

FINANCEMENT SUR LE MIDMARKET EN FRANCE : UN OCÉAN D'OPPORTUNITÉS



*par Pierre-Louis Nahon,
Managing Director et
Responsable du conseil en financement,
Alantra*

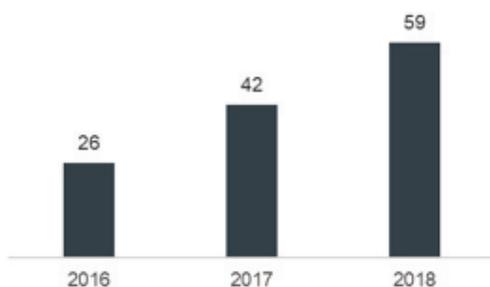
Plus que jamais, dans un environnement de taux historiquement bas, il est temps pour les emprunteurs du midmarket de s'assurer de la bonne optimisation de leurs pratiques de financement : acquisitions, refinancements, dividend recaps, levée de financements de croissance, financements immobiliers et renégociations sont autant de thématiques à considérer. Une saine démarche qui s'impose d'autant plus que les dernières tendances observées sur le marché révèlent une liquidité abondante doublée d'une multiplication du nombre d'intervenants, deux facteurs particulièrement utiles pour négocier des conditions plus

favorables. Le moment est donc idéal pour se *leverager* à l'occasion d'un projet structurant ou bien pour se re-financer.

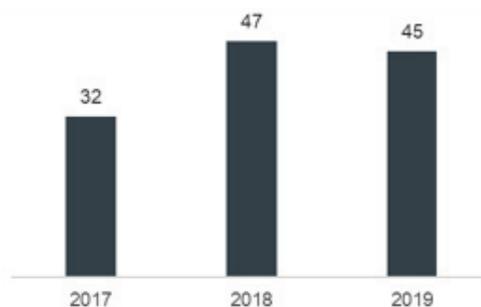
Une nette érosion des prix sur l'unitranche

Sans surprise, les très populaires financements unitranches sont de plus en plus abondants sur le midmarket français. En hausse de 40% en nombre d'opérations en 2018, ils représentaient déjà plus de 50% du total des financements de sociétés détenues par des fonds d'investissement à la fin du 1er semestre 2019, un millésime qui s'annonce de qualité sur ce plan.

Nombre d'opérations unitranches
(années pleines)



Nombre d'opérations unitranches
(YTD Septembre)



Source : Alantra

Cette montée en puissance résulte d'un appétit croissant de la part des investisseurs institutionnels pour ce type d'actif. L'année 2018 a en effet été la quatrième consécutive affichant plus de 100 milliards de dollars de levées en dette privée au niveau mondial, pour un total d'actifs sous gestion de près de 770 milliards, dont plus de 300 milliards de capacité disponible. Ce niveau constitue non seulement un plus haut historique mais également un quasi doublement par rapport à 2014 (source : Preqin).

Cette dynamique résulte également de l'appétit croissant de la part des emprunteurs pour ce mode de financement, plébiscité notamment pour sa plus grande flexibilité comparée au financement bancaire traditionnel. L'offre de « papier » reste cependant structurellement inférieure à la demande ce qui, cumulée à la forte concurrence entre gérants (plus de 50 acteurs positionnés sur le marché français de l'unitranche, depuis Paris ou Londres), conduit à une situation de baisse des prix. Sur le marché français, cette diminution de marges des unitranches leveragés représente 100 à 125 points de base, passant ainsi -sur les sujets dits « vanille » - d'environ 7,0-7,5% historiquement constatés à 6,0-6,75% dans les dernières opérations. On assiste donc à une baisse des prix pour un risque équivalent.

Dans le même temps, s'est développée une offre dite « stretched senior » qui vise à proposer un instrument in fine – aux caractéristiques techniques identiques à celles de l'unitranche - sur des niveaux de leviers et de coûts à mi-chemin entre l'unitranche traditionnelle et les leveraged loans arrangés par les banques (d'où la référence à la dette « senior »). Ces instruments stretched senior ressortent avec des marges inférieures à 6,0% et parfois même plus proches de 5,0%. On observe donc ici une forte baisse des prix, en contrepartie d'un risque plus modéré que sur l'unitranche traditionnel.

