

LES TENDANCES DU PRIVATE EQUITY

2013



idinvest
PARTNERS

AVERTISSEMENT

Ce document a été réalisé par Idinvest Partners et/ou ses partenaires à l'attention exclusive du destinataire. Sa vocation est uniquement informative et il ne saurait être interprété comme une sollicitation ou une offre relative à des produits financiers ni comme un conseil juridique, fiscal, financier, ou de toute autre nature. Ce document ne saurait fonder à lui seul une décision d'investissement. Par ailleurs, il n'a pas fait l'objet d'une validation par une autorité de régulation. Le destinataire est invité à contacter son propre conseil pour toute analyse relative au contenu de ce document. L'information présentée ne prétend pas être exhaustive eu égard à celle que le destinataire puisse requérir.

Ce document a été réalisé à la date indiquée sur celui-ci, à partir d'informations publiques, fournies par le destinataire, propriété d'Idinvest Partners et protégées par le secret professionnel. Idinvest Partners apporte le plus grand soin à la qualité des informations fournies. Néanmoins, celles-ci sont susceptibles de changer à tout moment, sans préavis préalable et Idinvest Partners ne saurait les garantir. Aucune information dudit document ne saurait être considérée comme une promesse, un engagement, ou une représentation passée ou future.

Les projections, évaluations, statistiques, sondages, analyses, informations chiffrées, contenues dans ce document impliquent des éléments d'appréciation subjective et n'engagent pas la responsabilité d'Idinvest Partners. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Toute reproduction ou diffusion, qu'elle soit partielle ou totale, sans l'autorisation préalable écrite d'Idinvest Partners est strictement interdite. Idinvest Partners ne saurait engager aucune responsabilité relative à l'usage qui serait fait de tout ou partie dudit document par une tierce partie non dûment autorisée.

Idinvest Partners est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP97-123. Son siège social est situé 117 avenue des Champs-Élysées 75008, Paris, FRANCE. Idinvest Partners est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro B 414 735 175.

IDINVEST PARTNERS
117 AVENUE DES CHAMPS-ÉLYSÉES
75008 PARIS

TÉL: + 33 1 58 18 56 56
FAX: +33 1 58 18 56 89

SOMMAIRE

I. EXECUTIVE SUMMARY	6
II. PERSPECTIVES DU MARCHÉ DU PRIVATE EQUITY EN 2013	8
PERFORMANCES DU PRIVATE EQUITY	8
Des performances robustes et attractives	8
Une volatilité faible	10
Des facteurs de surperformance identifiés	10
ETAT DU MARCHÉ EUROPÉEN DU PRIVATE EQUITY	12
La reprise de l'activité de levée de fonds	12
Panorama des transactions buyout réalisées en Europe en 2012	14
Le marché reste actif sur le small et mid-cap	16
L'ATTRACTIVITÉ DU MARCHÉ DU PRIVATE EQUITY	18
Une confiance renouvelée des investisseurs institutionnels	18
Un marché au service de l'économie réelle	19
III. LE MARCHÉ DE LA DETTE LBO EN EUROPE	20
LE CONTEXTE MACRO-ÉCONOMIQUE EUROPÉEN	20
Le marché européen de la dette souveraine	20
Le marché européen du crédit	22
LE FINANCEMENT : NOUVEAUX ACTEURS, NOUVELLES SOURCES	26
Les banques se désengagent progressivement	26
Les périodes de réinvestissement des CLO expirent	27
De nouvelles sources de financement apparaissent	28
Des conditions de marché favorables pour la dette LBO	29

CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DE LA DETTE LBO	30
Structure de financement d'entreprise	30
Caractéristiques attractives de la dette LBO	32
Un profil de risque faible	38
Profondeur du marché de la dette LBO	39
IV. ANNEXES	42
Annexe 1 : Exemples de covenants et de garanties en dette LBO	42
Annexe 2 : Tableau comparatif obligations High yield / dette senior	42
Annexe 3 : Evolution des spreads de la dette senior vs. obligations High Yield	43
Annexe 4 : Traitement de la dette senior sous Solvency II	44

EXECUTIVE SUMMARY

Le Private Equity, une classe d'actifs résiliente en période de crise

Le contexte macro-économique européen a connu de fortes tensions au cours de l'année 2012 avec la crise de l'euro et les annonces des mesures d'austérité dans certains pays du sud de l'Europe.

Les faibles perspectives de croissance et la montée du chômage en Europe ont fortement impacté les marchés financiers et ont réduit la visibilité sur les fluctuations des marchés.

Devant une forte volatilité des marchés cotés, le Private Equity affiche des performances stables et très attractives sur le long terme. Depuis 2001, le Private Equity a surperformé les marchés boursiers de +9% en Europe.

La résilience du Private Equity aux crises économiques et financières s'explique par la sélection rigoureuse des entreprises sous-jacentes, la nature long-terme des actifs et la détention jusqu'à maturité de ces actifs, réduisant fortement la volatilité de Private Equity et favorisant une meilleure visibilité sur les investissements. La valorisation des investissements en Private Equity est basée uniquement sur les fondamentaux de l'entreprise et non sur les fluctuations des marchés.

Une activité en croissance et un impact positif sur l'économie réelle

L'exposition au Private Equity ne permet pas seulement aux investisseurs de bénéficier du rendement attractif qu'offre cette classe d'actifs, mais contribue également à soutenir la croissance des PME et des ETI françaises et européennes. Selon une récente étude de l'AFIC, en France, les entreprises financées par les acteurs du Private Equity ont enregistré une croissance

de + 9% de leur chiffre d'affaires et de +5% de leurs effectifs en 2011 par rapport à 2010, permettant la création de 76 000 nouveaux emplois dans l'hexagone.

Malgré les contraintes réglementaires des investisseurs institutionnels européens, l'attrait pour cette classe d'actifs ne faiblit pas, puisqu'un investisseur institutionnel sur trois souhaite accroître son exposition au Private Equity. Ceci se traduit par une activité de levée de fonds en croissance de +16% en 2012 par rapport à 2011, totalisant 81 milliards de dollars en Europe.

Une source de financement alternatif

Les faibles perspectives de croissance et les tensions accrues sur la dette souveraine européenne ont eu un impact direct sur l'effort de financement des entreprises européennes, provoquant un sentiment d'aversion au risque et d'attentisme chez les investisseurs.

Dans ce contexte, l'accès au financement est de plus en plus difficile pour les entreprises européennes, et en particulier les PME, ayant un accès limité au marché des capitaux. L'octroi de crédit est aujourd'hui plus restrictif puisque de nombreux acteurs, en particulier les banques, doivent faire face à de nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres.

Face à l'incapacité des acteurs traditionnels de répondre aux besoins de financement des entreprises, de nouveaux acteurs se sont positionnés sur le segment de la dette LBO non cotée, profitant du niveau faible des taux sans risque et de la forte volatilité du marché obligataire High Yield pour générer des rendements attractifs combinés à un profil de risque faible.

Le marché de la dette LBO s'ouvre aux investisseurs

Le marché de la dette LBO offre plusieurs opportunités d'investissement qui lui confèrent un profil de rendement-risque attractif.

Les changements structurels post-crise du marché de la dette LBO favorisent des structures de capital plus robustes, des rendements plus attractifs et un profil de risque mieux maîtrisé. Ces caractéristiques se traduisent par de fortes marges, un taux de défaut faible ainsi qu'un taux de recouvrement élevé.

Alors que la liquidité se fait rare et que les marchés cotés sont volatiles, les investisseurs se tournent davantage vers le marché de la dette LBO pour financer les entreprises, par le biais de financement mezzanine ou de prêts senior. La dette LBO étant une composante de l'investissement non coté, elle est, par conséquent, complètement décorrélée des marchés boursiers.

Le marché de la dette LBO est profond et permet de construire des portefeuilles diversifiés en dette mezzanine ou en dette senior, en fonction du profil de rendement-risque souhaité.

DETTE SENIOR

Traditionnellement assurée par les banques, la dette senior s'ouvre davantage aux acteurs non bancaires et constitue une composante principale de la structure de financement d'une entreprise. Elle se situe au sommet du bilan de l'entreprise et est garantie au premier rang. En cas de défaut, la dette senior est remboursée en premier.

Au sein de leurs allocations d'actifs, d'une manière générale, les institutionnels ont tendance à considérer la dette senior LBO comme une diversification de leurs stratégies obligataires. En effet, même si les attentes de performances sont significativement supérieures aux obligations corporate, le risque reste inférieur.

DETTE MEZZANINE

Se situant entre la dette senior et les capitaux propres, la dette mezzanine est un outil flexible pour un emprunteur : elle lui permet d'avoir accès à une source supplémentaire de dette, ce qui a un impact marginal sur les cash-flows de la société et est moins dilutif qu'un investissement en capital.

Au sein de leurs allocations d'actifs, les investisseurs institutionnels ont plutôt tendance à considérer la dette mezzanine comme une diversification de leurs stratégies classiques «high yield» ou «convertibles». Certains intègrent la mezzanine au sein de leur stratégie de Private Equity, compte tenu de la proximité de cette classe d'actifs avec l'investissement en capital.

L'ensemble des garanties et des covenants permettent de suivre et de contrôler de près la qualité des investissements. De plus, les gérants de dette LBO disposent de données détaillées sur les entreprises et effectuent des due-diligences approfondies qui leur permettent d'anticiper et d'écarter certains risques, et par conséquent, d'améliorer significativement le profil de risque.

PERSPECTIVES DU MARCHÉ DU PRIVATE EQUITY EN 2013

Sur le plan macro-économique, l'année 2012 n'a pas été de tout repos pour les marchés financiers. Les tensions sur la zone euro, les faibles perspectives de croissance et la montée du chômage en Europe ont fortement impacté les marchés financiers et ont réduit la visibilité sur le long terme.

Devant une forte volatilité des marchés cotés et la prudence accrue des investisseurs face à l'absence de visibilité, le Private Equity affiche, une fois de plus, des performances stables et attractives sur le long terme.

