelque 37 milliards d'euros de dette de LBO européens d'après Bloomberg.

CONDITIONS DISSUASIVES POUR LE LARGE CAP

« Pour certains dossiers de syndication lancés avant la guerre en Ukraine, on a pu observer l'activation de clauses de market flex avec des pricings ajustés à la hausse sur les spreads et les OID (original issue discount, NDLR) », témoigne François Petit, président de CIC Private Debt, qui cite notamment le renchérissement du pricing pour le financement d'Armor-limac. Le numéro un mondial du ruban de transfert thermique, qui a signé un buy-out minoritaire avec Astorg en début d'année, a obtenu un term loan B de 410 millions d'euros à 500 points de base avec un OID (ou prix de syndication) de 98. De quoi refroidir les autres candidats à une émission primaire comme le groupe d'ophtalmologie allemand Veonet, en LBO avec PAI et Ontario Teachers', qui a préféré reporter la syndication de sa dette TLB de 795 millions d'euros prévue pour la fin de février. Même le groupe britannique de cliniques vétérinaires IVC Evidensia, sous LBO avec un pool mené par EQT, a subi une hausse de pricing pour son TLB additionnel de 480 millions d'euros, à 475 points de base, pourtant souscrit auprès des mêmes prêteurs qui lui ont fourni la précédente dette à 400 bps. Ces conditions dissuasives figent le large cap et pourraient pousser le haut du midmarket dans les bras encore ouverts des fonds de dette privée. « La fermeture du marché des TLB syndiqués pourrait donner lieu à un report sur l'unitranche pour certains dossiers nécessitant des tickets de 300 à 400 millions d'euros », estime Philippe Charbonnier, managing director Debt advisory chez Natixis Partners. « La frilosité des banques dans le contexte actuel joue en faveur des fonds de dette qui continuent à prendre des parts de marché sur les process en cours », confirme Olivier Vermeulen, partner responsable du bureau parisien de Paul Hastings. Assis sur une dry powder monumentale estimée à 379 milliards de dollars au niveau mondial par Preqin, les fonds de dette pourraient bien continuer leur conquête des opérations à plus d'un milliard d'euros de valorisation



« POUR CERTAINS DOSSIERS DE SYNDICATION LANCÉS AVANT LA GUERRE EN UKRAINE, ON A PU OBSERVER L'ACTIVATION DE CLAUSES DE MARKET FLEX AVEC DES PRICINGS AJUSTÉS À LA HAUSSE SUR LES SPREADS ET LES OID », FRANÇOIS PETIT, CIC PRIVATE DEBT

LE RETOUR DU COUPLE SENIOR + MEZZ SUR LE SMIDCAP

L'agglutination des fonds de dette sur le haut du midmarket aura conduit à délaissier le bas du marché, redevenu le terrain de jeu des banques, qui ont dû également s'aligner sur les pratiques des fonds de dette en devenant plus réactives et plus permissives sur les niveaux de levier. « Avec la concentration de fonds de dette de taille de plus en plus importante sur le mid et l'upper mid et une prise de parts de marché croissante de l'unitranche sur ces marchés, on a constaté, sur le lower

mid, le retour des financements bancaires et des underwritings qui ont favorisé un regain d'intérêt pour le couple senior + mezzanine sur ce segment », constate François Petit, président de CIC Private Debt, dont le cinquième fonds de dette Mezzanine & Unitranche, qui a atteint son hard cap l'été dernier en collectant 450 millions d'euros, est majoritairement déployé en mezz PIK. A contrario, son prédécesseur a été investi à parité entre l'unitranche et la mezzanine (lire aussi page 6).

comme ils l'ont fait ces derniers mois pour les LBO d'Iad, de Questel ou de HTL Biotechnology. « Même si les tailles d'opérations financées en unitranche ont connu une croissance constante ces derniers mois, la force de frappe des fonds de dette est loin de pouvoir compenser la fermeture des marchés high yield et TLB », nuance Cécile Mayer-Lévi, directeur de l'activité Dette privée de Tikehau Capital.