Hausse des leviers et baisse de la taille minimum en unitranche

En trame de fond se profile une tendance à la hausse des leviers sur les structurations stretched senior, avec des leviers supérieurs à 4,5x voire 5,0x pour des marges proches de 5,0% comme cela a pu se voir durant l'été. Cela revient donc à constater des marges de stretched senior pour des leviers d'unitranche traditionnel.

Cette tendance à la baisse des prix pour cet instrument obligataire - ou à la hausse du risque pour un prix donné - est sans doute plus prononcée sur les dossiers de plus de 20 millions d'euros d'EBITDA. En effet, sur ces tailles

d'opérations, les financements bancaires peuvent comporter une large part d'in fine, ce qui, conjugué à la flexibilité en matière de covenants et d'acquisition, rend l'unitranche moins attractif sur le plan financier et exerce une pression accrue sur les prix de ces derniers.

En dessous de 15 millions d'euros d'EBITDA et plus encore en dessous de 10 millions, le leverage supérieur cumulé au caractère in fine et hautement flexible de l'unitranche rend l'instrument particulièrement compétitif face au financement bancaire qui souvent limite les leviers à 3,5-4,0x et la part in fine à 30-40%. Dans ces conditions, et en tenant compte de la taille plus réduite des émetteurs, les prix de ces « petits » unitranches se maintiennent autour des 7% soit le niveau historiquement recherché sur la classe d'actif voire au-delà selon le risque sous-jacent.

Symbole de l'effervescence du moment, entre 15 et 20 fonds unitranche sont en mesure de descendre en dessous de 10 millions d'euros d'EBITDA sur le marché français et pour un nombre limité d'entre eux jusqu'à 3-4 millions d'euros (dont le nouveau venu Apera ou encore Kartesia avec sa nouvelle stratégie senior secured). C'est donc notamment (mais pas uniquement) par un déploiement sur le lower-midmarket voire sur l'upper-small que les gérants parviennent à maintenir des tarifs proches des prix originels de l'unitranche. L'autre moyen pour les gérants de maintenir leur prix tout en soutenant leur rythme de déploiement consiste à intervenir sur des sociétés de croissance, comme par exemple les centres dentaires ou les centres de soins vétérinaires, ou bien sur des opérations dites sponsorless.

Leveraged loans : stabilité des marges, sur des niveaux très inférieurs à ceux de l'unitranche

Depuis le début de l'année 2019¹, les volumes d'émissions de leveraged loans en Europe atteint 77 milliards d'euros, soit un recul de 16% par rapport à 2018 (-31% sur les opérations avec sponsors). Cette baisse s'explique par un recul de l'activité M&A, de l'ordre de 35% à date (-38% sur les opérations avec sponsors), partiellement compensé par une hausse de 46% des volumes de refinancement principalement tiré par les corporates.

Dans ce contexte, le prix moyen des tranches B (in fine) sur le segment midcap et largecap en Europe demeure relativement stable depuis le début de l'année, autour de 4,0%. Sur le marché français, trois opérations majeures semblent toutefois montrer une tendance baissière, là aussi reflet d'une insuffisance de papier proposé au marché :

¹ Constat à mi-novembre 2019

- Colisée avec un financement de 770 millions d'euros mis en place à l'occasion d'un refinancement au 1er trimestre, dont la marge a été révisée à la baisse passant ainsi de 4,00% à 3,50%
- Webhelp avec un financement de 1 milliard d'euros pour son acquisition par GBL. Les arrangeurs ont annoncé une marge de 3,75-4,0% lors du lancement, pour un pricing final à 3,5% suite à une forte demande
- Domidep avec un financement de 448 millions d'euros pour l'acquisition du groupe par I-Squared Capital. Le lancement portait sur une marge indicative de 4,0-4,25% pour un pricing final à 3,5% également.