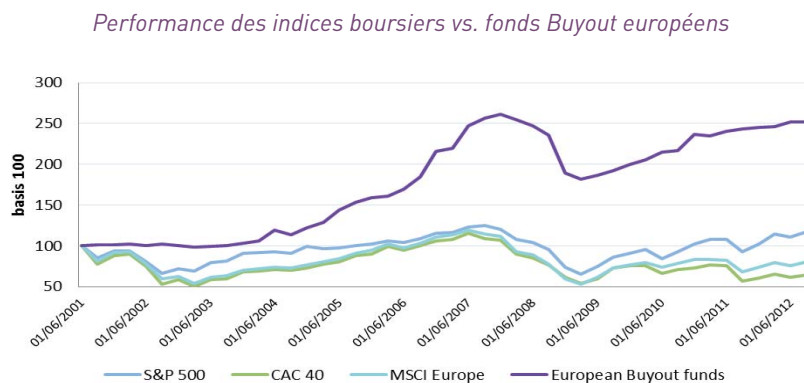
Le rythme des levées de fonds s'est accentué en 2012, démontrant l'appétit croissant des investisseurs pour cette classe d'actifs, qui a prouvé sa résilience lors des périodes de crise.

PERFORMANCES DU PRIVATE EQUITY

DES PERFORMANCES ROBUSTES ET ATTRACTIVES

Depuis 2001, le Private Equity a surperformé les marchés boursiers de +9% en Europe. Les performances du Private Equity sont d'autant plus attractives qu'en période de crise elles enregistrent un pic de surperformance par rapport aux marchés cotés (+ 20% de surperformance en Europe entre 2000 et 2003, et + 19% entre 2007 et 2009).

En outre, la crise financière de 2007 a creusé davantage l'écart entre les performances du Private Equity et celles des indices boursiers européens. En effet, le CAC 40 et le MSCI Europe ont affiché respectivement -3% et -2% depuis 2001.



Source: Thomson One, compiled by Idivest Partners

La surperformance du Private Equity par rapport aux classes d'actifs cotées s'explique par l'approche d'investissement long terme adoptée à travers un processus de sélection rigoureux, un alignement des intérêts des actionnaires et des investisseurs et une structure de gouvernance adaptée. De plus, le Private Equity est une classe d'actifs peu volatile et résiliente aux perturbations économiques due à la nature long-terme des actifs sous-jacents, qui permet d'avoir une meilleure visibilité. En effet, l'absence de trading sur les investissements et la détention jusqu'à la maturité des actifs réduit fortement la volatilité de la classe d'actifs. De même, la valorisation est basée sur des fondamentaux de l'entreprise et non sur les fluctuations des marchés.

D'après le sondage Prequin de décembre 2012, 74% des investisseurs interrogés sont satisfaits des performances de leurs investissements en Private Equity et 11% déclarent que les performances reçues ont nettement dépassé leurs espérances de rendement. En effet, la performance moyenne (TRI glissant sur 3 ans au 30/09/2012) du Private Equity est de 14 %, celle des fonds Buyout est de 15% sur la même période. Ainsi, au sein de la classe d'actifs Private Equity, les fonds Buyout demeurent des moteurs de performances sur le long terme.

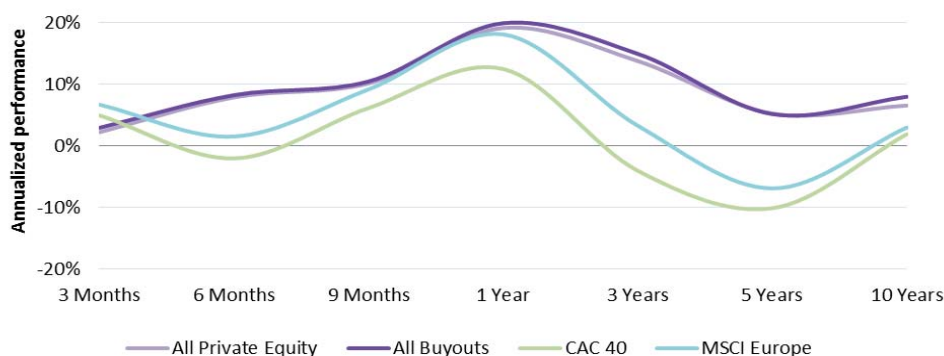
Performance du Private Equity vs fonds Buyout globaux



Source: Thomson One, compiled by Iinvest Partners

La comparaison entre le Private Equity et les autres classes d'actifs cotées est plus pertinente lorsque les performances sont calculées sur un horizon supérieur à 3 ans. En effet, le Private Equity est une classe d'actifs illiquide où les investisseurs s'engagent sur le long-terme. Le calcul des performances sur un horizon long permet aux investisseurs d'avoir une idée de la performance attendue pendant toute la durée de vie du fonds.

Performance du Private Equity vs. les indices boursiers

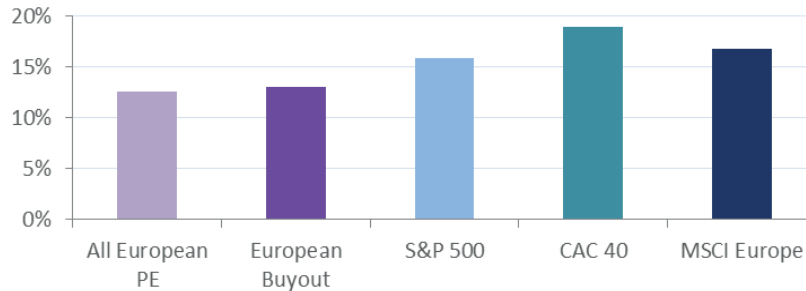


Source: Thomson One, compiled by Iinvest Partners

UNE VOLATILITÉ FAIBLE

La volatilité du Private Equity est inférieure à celle des actions cotées et représente 13% en Europe contre 17% pour MSCI Europe et 19% pour le CAC 40. Cette volatilité relativement basse s'explique par le fait que la valorisation des sociétés non cotées est basée sur les fondamentaux de l'entreprise et non sur les mouvements du marché, les notations, etc.

Volatilité du Private Equity vs. les indices boursiers (2001-2011)



Source: Thomson One, compiled by Idivest Partners

Note: La volatilité annualisée calculée par Thomson One représente l'écart-type des variations trimestrielles de la NAV ajustée au cash.

DES FACTEURS DE SURPERFORMANCE IDENTIFIÉS

Les performances attractives du Private Equity combinées à une faible volatilité sont dues à des facteurs inhérents à la classe d'actifs. Le processus de sélection est basé sur la performance opérationnelle de l'entreprise sous-jacente et des informations détaillées lors du processus de due diligence.

L'approche long-terme adoptée par le Private Equity permet une création de valeur durable à travers un engagement actif dans la gestion de sociétés en portefeuille afin de veiller à la mise en œuvre des améliorations opérationnelles.

En Private Equity, la création de valeur est générée principalement par l'amélioration des critères opérationnels des sociétés du portefeuille. Les investisseurs en Private Equity privilégient davantage les opportunités de croissance durable, grâce à l'amélioration des structures de coûts des sociétés du portefeuille.

Le Private Equity repose sur le principe d'inefficience des marchés non cotés : les acteurs de ces marchés ne disposent pas du même niveau d'information au même moment. Il est donc important d'exploiter ces inefficiences grâce aux connaissances approfondies des opportunités présentes sur le marché et un processus d'investissement robuste, discipliné et centré sur l'analyse fondamentale.

Contrairement aux gérants sur les marchés cotés, les équipes d'investissements de Private Equity ont accès à des données détaillées leur permettant de conduire des due-diligences approfondies et de sélectionner les meilleures opportunités du marché en se basant sur les fondamentaux des sociétés et leur capacité de création de valeur à travers notamment l'amélioration des aspects opérationnels.

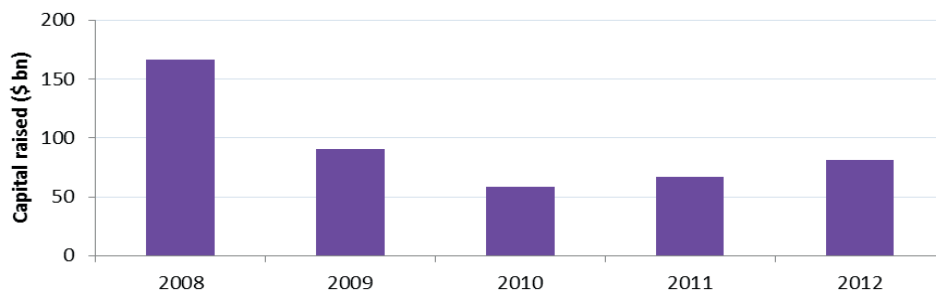


ETAT DU MARCHÉ EUROPÉEN DU PRIVATE EQUITY

LA REPRISE DE L'ACTIVITÉ DE LEVÉE DE FONDS

Malgré les difficultés économiques et sociales connues lors de ces derniers mois, l'activité de levée de fonds ne faiblit pas en 2012 en Europe totalisant 81 milliards de dollars, soit une croissance de +16% par rapport aux montants levés en 2011.

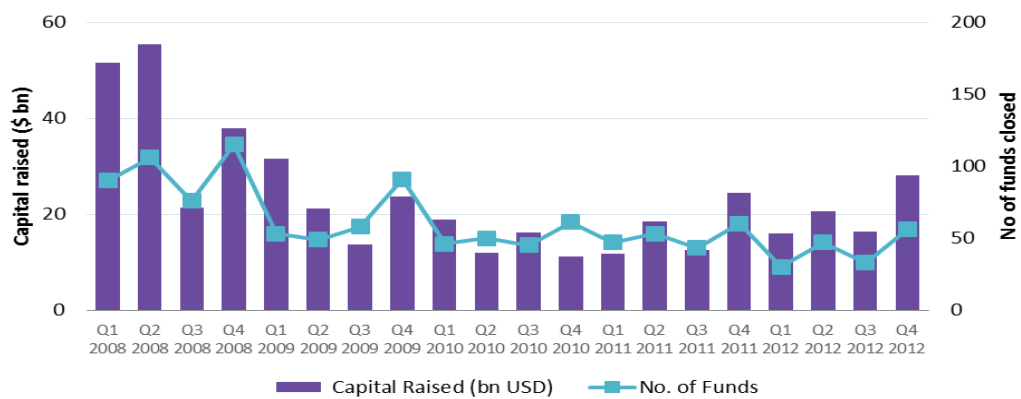
Levées de fonds annuelles du Private Equity Européen (2008-2012)



Source : Preqin

Le dernier trimestre 2012 a été très actif en termes de levées de fonds avec un montant de 28 milliards de dollars, atteignant ainsi les niveaux observés à la fin de l'année 2008. La taille moyenne des fonds levés en 2012 est de 500 millions de dollars, ce qui indique que le segment mid-market a encore le vent en poupe et reste un marché actif.

