

> BANQUE D'AFFAIRES ET CAPITAL INVESTISSEMENT

Le retour en force de la mezzanine

Quel avenir pour cet instrument hybride, source de financement quasi incontournable des opérations de LBO en Europe ?

Pour y répondre, le groupement recevait le 19 janvier Dominique Fouquoire (MBA.89), directeur associé chez IFE Mezzanine qui évolue dans ce métier depuis plus de 15 ans, et Nathalie Romang (H.96) qui avait participé à la création de cette activité au sein de la banque d'affaires Lehman Brothers à Londres.

QU'EST-CE QUE LA "MEZZANINE" ?

C'est un instrument hybride qui combine à la fois des caractéristiques de dette et d'"equity". Elle est subordonnée à la dette bancaire et partage les covenants, garanties et sécurités des prêteurs seniors sur la base d'une priorité de second rang. Son rendement est largement contractuel, comprenant une large proportion d'intérêts cash à taux variable, d'intérêts fixes capitalisés, auxquels s'ajoute une participation à la création de valeur par le biais de warrants. En France, la mezzanine prend souvent la forme d'obligations assorties de warrants (OBSA ou obligations à bons de souscription d'actions) qui sont mis en place en même temps que les fonds propres, avec droit de sortie conjointe, protection antidilutive et participation au conseil de surveillance en tant qu'observateur.

Le marché de la mezzanine en Europe a crû très fortement sur les 10 dernières années pour atteindre des volumes de plus de 12 milliards d'euros de nouvelles émissions par an en 2006 et 2007. La France et l'Allemagne, derrière le Royaume-Uni, sont les trois marchés européens les plus matures avec un nombre annuel important de transactions, notamment sur le marché "mid-market". Les spécificités juridiques de chaque pays limitent cependant le développement d'un standard européen de la mezzanine.

La croissance historique de la mezzanine est très liée à la croissance soutenue des opérations de LBO dont elle est devenue la source principale de capital intermédiaire, au détriment d'autres instruments financiers tels que le "high yield" ou le second lien, davantage utilisés sur le marché américain. En 2008 par exemple, plus de 70 % des financements de LBO en Europe ont utilisé une tranche de mezzanine, ce qui a permis de compenser le manque de liquidité dans le marché de la dette senior et la quasi-disparition du marché européen du "high yield".

L'IMPACT DU "CREDIT CRUNCH"

Depuis l'été 2007, les conditions de financement sont devenues très difficiles pour les entreprises de manière générale et pour les LBO en particulier. Certains investisseurs tels que les CLO⁽²⁾ et hedge funds, qui ont apporté une large partie de la liquidité sur le marché de financement des LBO en 2006 et 2007, ont aujourd'hui quasiment disparu de ce marché. Les banques, prêteurs traditionnels de la dette senior dans ces montages, préfèrent préserver leurs liquidités et demandent des structures financières plus conservatrices, ainsi que des marges et des protections plus importantes.

Qu'est-ce que cela signifie pour la mezzanine ? Tout d'abord, l'instrument bénéficie d'un meilleur profil de risque. Le levier total moyen des opérations de LBO est revenu au même niveau qu'en 2004, à 4,5 x l'EBITDA, proche de son plus bas niveau historique. Les nouvelles transactions de mezzanine bénéficient en outre d'une documentation beaucoup plus solide et de covenants plus stricts. D'autre part, la mezzanine obtient de nouveau des rendements plus attractifs. Alors que les marges au-dessus de l'Euribor s'étaient largement contractées pendant la bulle de 2006-2007 pour atteindre en moyenne 8,8 % en 2007, elles ont depuis augmenté progressivement pour atteindre le même niveau qu'en 2004, leur record historique, au quatrième trimestre 2008 à 10,4 %. D'autres conditions, telles que les pénalités de remboursement anticipé ou bien l'existence de warrants, sont dorénavant beaucoup plus fréquentes dans les transactions de mezzanine "post-crunch". Il en résulte un ratio risque-rendement beaucoup plus intéressant pour les investisseurs dans cette classe d'actifs.

LE RETOUR EN FORCE DE LA MEZZANINE ?

La crise a eu un impact significatif sur la mise en œuvre des transactions de LBO en général, qui se raréfient fortement. Les arrangements de ce type d'opérations ont certes abandonné les structures de "boom" pour revenir à des structures plus classiques de type "dette bancaire + mezzanine". Mais le marché de la mezzanine est en baisse importante, pour la première fois en 10 ans, avec un volume de nouvelles émissions divisé par deux en 2008 par rapport aux années précédentes. La ten-



Dominique Fouquoire (MBA.89), directeur associé chez IFE Mezzanine.



Nathalie Romang (H.96) avait participé à la création de l'activité chez Lehman Brothers à Londres.

dance pour 2009 ne semble guère s'améliorer et l'avenir de cet instrument dépendra essentiellement de l'état de santé du marché du LBO.

On constate cependant que son utilisation est de plus en plus courante dans des opérations de croissance organique ou externe de sociétés, voire dans des opérations d'un nouveau type, les "sponsorless", dans lesquelles des managers viennent reprendre leur société en LBO sans l'appui d'un fonds LBO classique.

Plutôt que d'un retour en force, il convient mieux de parler d'un retour en grâce.

(1) La taille des transactions "mid-market" est ici définie comme inférieure à 400 millions d'euros de valeur d'entreprise.

(2) CLO : Collateralised Loan Obligation. Véhicule financier qui permet la titrisation d'un portefeuille de prêts.

Par Nathalie Romang (H.96),
Dominique Fouquoire (MBA.89)
et Patrick Lissague (H.78)