INERTIE EMBARQUÉE POUR LA DETTE PRIVÉE

Toujours est-il que, du côté des financements en dette unitranche des LBO du midmarket, c'est « business as usual » ou presque. « Il est encore trop tôt pour évaluer l'impact de la guerre en Ukraine sur le marché de la dette privée, souligne Cécile Mayer-Lévi. Pour les opérations déjà lancées avant le conflit, les process suivent leur cours sans changement par l'effet d'une inertie embarquée. » Il en va de la réputation de fiabilité des acteurs de la dette privée, qui ne peuvent pas se permettre de faire défaut à leurs engagements. « Mais il devrait y avoir une pause pour les nouveaux process avec un attentisme lié au contexte géopolitique et une sélectivité accrue sur les nouvelles opérations », poursuit la responsable de l'activité Dette privée de Tikehau Capital. « Le midcap renoue avec la polarisation sectorielle des dossiers comme au début de la crise sanitaire », confirme Philippe Charbonnier, chez Natixis Partners, qui n'observe pas, en revanche, de changement significatif sur les pricings et les leviers à ce jour. Ainsi, à la fin de mars, le spécialiste de la traduction Acolad, en LBO avec Qualium, a financé son build-up sur son confrère Ubiquis en rehaussant sa dette unitranche et en l'agrémentant d'une PIK notes auprès de ses prêteurs historiques Barings et Eurazeo Private Debt pour un montant global d'environ 300 millions d'euros. Le levier dépasserait 6 fois l'Ebitda. À l'heure où les banques ont levé le crayon sur les nouveaux process, les fonds de dette continuent ainsi à répondre présents, comme pour le LBO bis du spécialiste de la rénovation du bâti ancien CIR annoncé à la fin de mars pour une valorisation d'environ 300 millions d'euros offerte par BlackFin Capital Partners au sortant Bridgepoint Development Capital. Le futur sponsor s'appuie sur les fonds de dette LGT Capital Partners et Pemberton, qui avaient déjà apporté l'unitranche du LBO de 2017 et du dividend recap de 2019. Plus surprenant, le groupe de conseil et de services dédiés aux RH Alixio a financé son OBO avec ●●●



LE DOSSIER

Ardian à la mi-mars avec une tranche B apportée par Allianz Global Investors. L'exemple type d'une opération qui aurait traditionnellement été soutenue par des prêteurs bancaires, mais qui bascule dans le giron des fonds de dette jugés plus fiables. « Dans le contexte actuel, l'underwriting est compliqué, même si le midcap français est peu exposé à la Russie. Cela génère de l'attentisme chez les prêteurs bancaires et pose la question d'un éventuel report pour des process concernant des sociétés touchées par le coût des matières premières et de l'énergie », souligne Nicolas Cofflard, managing director chez DC Advisory. Cet attentisme devrait créer à nouveau un effet d'aubaine pour les fonds de dette privée qui avaient déjà profité de la fermeture du marché bancaire en 2020 pour gagner de nouvelles parts de marché et monter en puissance sur des opérations en plus en plus importantes.

REDISTRIBUTION DES CARTES SUR LE MIDMARKET

« Dès la réouverture du marché du LBO post-Covid et jusqu'à la fin du premier semestre 2021, la multiplication des préemptives et l'accélération des process autour de dossiers très disputés ont avantagé les prêteurs unitranche, retrace Alice Foucault, managing director chez Barings, qui a signé 17 financements en France l'année dernière. À partir du second semestre 2021, on a constaté le retour des banques, mais aussi une plus forte hétérogénéité dans la qualité des dossiers. » Dans les opérations midcap françaises, les fonds de dette unitranche détiennent aujourd'hui au