Levées de fonds trimestrielles du Private Equity Européen (2008-2012)



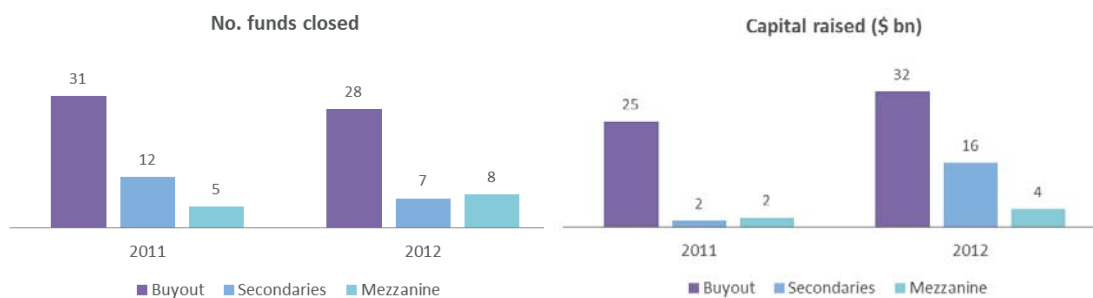
Source : Preqin

L'activité de levée de fonds de l'année 2012 a couvert l'ensemble des stratégies du Private Equity. Les fonds Buyout représentent plus de 20% du nombre des fonds européens Private Equity en levée. Le montant total levé en 2012 par les fonds Buyout européens a augmenté de 28% depuis 2011.

Le marché secondaire reste également très actif en 2012. Le montant total de capitaux levés par les fonds secondaires a été multiplié par 8 par rapport à l'année dernière, malgré la baisse du nombre de fonds secondaires.

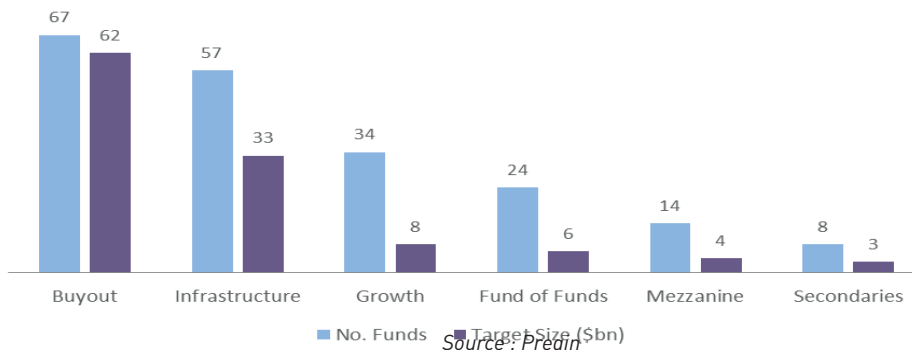
Le marché de la mezzanine, quant à lui, a significativement progressé. Les fonds mezzanine ont collecté \$4bn, le double du montant levé en 2011.

Closing des fonds européens 2012 vs 2011



Source : Preqin

Fonds européens en levée actuellement sur le marché

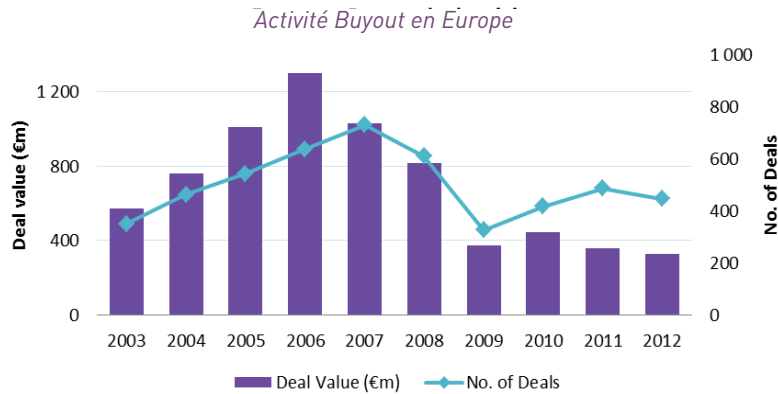


Source : Preqin

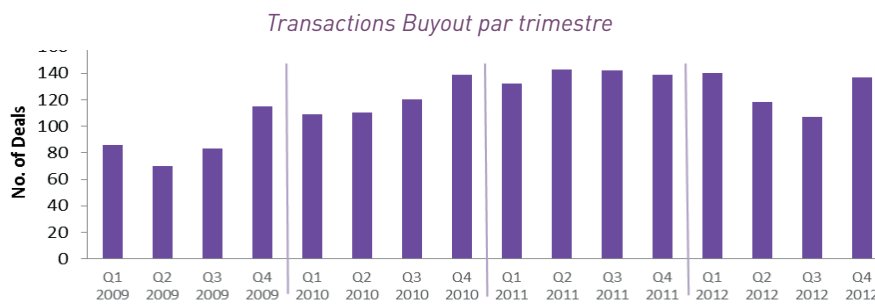
PANORAMA DES TRANSACTIONS BUYOUT RÉALISÉES EN EUROPE EN 2012

L'année 2012 affiche un volume de transactions similaire à l'année précédente malgré un léger ralentissement de l'activité buyout.

Néanmoins, on observe que la tendance à la hausse continue depuis 2010 avec le redressement du marché Buyout, qui a été fortement impacté par la crise financière. Le nombre de transactions exécutées sur le segment Buyout en Europe est supérieur au niveau d'après crise.



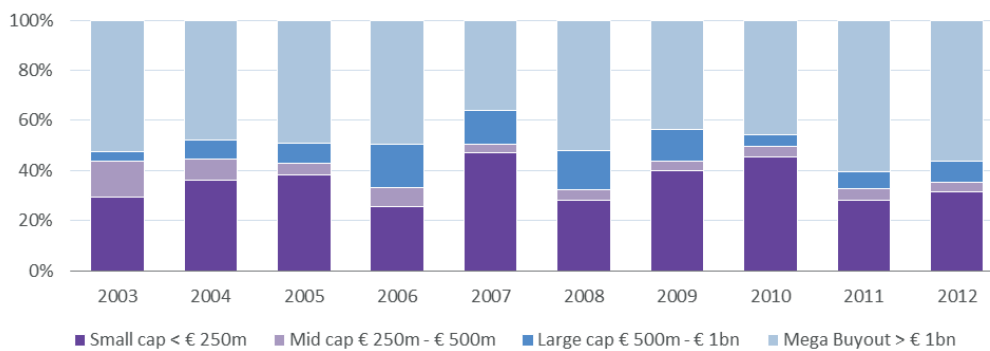
Le dernier trimestre 2012 a affiché des chiffres encourageants avec une hausse de 28% du nombre de transactions réalisées par rapport au trimestre précédent.



Deals Buyout réalisés en Europe par taille

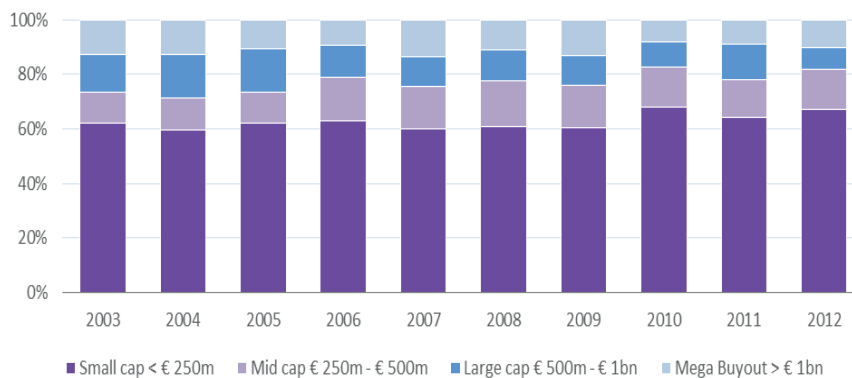
La tendance à la hausse d'après crise se poursuit avec un marché small & mid-cap très actif. Malgré la crise financière, ce segment du marché connaît une activité soutenue, qui ne faiblit pas depuis 2007.

Transactions Buyout européennes en valeur



Source : Thomson One

Transactions Buyout européennes en volume



Source : Thomson One

LE MARCHÉ RESTE ACTIF SUR LE SMALL ET MID-CAP

Dans un environnement macro-économique difficile, avec des perspectives de croissance revue à la baisse, le secteur du Buyout compte davantage sur la reprise économique que sur les leviers financiers élevés pour atteindre des rendements attractifs.

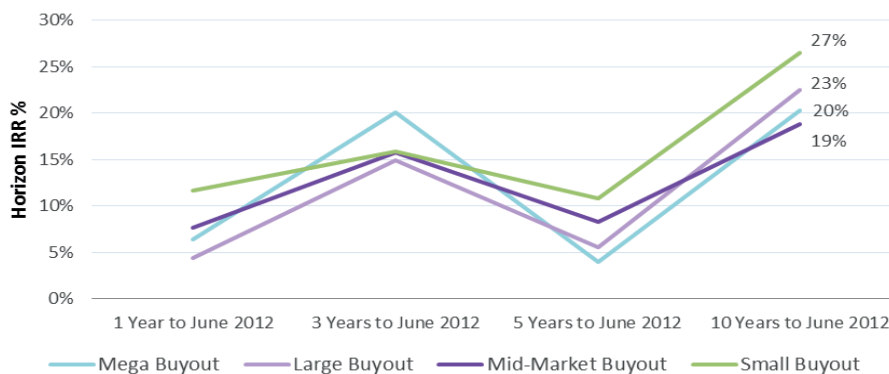
Les investisseurs cherchent désormais des stratégies offrant des opportunités de croissance, une réelle capacité de résistance aux cycles économiques et une stratégie de création de valeur crédible.