Les prix observés sur ce marché restent donc significativement inférieurs à ceux de l'unitranche, y compris la stretched senior. Notons cependant que lorsque les leveraged loans sont « pris ferme » par les arrangeurs, ceux-ci sont assortis d'une clause de pricing flex leur permettant de rehausser la marge si jamais la syndication ne se passe pas comme prévu. En cas de tirage complet de cette flex, le coût du crédit peut alors converger avec celui de la stretched senior.

Financements structurés « relationnels » : forte attractivité des marges, avec des écarts entre régions

De leur côté, les banques « relationnelles » se montrent particulièrement actives sur les financements d'acquisitions, instrument de choix pour renforcer les liens avec leurs clients. Si les structurations restent assez standardisées, avec des leviers seniors rarement supérieurs à 3,5x et une part amortissable rarement inférieure à 60%, les marges sont en revanche extrêmement compétitives. En effet, on observe généralement des marges comprises entre 2% et 3% - y compris pour la tranche in fine - avec une capacité à passer sous la barre des 2% - au moins pour ce qui concerne la tranche amortissable - dans certaines régions comme en Rhône-Alpes ou dans l'Ouest.

La dimension relationnelle est prépondérante dans cette approche, avec des attentes importantes en matière de « side business » de la part des banques concernées. Ni les équipes centrales de leveraged finance ni les acteurs de la dette privée ne sont en capacité de concurrencer de tels niveaux de prix. A noter toutefois la moindre flexibilité offerte par ces financements structurés « relationnels » par exemple en matière de covenants, avec des headrooms souvent limités à 25-30% là où les autres modes de financement autorisent 30-35% (voire jusqu'à 40% dans le cas de l'unitranche).

La moindre flexibilité pour la réalisation d'acquisitions durant la durée la vie du deal est également un élément à prendre en compte dans ce mode de financement. Il y a donc un arbitrage à réaliser entre coût de financement et flexibilité, le juge de paix devant cependant rester la création de valeur globale au niveau du projet.

Au final, ces conditions exceptionnelles de financement associant une abondance de liquidités, une offre insuffisante, une multiplication du nombre d'acteurs et d'instruments - notamment en dette privée - et des conditions tarifaires rarement atteintes y compris pour de petits dossiers, offrent un océan d'opportunités. Face à ces multiples possibilités dont les emprunteurs ont tout intérêt à se saisir, un accompagnement dans la réflexion quant aux choix des montages et à la philosophie même des solutions à mettre en œuvre s'avère souvent créatrice de valeur.

Glossaire

- **Dividend recaps** : financement ayant pour objet le remboursement de prêts d'actionnaires préexistants ou bien le versement d'un dividende exceptionnel
- **Unitranche** : obligations sèches portant intérêt cash et offrant un remboursement in fine. Souscrites par les acteurs de la dette privée, il s'agit de la principale alternative au financement bancaire sur le midmarket. L'unitranche s'entend originellement en tant qu'alternative aux structurations « senior/mezzanine », au travers d'un instrument unique
- **Stretched senior** : équivalent d'un unitranche, avec un niveau de marge plus modéré en contrepartie d'un levier plus réduit
- **Leveraged loans** : financements structurés dans le cadre d'un LBO ou d'une acquisition corporate
- **Stratégie senior secured** : stratégie portant sur de la dette prioritaire et sécurisée par des nantisements de 1er rang sur les titres des sociétés opérationnelles. Stratégie parfois nommée « 1st lien ». S'entend par opposition aux stratégies « subordonnée » (mezzanine ou 2nd lien) ou « unsecured » (sans sûreté sur les titres)
- **Pricing flex** : mécanisme par lequel un arrangeur souscrivant l'intégralité du financement d'une entreprise peut décider -de manière unilatérale- d'augmenter les marges et/ou les commissions de manière à améliorer les perspectives de syndication de ce financement
- **Headrooms** : marge de manœuvre offerte par les covenants au regard des projections financières