« LA FERMETURE DU MARCHÉ DES TLB SYNDIQUÉS POURRAIT DONNER LIEU À UN REPORT SUR L'UNITRANCHE POUR CERTAINS DOSSIERS NÉCESSITANT DES TICKETS DE 300 À 400 MILLIONS D'EUROS », PHILIPPE CHARBONNIER, NATIXIS PARTNERS

moins 50 % de parts de marché. Une proportion en croissance, mais qui reste en dessous de ce qui se pratique dans le monde anglo-saxon. Comment expliquer l'engouement croissant pour une dette plus chère, rémunérée en moyenne 6,4 % en 2021 (selon l'indice Aether FS), dans l'environnement ultra-liquide post-Covid ? « Les sponsors sont prêts à payer plus cher pour avoir des interlocuteurs plus réactifs et plus proches du business, d'où la montée inexorable de l'unitranche sur les LBO du midmarket avec des tailles de tickets de plus en plus élevées », résume Philippe Charbonnier (Natixis Partners). Cette redistribution des cartes implique également de nouvelles pratiques apparues ces derniers mois. Des tranches de mezz PIK sont ainsi venues donner plus de levier aux financements en unitranche comme on l'a vu, par exemple, dans le quatrième LBO du fabricant toulousain d'appareillages orthopédiques Lagarrigue valorisé au printemps dernier près de 500 millions d'euros par Naxicap, soit plus de 17 fois son Ebitda. « Avec la flambée des valorisations sur les LBO des secteurs de la tech et de la santé, les leviers de dette ont franchi le seuil des 5 à 6 fois l'Ebitda estimés raisonnables avant la crise sanitaire, indique Nicolas Cofflard. On a vu ainsi apparaître des PIK notes au-dessus de l'unitranche pour permettre aux sponsors de ne pas dépasser les 70 % d'equity sur certains deals valorisés plus de 15 fois l'Ebitda. »

« L'accélération des processus de cession a aussi favorisé le développement des "common carriers", c'est-à-dire la désignation par le sponsor d'un avocat-conseil unique des prêteurs unitranche afin de rationaliser la sélection des offres de financement en faisant travailler les différents prêteurs consultés de manière compétitive sur des offres certes séparées mais similaires, souligne Olivier Vermeulen, chez Paul Hastings. Cette mutualisation permet également d'offrir un lot de consolation aux prêteurs unitranche non retenus en leur proposant une place auprès de l'unitrancheur lead sous réserve qu'ils se plient aux mêmes conditions. » En effet, l'étude d'Aether Finance sur la dette unitranche publiée à la fin de mars relève la participation de plusieurs prêteurs pour les opérations supérieures à 100 millions d'euros. « Bien que 57 % des opérations entre 100 et 200 millions d'euros soient portées par des investisseurs uniques, cette structure ne représente plus que 17 % des cas pour les transactions supérieures à 200 millions d'euros ; le nombre d'investisseurs pouvant, dans ces cas-là, monter jusqu'à cinq voire au-delà », précise le rapport.

L'ARRIVÉE DE L'UNITRANCHE COV-LITE

Particulièrement actif dans le cœur du midcap français, Barings illustre parfaitement la montée en puissance de la dette unitranche

GÉNÉRALISATION DES "ESG-RATCHET"

« L'ESG-ratchet s'installe progressivement comme une pratique de place », se félicite Cécile Mayer-Lévi, qui l'a appliquée à une trentaine d'opérations, dont quasiment tous les dossiers financés par Tikehau Private Debt, l'année dernière. En effet, alors que cette indexation d'une partie du pricing de la dette à des critères extra-financiers était l'apanage des financements large cap corporate avec les green bonds, cette tendance a essaimé à grande vitesse en 2021 dans la dette LBO, y compris chez les unitrancheurs. Parmi les opérations en vue qui ont opté pour ce type de financement, on peut citer

notamment le LBO bis mené par Eura-zeo sur le spécialiste des essais automobiles Utac Ceram, dont l'unitranche a été fournie par Barings, ou encore la recomposition du capital de l'éditeur de logiciels dédiés à la propriété intellectuelle Questel, dont l'unitranche a été également partiellement arrangée par Barings en consortium avec quatre autres fonds de dette, ainsi que le LBO orchestré par TowerBrook sur l'ESN Talan adossé à une unitranche ESG-ratchet structurée par Tikehau. Dans cette opération, le prêteur a détaillé les quatre critères extra-financiers sur lesquels il a indexé sa documentation. En l'occurrence, le maintien d'excellents scores auprès de Great Place To Work et EcoVadis, l'augmentation du pourcentage de salariés ayant accès à la formation, qui devra passer de