À l'opposition des marchés boursiers, les marchés non cotés sont globalement inefficients : les acteurs de ces marchés n'ont pas le même niveau d'information au même moment. Au sein du marché du Private Equity, le segment small & mid-market présente plus d'inefficiences car les informations concernant les sociétés sous-jacentes sont en général plus dispersées et moins « publiques ».

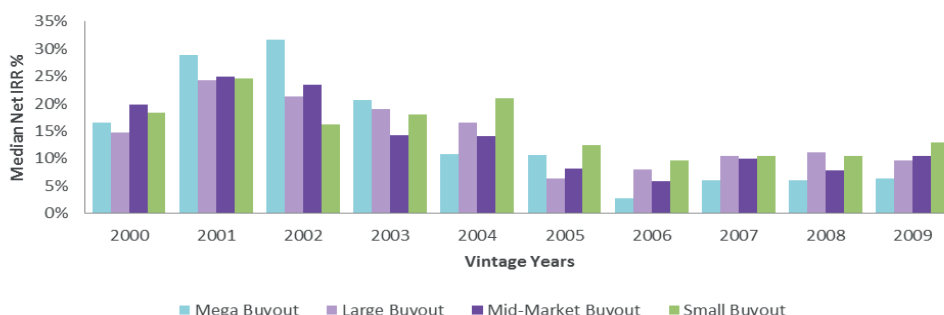
Idinvest Partners a la conviction qu'investir sur le small & mid-market européen représente le meilleur moyen de continuer à générer la prime de rendement qu'offre le Private Equity par rapport aux autres classes d'actifs. Ce segment de marché, dont les opportunités sont souvent difficiles à identifier, est suivi par des équipes locales qui lèvent des montants parfaitement en phase avec la taille de leurs cibles d'investissement. Il s'agit exclusivement de gérants ayant des connaissances très spécifiques, voire propriétaires, de leur marché cible.

D'après les données de l'EVCA, les fonds Buyout européens mid-market ont généré en moyenne un TRI de 17% sur la période 1990-2011, en comparaison avec le TRI de 9% des fonds buyout toutes tailles confondues. Les données Preqin montrent que la stratégie Buyout globale a généré un TRI de 19% sur le segment mid-market sur un horizon de 10 ans, et 27% de performance sur le segment small-market sur la même période.

Les performances globales du Buyout



Les performances globales Buyout par millésime



Source: Preqin

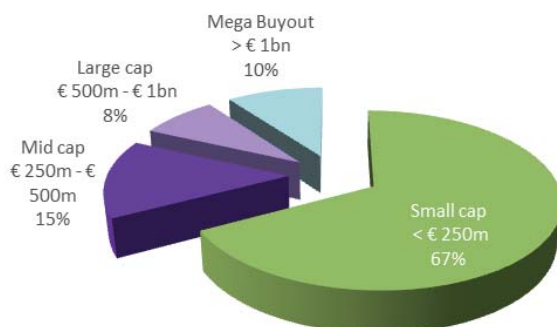
Note: définitions des segments: Small < 250m€; Mid-Market (250m€ - 500m€); Large (500m€ - 1bn€); Mega > € 1bn.

En effet, la surperformance du segment small & mid-market est due davantage à la croissance des entreprises sous-jacentes et à leur amélioration opérationnelle qu'au niveau de levier d'endettement, plus modéré pour ce segment.

D'après le sondage Preqin auprès d'investisseurs institutionnels, 39% des investisseurs interrogés affirment que le small & mid-market offre les meilleures opportunités de rendement, contre 19% qui favorisent les fonds mega Buyout. En effet, la plupart des investisseurs considèrent que les opérations small & mid-market sont plus attractives car elles sont moins leveragées, donc moins risquées. Elles sont le plus souvent acquises en dehors du processus d'enchères et offrent un fort potentiel de croissance.

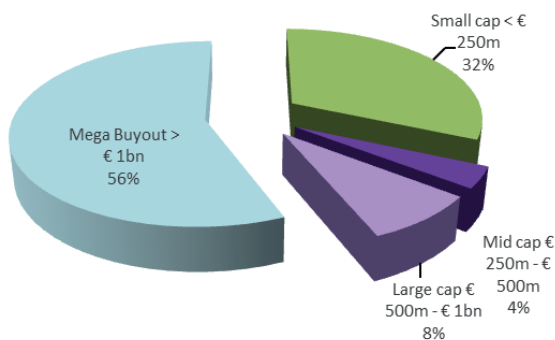
En 2012, les transactions de taille inférieure à 500 m € représentent 82% du nombre des opérations Buyout réalisées en Europe et près de 40% des capitaux levés par les fonds Buyout européens sont alloués au segment mid-market. Le nombre des opérations small & mid-market étant plus important que celui des opérations de mega Buyout, il démontre la profondeur de ce marché et augmente la sélectivité potentielle des opérations.

Nombre de transactions Buyout en Europe



Source : Thomson One

Valeur des transactions Buyout en Europe



Source : Thomson One

L'ATTRACTIVITÉ DU MARCHÉ DU PRIVATE EQUITY

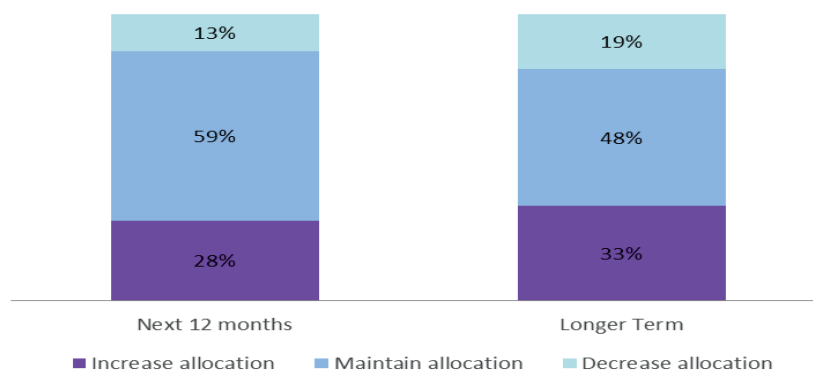
UNE CONFIANCE RENOUVELÉE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Dans un contexte économique difficile, les investisseurs en Private Equity envoient un signal très positif en réaffirmant leur confiance et leur soutien à cette classe d'actifs. D'après le sondage Preqin, environ un investisseur institutionnel sur trois souhaite augmenter leur allocation au Private Equity afin de bénéficier du rendement qu'offre le Private Equity par rapport aux autres classes d'actifs et également de soutenir la croissance des PME européennes.

Ce signal s'est ressenti sur la levée de fonds qui a enregistré, depuis le début de l'année 2012, 341 mds \$ de capitaux levés par les fonds de Private Equity dans le monde, selon Preqin. Le rythme s'est accéléré à la fin de l'année 2012 avec environ 94 mds \$ levés par les fonds de Private Equity dans le monde au 4ème trimestre. En Europe, le montant des capitaux levés depuis le début de l'année est de 81 mds \$, représentant environ 25% du montant global des levées de fonds, ce qui est positif en dépit des tensions économiques en Europe. Par ailleurs, le nombre de fonds qui ont clôturé leur levée de capitaux a diminué par rapport à 2011, ce qui confirme la sélectivité des investisseurs en termes de fonds et la tendance à réduire le nombre de GPs.

Selon Preqin¹, l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs devrait se poursuivre sur les 12 prochains mois. La croissance des capitaux levés en Europe démontre la volonté des investisseurs de réallouer leurs capitaux au Private Equity et de s'engager sur le long terme.

Intention d'allocation des investisseurs institutionnels en Private Equity



Source : Preqin

Malgré un tarissement des sources de capitaux dû aux effets de la crise conjugués aux évolutions des cadres réglementaires, le Private Equity a enregistré au cours des deux dernières années d'importantes levées de fonds : 341 Mds \$ en 2012 et 315 Mds \$ en 2011.

UN MARCHÉ AU SERVICE DE L'ÉCONOMIE RÉELLE

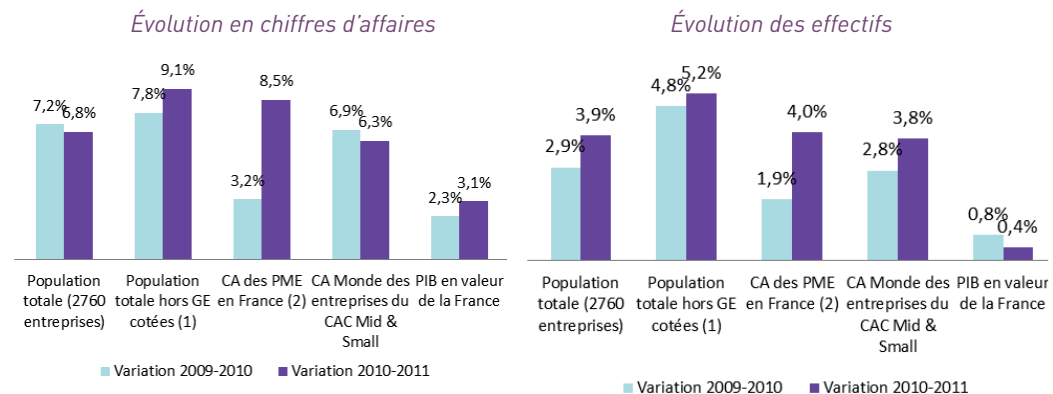
En France, le Private Equity accompagne les entreprises au cours des différentes phases de leur vie : il permet de financer leur création et de soutenir leur croissance, organique comme externe.

Les entreprises soutenues par le Private Equity sont en moyenne plus performantes que les autres. Elles ont une capacité à engendrer une croissance moyenne supérieure à celle des autres entreprises françaises de taille moyenne et à mieux résister pendant des périodes de crise économique.

En 2011, et pour la deuxième année consécutive, les entreprises ont enregistré une croissance de +9% du chiffre d'affaires (+7,8% en 2010) et de +5% de leurs effectifs (+4,8% en 2010), permettant la création de 76 000 nouveaux emplois en France².

Ces progressions sont d'autant plus significatives qu'elles se situent dans un contexte fortement marqué par un ralentissement économique.

La surperformance des entreprises financées par le Private Equity relève en grande partie de la capacité des fonds à sélectionner des sociétés avec des fondamentaux solides, un fort potentiel de croissance, une structure d'endettement modérée et des équipes dirigeantes de qualité.



(1) hors 16 grandes entreprises cotées de l'échantillon France

(2) source : banque de France

Source : Etude Afic et Ernst&Young, décembre 2012

L'investissement en Private Equity permet aux institutions financières, telles que les compagnies d'assurance, non seulement une gestion efficace des risques, mais également de jouer un rôle moteur dans la croissance économique. Les placements des assureurs français dans les entreprises sont passés de 506 milliards d'euros à fin 2003 à 953 milliards d'euros à fin 2011, soit 56 % de leurs placements.

²Etude Afic et Ernst&Young, Caractéristiques et croissance des entreprises accompagnées par les acteurs français du Capital Investissement en 2011, décembre 2012

LE MARCHÉ DE LA DETTE LBO EN EUROPE

Le marasme économique qu'a connu l'Europe au cours de l'année 2012 a engendré une forte volatilité des marchés financiers, à l'origine de performances boursières décevantes et d'un sentiment d'inquiétude chez les investisseurs.

En effet, les difficultés économiques et financières de pays comme la Grèce, l'Espagne, ou plus récemment Chypre, font régner un climat d'incertitude sur la dette souveraine, qui se traduit par un marché financier très volatile. Dans ces conditions, les investisseurs recherchent des alternatives d'investissement plus attractives.

En outre, le durcissement des réglementations financières (Bâle III) a contraint les institutions financières et les banques à réduire leur exposition aux actifs long-terme.

LE CONTEXTE MACRO-ÉCONOMIQUE EUROPÉEN

Alors que l'environnement macro-économique est encore sous pression à cause de la crise de la zone euro et des nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres, les dispositifs mis en place par la Banque Centrale Européenne vers la fin de l'année 2012 donnent un souffle d'air frais à l'Europe.

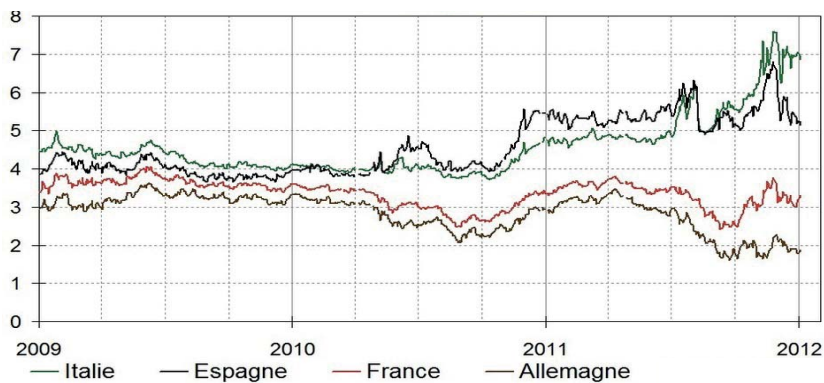
Parmi les mesures phares prises par la BCE : l'élargissement de son périmètre d'action à la réglementation et au contrôle des banques nationales, avec la possibilité de prendre des mesures de sanctions, permettant de réduire le risque systémique et de décorrélérer la dette souveraine de la dette bancaire. Dans cette optique, la BCE a adopté le programme de rachat de titres souverains « Outright Monetary Transactions » (OMT), qui offre aux pays en difficulté de la zone euro des liquidités dans le cadre de programmes de réforme stricts.

LE MARCHÉ EUROPÉEN DE LA DETTE SOUVERAINE

Le marché européen actuel est caractérisé par l'envol des taux d'emprunt de certains pays comme l'Espagne et l'Italie, dont les rendements respectifs sur 10 ans ont grimpé à 6,8% et 7,2%. La situation de la Grèce met sous pression les marchés financiers et la dette souveraine européenne considérée, jusqu'ici, sans risque.

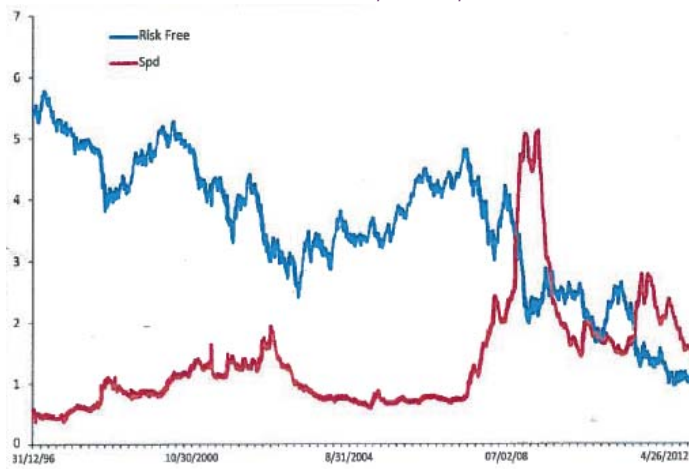
Dans ce contexte difficile, la hausse des coûts de financement ne touche plus seulement les pays peu solvables mais aussi des émetteurs mieux notés. D'ailleurs, les opinions des agences de notation publiées sur des pays comme la France, en surveillance négative, renforcent ce sentiment de crainte de la part des investisseurs, qui s'orientent vers les actifs jugés sûrs, tels que les obligations allemandes, même si leur taux est historiquement bas.

Evolution des taux d'Etats 10 ans (Italie, Espagne, France et Allemagne)



Source : Eurostat, banques centrales

Evolution des taux sans risque vs. spread de crédit



Source: Amundi, Bank of America, mars 2013

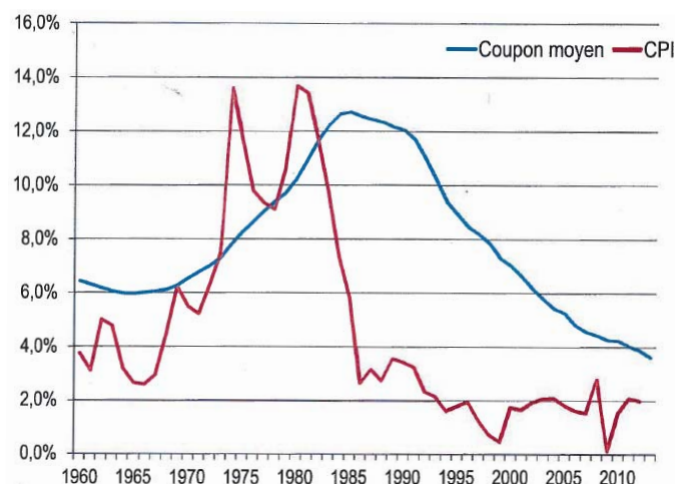
Depuis l'annonce des mesures de la BCE pour écarter le risque systémique en Europe, les investisseurs, plus confiants, sont en quête de rendement mais pas à n'importe quel prix. La volatilité des marchés, encore sensibles aux récentes tensions sur la zone Euro, semble réduire l'appétit des investisseurs envers le marché des actions. Ils s'orientent davantage vers le marché du crédit cherchant à bénéficier des écarts de spread dûs au faible rendement des obligations d'état.

LE MARCHÉ EUROPÉEN DU CRÉDIT

Il est vrai que sur le plan macro-économique, quelques états européens connaissent des difficultés économiques et sociales et sont encore fragilisés par la crise. Par ailleurs, sur le plan micro-économique, les entreprises européennes bénéficient de fondamentaux solides. L'effort de désendettement réalisé depuis 2008 a permis aux entreprises européennes d'équilibrer leurs bilans et d'afficher des rendements attractifs sur le marché obligataire, 2 fois supérieurs à ceux des dettes souveraines.

Le flux élevé des liquidités accumulées par les entreprises européennes et leur faible niveau d'endettement ont entraîné un resserrement des spreads des obligations corporate et, par conséquent, une baisse des rendements des portefeuilles obligataires.

Evolution du coupon moyen d'un portefeuille obligataire



Source : Morningstar

Note : CPI (Coupon portefeuille institutionnel) portefeuille théorique réparti de façon équilibrée sur des OAT de maturité résiduelle de 1 à 10 ans.

Les obligations corporate

Au sein des obligations d'entreprise, le segment noté Investment Grade³ offre un rendement peu attractif pour les investisseurs qui cherchent, dans cette classe d'actifs, une rémunération plus importante que celle générée par la dette souveraine. Par ailleurs, le segment High Yield, plus hétérogène en termes de qualité des sociétés, offre un rendement supérieur à celui des obligations Investment Grade, en contrepartie d'une forte volatilité et d'un risque de défaut plus élevé.

La dégradation de l'environnement macro-économique en Europe et la crise de la dette souveraine ont mis sous pression le marché des obligations High Yield. Alors que ces instruments étaient perçus par les investisseurs comme une alternative d'allocation, le 2e semestre 2011 a démontré la sensibilité des obligations High Yield au climat macroéconomique et leur forte corrélation aux marchés des actions. Le rythme des nouvelles émissions High Yield a significativement ralenti au premier semestre 2012.

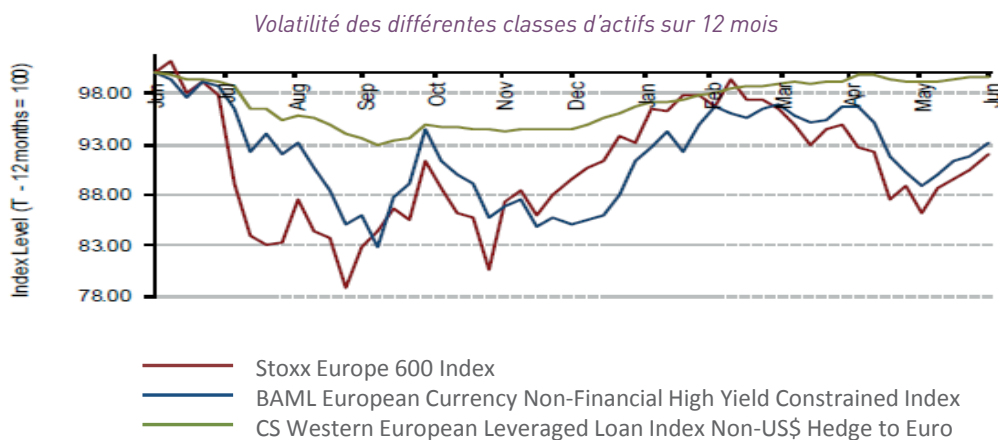
³Correspond aux obligations émises par des emprunteurs notés de AAA à BBB- par les agences de notations.