Cécile Mayer-Lévi

37 % à 60 %, la féminisation du management avec l'objectif de 36 % de femmes dans les cercles de décision contre 22 % au moment de l'opération, et des critères bonus liés à l'obtention d'une certification ESG mondialement reconnue (ISO 26000, B Corp, etc.). Si ces mesures incitatives pèsent symboliquement sur la motivation du management, des sanctions pourraient également apparaître dans un second temps, afin de se prémunir contre les accusations de facilité et de « green washing ». « La prochaine étape sera de généraliser également les mesures coercitives en renchérissant le coût de la dette en cas de non atteinte des objectifs extra-financiers visés », projette Cécile Mayer-Lévi.

37 % à 60 %, la féminisation du management avec l'objectif de 36 % de femmes dans les cercles de décision contre 22 % au moment de l'opération, et des critères bonus liés à l'obtention d'une certification ESG mondialement reconnue (ISO 26000, B Corp, etc.). Si ces mesures incitatives pèsent symboliquement sur la motivation du management, des sanctions pourraient également apparaître dans un second temps, afin de se prémunir contre les accusations de facilité et de « green washing ». « La prochaine étape sera de généraliser également les mesures coercitives en renchérissant le coût de la dette en cas de non atteinte des objectifs extra-financiers visés », projette Cécile Mayer-Lévi.



LE DOSSIER

LA MULTIPLICATION DES REFINANCEMENTS

L'afflux de liquidité en 2021 a favorisé le retour en force des refinancements, avec des opérations emblématiques comme celle de Prosol l'été dernier. Après avoir testé le marché au début de 2021 dans l'optique d'une cession, la maison mère de la chaîne lyonnaise de magasins Grand Frais a finalement opté pour un refinancement. Soutenu par Arcian et une poignée de co-investisseurs depuis 2017, Prosol a donc mis en place un nouveau crédit syndiqué comprenant un term loan B d'un montant de 1,382 milliard d'euros arrivant à maturité en 2026, assorti d'un RCF de 250 millions. « Les opérations de refinancement sont appelées à se multiplier à mesure que la durée de détention s'allonge pour certains dossiers achetés très chers et qui ont besoin de temps pour réaliser leur thèse de transformation », décrypte Nicolas Cofflard, managing director chez

DC Advisory. « Il est en effet souvent opportun de troquer un financement untranche contre une dette bancaire moins chère au bout de deux ou trois ans ou de coupler un refinancement avec un dividend recap pour sécuriser une part de TRI en cours de route », poursuit ce spécialiste du conseil en financement. L'été dernier, le professionnel de la vente à distance de vêtements masculins outdoor Atlas for men, en LBO avec Latour Capital (lire deal page 43), a remis à plat son financement pour en abaisser le coût et assurer un confortable dividend recap à son sponsor. La belle croissance de revenus et de rentabilité d'Atlas for men a ainsi permis de rembourser l'essentiel de la dette senior et mezzanine de 92 millions d'euros qui avait été mise en place pour le LBO secondaire de mai 2019. Latour Capital l'a donc remplacé avec une dette senior de 105 millions



Nicolas Cofflard, managing director chez DC Advisory

d'euros, à un taux compétitif de 225 points de base, auprès d'un pool de huit banques, et a remonté par la même occasion un dividend recap couvrant les deux tiers de son investissement initial.