La dette LBO

Certaines entreprises, et en particulier les PME, qui n'ont pas accès aux marchés de capitaux, se financent en dette sur le marché non coté, par le biais de financements mezzanine ou de prêts senior.

la dette LBO s'adresse aux entreprises qui souhaitent financer des acquisitions dans le cadre de leur stratégie de croissance externe.

Traditionnellement assuré par les banques, le marché de la dette LBO bénéficie de conditions conjoncturelles favorables qui lui confèrent un profil de rendement/risque particulièrement attractif. De plus, la dette LBO étant non cotée, elle n'est pas corrélée aux marchés boursiers et est faiblement volatile.



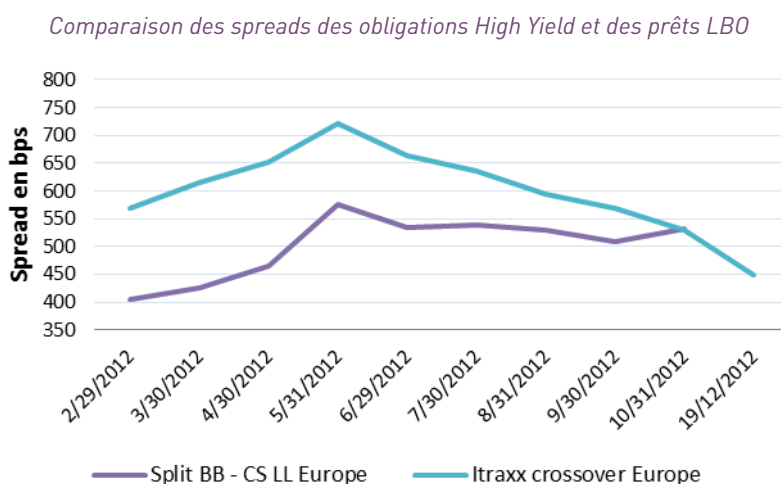
Source: Credit Suisse, Leveraged Finance Default Review, 12th April 2012

“LE MARCHÉ DE LA DETTE LBO BÉNÉFICIE DE CONDITIONS CONJONCTURELLES FAVORABLES QUI LUI CONFÈRENT UN PROFIL DE RENDEMENT/RISQUE PARTICULIÈREMENT ATTRACTIF.”

Evolution du marché de la dette LBO en 2012

La dette LBO bénéficie de la dynamique de l'offre et de la demande puisque, d'un côté, les contraintes réglementaires incitent les banques à réduire leur exposition aux prêts LBO et à moins intervenir sur de nouvelles émissions, et d'un autre côté, les investisseurs institutionnels qui recherchent plus de rendement sur des actifs avec un risque maîtrisé s'orientent davantage vers la dette LBO, au détriment des obligations cotées, jugées très volatiles.

Par exemple, au 2^{ème} semestre 2012, l'indice Itraxx Crossover est passé de 750 à 430 pb pendant l'été 2012, engendrant une contraction des spreads des obligations High Yield avoisinant ceux de la dette senior LBO. Sur cette même période, le spread de la dette senior LBO est resté stable, au-dessus de 500 pb. Les rendements de la dette senior LBO sont désormais supérieurs à ceux des obligations High Yield, alors que l'écart atteignait 180 bps en faveur des obligations High Yield en février 2012.



Source: Credit Suisse, Bloomberg

Note : les indices de références : Itraxx Crossover Europe split rating BB/B pour les obligations High Yield et Credit Suisse Western Europe Leveraged Loans Index split BB pour la dette LBO

Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochains mois avec des taux d'intérêt qui devront rester à des niveaux historiquement bas. Le marché de la dette LBO continuerait donc de bénéficier des fondamentaux solides et des faibles leviers d'endettement des sociétés européennes.

On rappelle à cet égard que les prêts LBO, nettement mieux sécurisés par leur collatéral et leurs covenants que les obligations High Yield présentent, à rating équivalent, un taux de casse (loss given default) souvent deux fois plus faible.



LE FINANCEMENT : NOUVEAUX ACTEURS, NOUVELLES SOURCES

La perspective de devoir se conformer aux réglementations Bâle III pousse les banques européennes à prolonger leur effort de rééquilibrage de leur bilan en réduisant leur exposition aux dettes LBO.

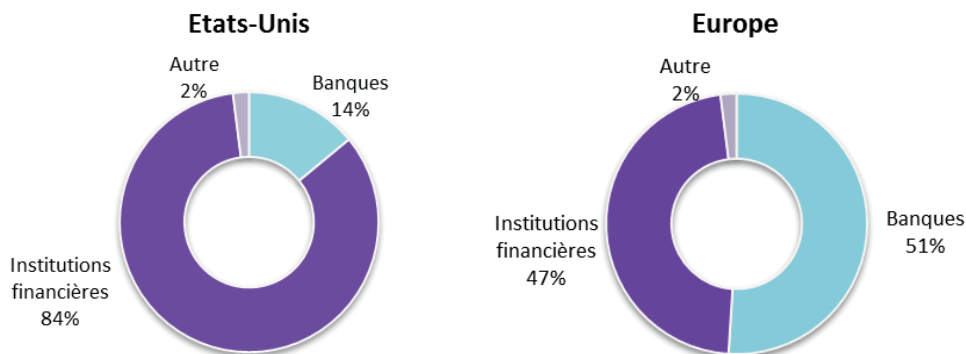
Le retrait progressif des banques de l'activité de financement et la quasi-disparition des véhicules de CLO (Collateralized Loan Obligations) ont contribué à l'émergence de nouveaux acteurs de financement tels que les fonds de dette spécialisés, les hedge funds...

Devant la raréfaction des prêts bancaires et des conditions d'octroi de crédits plus strictes, la dette LBO est une alternative de financement de la croissance externe des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés publics et qui ne peuvent pas émettre d'obligations. Pour les investisseurs, le marché de la dette LBO est suffisamment profond pour permettre la construction de portefeuilles diversifiés.

LES BANQUES SE DÉSENGAGENT PROGRESSIVEMENT

Les banques européennes sont des acteurs traditionnels de la dette LBO puisqu'elles fournissent 51% des financements d'entreprise, alors qu'aux Etats-Unis, seulement 14% du financement provient des banques. Les nouvelles réglementations contraignent les banques à réduire leur bilan, ce qui affecte également leur capacité à financer les entreprises.

Sources de financement en dette LBO



Source : S&P

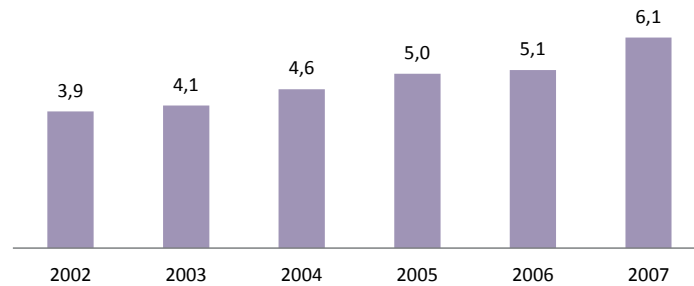
Le rythme de désendettement des banques devrait s'accélérer durant l'année 2013 afin de satisfaire aux normes définies par Bâle III. Dans son rapport sur la stabilité financière mondiale, le Fonds Monétaire International (FMI) estime que les établissements financiers pourraient céder 7,3% à 12% de leurs actifs d'ici à fin 2013. Selon les estimations du FMI, les grandes banques européennes devraient réduire leur portefeuille d'actifs de 2 000 à 3 800 milliards de dollars entre le troisième trimestre 2011 et la fin de l'année 2013.

Dans ce contexte, les entreprises européennes ont du mal à trouver des financements et doivent faire face à des conditions d'octroi de prêt bancaire de plus en plus strictes malgré un besoin croissant de liquidité pour assurer leur compétitivité.

LES PÉRIODES DE RÉINVESTISSEMENT DES CLO EXPIRENT

Le marché des véhicules d'investissement structuré (CLO) a connu une forte croissance entre 2004 et 2007, stimulé par un marché boursier au plus haut, caractérisé par des taux de défaut faibles et une abondance de dette à faible coût avec des leviers élevés. Les leviers d'endettement sont passés de 3.9x en 2002 à 6.1x en 2007.

Evolution du ratio Dette/Ebitda entre 2002 et 2007



Source: Bank of America, S&P

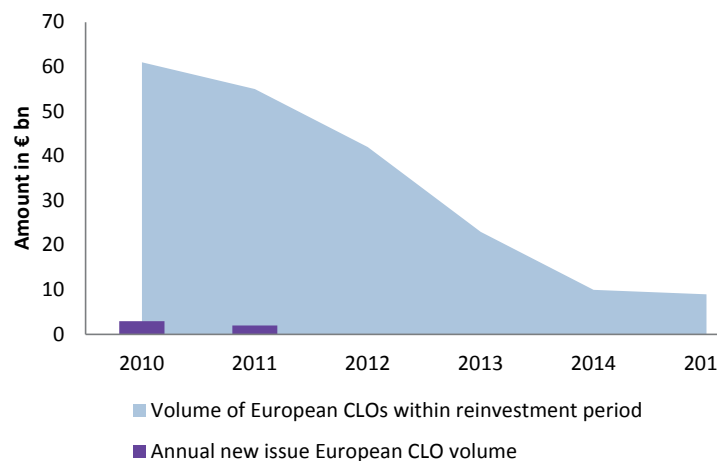
Les CLO sont des véhicules d'investissement structurés permettant la titrisation de portefeuilles de créances des institutions financières. En Europe, les CLO ont absorbé environ la moitié du volume de la dette LBO émise en 2006.

L'appétit croissant pour les CLO a favorisé le développement du marché de la dette LBO durant la période avant crise. En effet, pendant cette période, le marché des financements structurés était en plein essor.

Depuis la crise financière, la demande pour les CLO a fortement diminué entraînant un faible volume d'émission de dette LBO en 2009. Par conséquent, la capacité d'investissement des CLO se réduit alors que la période de réinvestissement des véhicules existants arrive à échéance et que l'émission de nouveaux CLO reste très faible en période post-crise.

Les périodes de réinvestissement des CLO existants sur le marché expirent dans les 2 ou 3 années à venir et les banques européennes devront faire face aux besoins de refinancement des entreprises confrontées au renouvellement d'environ 64 milliards d'euros de dette arrivant à maturité entre 2012 et 2015.

Emissions de CLO et volume de la dette LBO



Source: S&P LCD Global Leveraged Loan Review, Partners Group

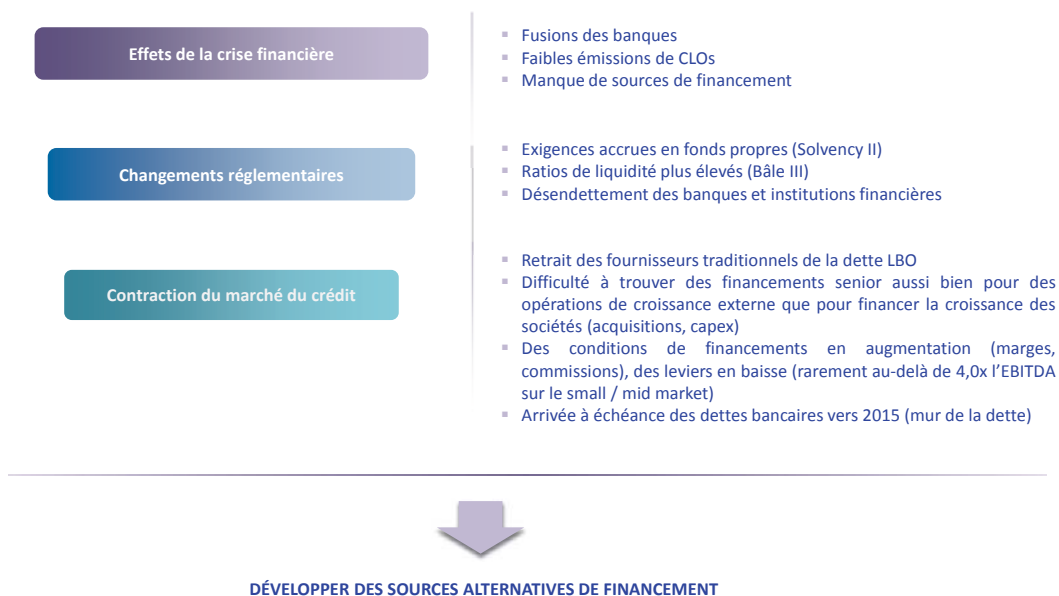
DE NOUVELLES SOURCES DE FINANCEMENT APPARAISSENT

Alors que les banques se désengagent progressivement du marché du crédit et que le volume des CLO diminue sensiblement, le profil de l'offre sur le marché évolue, ce qui crée un vaste champ d'opportunités pour des prêteurs non traditionnels, bénéficiant de l'opportunité conjoncturelle de se substituer aux banques sur ce marché.

Les investisseurs institutionnels, les fonds de dette spécialisés ou les compagnies d'assurance ont en effet une fenêtre d'opportunité afin de profiter des atouts structurels du marché de la dette LBO qui lui confèrent un couple rendement-risque attractif.

La demande pour la dette LBO reste soutenue, stimulée par la reprise du marché de fusion-acquisition. En effet, dans un contexte de faible croissance, les entreprises ne pourront plus s'appuyer sur la croissance organique pour se développer : elles s'orientent davantage vers la dette LBO pour financer leur acquisition et leur croissance externe. Les fonds de Private Equity disposent de plus de 400 milliards \$⁴ de capitaux à déployer en Buyout, ce qui permet de soutenir la demande pour la dette LBO pour les années à venir, tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. La demande de nouveaux financements en dette LBO devrait représenter près de 500 milliards \$, avec une contribution standard de la tranche equity d'environ 45%.

Dans le contexte actuel de pénurie de crédits bancaires, les entreprises sont à la recherche de sources alternatives de financement pour soutenir leur développement.



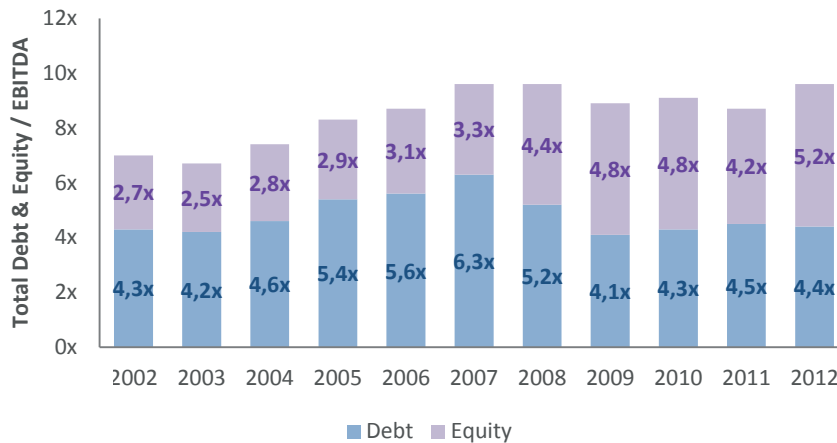
DES CONDITIONS DE MARCHÉ FAVORABLES POUR LA DETTE LBO

Face à la réduction de la capacité d'investissement des banques et des CLO, et à la demande soutenue par les capitaux à déployer des fonds de Private Equity, de nouveaux standards de marché de la dette LBO apparaissent, favorisant des marges plus élevées, des leviers réduits et un profil de risque plus faible.

La période post-crise a connu un retour à des standards de financement plus modérés en termes de levier, privilégiant les entreprises avec des fondamentaux solides et des structures de capital plus conservatrices.

En 2007, environ 60% du financement des transactions buyout se faisait à travers la dette, alors que la tranche equity ne représentait que 30% de la structuration. En 2012, la proportion de dette a fortement baissé ne représentant que 40% de la structure des transactions Buyout, alors que la contribution en capital (equity) a dépassé 50%.

Contribution moyenne de la tranche equity et dette dans les transactions LBO



Source: S&P LCD

En plus des structures de capital plus prudentes, les investisseurs en dette LBO renforcent également la documentation juridique et les conventions, permettant d'améliorer la transparence et le suivi régulier des transactions, et par conséquent, de mieux maîtriser leur risque.

Ainsi, les changements structurels dans le marché de la dette LBO présentent une véritable opportunité pour les investisseurs qui souhaitent bénéficier des caractéristiques attractives de la dette LBO.

Cependant, il est nécessaire de souligner qu'investir à travers un fonds de dette LBO présente la meilleure façon d'avoir accès à ce type de marché. En effet, la construction d'une allocation de dette LBO à travers un fonds spécialisé offre une bonne diversification, une grande transparence et surtout, permet de bénéficier de l'expertise d'équipes d'investissement spécialisées qui disposent d'un accès privilégié à ce type d'investissement.

CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DE LA DETTE LBO

Alors que la liquidité se fait rare et que les marchés sont volatiles, les investisseurs s'intéressent de plus en plus au marché de la dette LBO. Traditionnellement assuré par le secteur bancaire, ce marché offre plusieurs opportunités d'investissement qui lui confèrent un profil de rendement-risque attractif.

Les changements structurels post-crise du marché de la dette LBO favorisent des structures de capital plus robustes, des leviers financiers raisonnables, des rendements plus attractifs et un profil de risque mieux maîtrisé. Ces caractéristiques se traduisent par des marges élevées, un taux de défaut faible ainsi qu'un taux de recouvrement élevé.

STRUCTURE DE FINANCEMENT D'ENTREPRISE

La structure de financement des entreprises a changé depuis la crise financière de 2007. Les entreprises ont retrouvé des structures d'endettement plus raisonnables avec des leviers moyens d'environ 4x l'EBITDA et une contribution des fonds propres entre 40 et 50% des besoins.

Les contraintes réglementaires des banques européennes rendent plus difficile l'accès au crédit bancaire. Une alternative possible pour le financement des entreprises serait alors les marchés cotés. Cependant, le marché des obligations High Yield étant fortement corrélé au marché des actions, la volatilité de ces marchés et l'absence de visibilité sur le court et le moyen terme n'encouragent pas les investisseurs, de plus en plus avertis au risque. Par ailleurs, le volume des émissions High Yield est lié aux aspects macro-économiques et les fenêtres d'opportunités s'ouvrent et se referment rapidement. Alors que le volume total des obligations High Yield au 1er semestre 2011 a dépassé 30 milliards d'euros, la fenêtre sur cette classe d'actifs s'est brusquement fermée suite à l'annonce des tensions en Grèce et les pressions sur l'euro.

De plus, le marché des obligations High Yield n'est pas adapté à toutes les situations et nécessite des émissions importantes, ce qui limite l'accès de ce type de financement aux grandes entreprises capables d'émettre un volume important d'obligations.