« LA FRILOSITÉ DES BANQUES DANS LE CONTEXTE ACTUEL JOUE EN FAVEUR DES FONDS DE DETTE QUI CONTINUENT À PRENDRE DES PARTS DE MARCHÉ SUR LES PROCESS EN COURS », OLIVIER VERMEULEN, PAUL HASTINGS

d'euros par Goldman Sachs pour le LBO du réseau immobilier Iad en février 2021 avec l'entrée d'Insight Partners auprès d'IK, de Five Arrows et de Naxicap pour une valorisation de 1,2 milliard d'euros. « L'arrivée de la dette untranche cov-lite constitue une alternative intéressante au term loan B sur le haut du midmarket européen et s'inscrit dans une continuité logique de la montée en puissance de la dette privée », analyse Nicolas Cofflard, chez DC Advisory. Aux États-Unis, les Blackstone, Apollo, Ares, KKR ou Goldman Sachs grignotent déjà des parts de marché aux TLB. Ainsi, le PtoP du fournisseur de solutions d'expédition sur Internet Stamps.com orchestré par

dans le financement des LBO. « Nous déployons des tickets allant depuis 30 à 40 millions d'euros jusqu'à 300 à 400 millions », précise Alice Foucault. Barings avait notamment financé les deux premiers LBO de HTL Biotechnology avant de se faire évincer par Goldman Sachs lors du troisième tour qui a valorisé l'entreprise plus de 1,2 milliard d'euros. Il faut dire que le fabricant d'acide hyaluronique emporté par Montagu pour un prix record de 24 fois l'Ebitda a pu décrocher une untranche cov-lite de 500 millions d'euros avec un levier de 7 fois l'Ebitda, plus une PIK de 2 fois l'Ebitda fournies par Goldman Sachs. « La taille de l'opération la rendait éligible à une TLB cov-lite, mais le rating s'annonçait compliqué, car les banques ne connaissent pas l'entreprise et le niveau de valorisation par rapport au chiffre d'affaires relativement modeste pouvait créer des difficultés de syndication », décrypte un spécialiste du financement. Avant cela, la première untranche cov-lite du marché français avait été inaugurée pour un montant plus modeste d'environ 300 millions

Thoma Bravo cet été pour une valorisation de 6,6 milliards de dollars a été financé par une dette untranche de 2,6 milliards de dollars, un montant record fourni par Blackstone, Ares, PSP et le propre fonds de dette du sponsor Thoma Bravo.

Est-ce à dire que les financements en untranche cov-lite sont appelés à se « démocratiser » sur le marché français ? On en est encore loin. « Ce type de financement ne concerne pour l'heure que des opérations de plus de 1 milliard d'euros menées par des fonds large cap habitués au cov-lite sur le marché des loans syndiqués et qui transposent cet effet psychologique sur l'upper mid », évacue un acteur historique du midmarket, loin d'être conquis par cette évolution. « Le financement cov-lite ne correspond pas au standard de la dette privée, prévient Cécile Mayer-Lévi. Il est important de maintenir le système de covenants pour anticiper les difficultés des sociétés de notre portefeuille et éviter le déni sur des sujets problématiques, insiste celle qui préside également la commission Dette privée de France Invest. Un bris de covenant n'implique pas qu'on prenne les clés de la société ; cela permet, en revanche, de préserver une bonne discipline et un cadre de discussion constructif avec le sponsor et les managers de l'entreprise. » Dans le contexte d'incertitude actuel, ce n'est donc certainement pas le moment de renoncer au précieux garde-fou que représentent les covenants. Mais si les portefeuilles des fonds de dette résistent à ce nouveau crash-test de la guerre en Ukraine et de l'inflation, la fête reprendra de plus belle, comme au lendemain de la crise sanitaire. ■ N.E.B.

« DÈS LA RÉOUVERTURE DU MARCHÉ DU LBO POST-COVID ET JUSQU'À LA FIN DU PREMIER SEMESTRE 2021, LA MULTIPLICATION DES PRÉEMPTIVES ET L'ACCÉLÉRATION DES PROCESS AUTOUR DE DOSIERS TRÈS DISPUTÉS ONT AVANTAGÉ LES PRÊTEURS UNITRANCHE », ALICE FOUCAULT, BARINGS