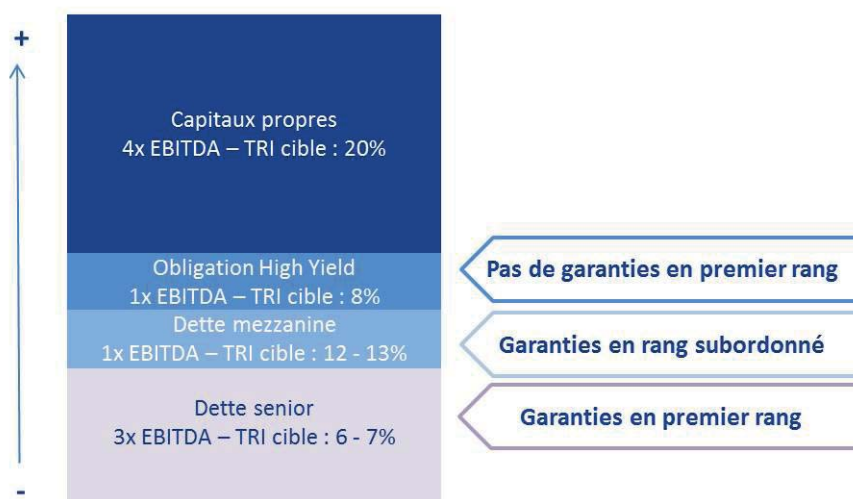
Les Petites et Moyennes Entreprises (PME) et les Entreprises de Taille Intermédiaires (ETI) sont, par conséquent, les plus impactées par le manque de financement et par le durcissement des conditions d'octroi de crédits bancaires. D'après l'OCDE, les PME-ETI représentent 95% à 99% des entreprises selon les pays, et sont responsables de 60% à 70% de créations nettes d'emploi.

Les PME-ETI constituent un maillon indispensable dans la dynamique de croissance des pays européens et contribuent à la création d'emplois au sein de ces pays. Les PME-ETI sont actuellement confrontées à un déséquilibre en matière de financement, auquel la dette non cotée peut apporter une solution.

L'exposition au marché de la dette LBO peut se faire à travers divers instruments: dette senior, dette mezzanine ou dette unitranche.

Ces instruments de dette n'étant pas cotés, ils sont acquis dans une optique de détention jusqu'à maturité, ce qui permet un meilleur accompagnement des PME-ETI dans leur processus de création de valeur.

Structure de financement d'une entreprise



“LA STRUCTURE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES A CHANGÉ DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE DE 2007. LES ENTREPRISES ONT RETROUVÉ DES STRUCTURES D'ENDETTEMENT PLUS RAISONNABLES.”

CARACTÉRISTIQUES ATTRACTIVES DE LA DETTE LBO

Dettes senior

Afin de s'exposer au marché de la dette LBO, les investisseurs peuvent trouver avantage à privilégier la dette senior.

- **Priorité dans la structure du capital**

Traditionnellement assurée par les banques, la dette senior s'ouvre davantage aux acteurs non bancaires et constitue une composante essentielle de la structure de financement d'une entreprise. Elle bénéficie d'un accès prioritaire aux cash-flows de l'entreprise et d'une garantie au premier rang sur ses actions. La dette senior est remboursée en premier.

- **Une structure de capital robuste**

L'effort de désendettement des sociétés européennes a permis à celles-ci d'avoir une structure en capital plus forte.

La proportion de fonds propres est plus élevée et représente actuellement près de 50% de la structure du capital contre 33% en 2007.

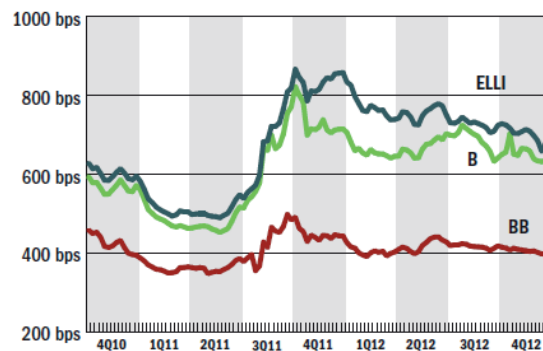
- **Profil de rendement / risque**

Le climat d'incertitude qui règne sur le marché obligataire européen provoque une envolée des primes de risque par rapport à des niveaux de taux encore bas. Les marges des prêts seniors (tranche B/C) sont passées de 250 pbs en 2007 à 500 pbs à fin 2012.

Les nouvelles émissions de dette senior en Europe affichent des leviers très modérés, en moyenne en dessous de 4x l'Ebitda et des rendements de l'ordre d'Euribor + 400 à 600 pbs. Les instruments de dette senior sont, pour la quasi-totalité, des prêts à taux variables, contrairement aux obligations à taux fixe, ce qui constitue une couverture naturelle contre la volatilité des taux d'intérêt.



Source: Partners Group, S&P LCD European Quarterly Review, Q4 2011



Source: S&P European Leveraged Loan Index

Les prêteurs ont droit à une information et à des reportings réguliers. Ces reportings permettent au pool des prêteurs de vérifier périodiquement et en toute transparence la situation économique et financière de l'entreprise sous-jacente, à travers des covenants tels que le ratio de couverture des cash-flows, le ratio de levier et le ratio de couverture des intérêts.

Une documentation juridique complète, incluant des limitations (limitations d'endettement, limitations d'investissement...), des obligations d'information (reportings, comptes annuels ou semestriels...) et des covenants financiers stricts, permet aux prêteurs de suivre de près l'évolution de la société et d'être plus réactif en cas de difficulté. Les covenants permettent de mettre en place des situations de négociation (capitalisation des intérêts, échelonnement,...) qui sont plus efficaces que dans le marché des obligations cotées et du High Yield.

En dernier ressort, le nantissement en 1er rang sur les actions de l'entreprise autorise la prise de contrôle et facilite les solutions de cession.

- **Transparence**

A la différence des gérants d'obligations High Yield, le gérant de dette senior dispose de données plus détaillées sur les entreprises ainsi que sur la structuration de la transaction. La conduite en amont de due-diligences détaillées permet une meilleure sélection des risques, ce qui entraîne une amélioration de la qualité du portefeuille et permet de réduire significativement son profil de risque.

Les covenants améliorent la transparence pour le prêteur qui est immédiatement informé en cas d'éventuel problème. Cette transparence permet au pool des prêteurs de réagir en amont, rapidement et par anticipation pour négocier au mieux leurs intérêts et mettre en jeu les garanties prévues dans le cadre de la transaction.

- **Réactivité et flexibilité**

Les entreprises sont actuellement à la recherche de prêteurs capables de les accompagner dans leur stratégie de création de valeur et de répondre à leurs besoins en financement de façon rapide et flexible. La multitude d'interlocuteurs en obligations High Yield rend quasi impossible toute coordination effective entre les prêteurs et l'entreprise. Cette forme de dispersion n'existe pas en financement par dette non cotée en raison du nombre plus restreint de prêteurs, ce qui facilite l'intervention des gérants pendant la période d'investissement et lors d'une éventuelle restructuration.

Dettes mezzanine

Se situant entre la dette senior et les capitaux propres, la dette mezzanine est un outil flexible pour un emprunteur. Elle lui permet d'avoir accès à une source supplémentaire de financement ayant un impact modéré sur les cash-flows de la société et étant moins dilutif qu'un investissement en capital pour l'actionnaire principal.

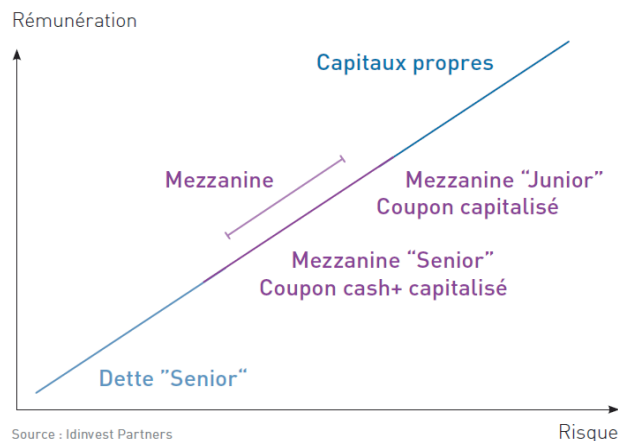
- Profil de rendement/risque

La dette mezzanine est un mode de financement intermédiaire, subordonné à la dette senior mais prioritaire par rapport aux capitaux propres. Elle bénéficie d'une garantie de 2e rang.

Subordonnée aux autres prêts seniors, la mezzanine génère un rendement élevé tout en offrant une espérance de gain global supérieur à celui des obligations cotées.

Contrairement à la dette bancaire qui est en partie amortissable, la dette mezzanine est totalement remboursable in fine avec des intérêts "cash" versés pendant toute la durée du prêt qui sont supérieurs à ceux de la dette senior.

Un mécanisme d'accès au capital via des bons de souscription d'actions (OBSA) permet de majorer, à terme, la rentabilité de la dette mezzanine.



Au global, le taux de rendement attendu par la dette mezzanine est de l'ordre 15 % par an, dont environ 10-12 % de rendement contractuel via des intérêts cash et des intérêts capitalisés, plus un complément de rémunération via les bons de souscription d'actions. Une étude de Partners Group⁵ datant de mars 2013 indique que, sur 439 investissements réalisés sur une période de 21 ans (de 1989 à 2009), la mezzanine européenne affiche un multiple attractif de l'ordre de 1,6x, avec une volatilité limitée et un taux de perte annuel de 1,8%.

⁵Partners Group Research Flash March 2013, "Analysis on loss rates in the European mezzanine market"

- Mécanismes de rémunération

La dette mezzanine comprend un élément de rémunération contractuelle (coupon versé et capitalisé) et un élément de rémunération variable (accès au capital).

La rémunération contractuelle de la dette mezzanine comporte :

- des intérêts cash versés trimestriellement ou semestriellement, sur la base d'un taux de référence (Euribor ou Libor) auquel s'ajoute une marge
- des intérêts capitalisés dits "PIK" (Payment In Kind) versés lors du remboursement final de la mezzanine.

Les bons de souscription d'actions (BSA) sont un complément de rémunération dont la valeur est fixée à l'origine et qui donnent droit à un pourcentage prédéterminé du capital.

- Protection et sûretés

La dette mezzanine bénéficie d'une documentation juridique stricte en miroir de la documentation senior.

Les gérants disposent en amont de due-diligences approfondies et en aval de reportings réguliers qui permettent d'accumuler des informations détaillées sur les entreprises sous-jacentes et d'améliorer le suivi des investissements.

Les gérants bénéficient d'une forte proximité avec le management et l'actionnaire via des positions de censeurs au Conseil de Surveillance des entreprises.

*“LES GÉRANTS DISPOSENT EN AMONT DE
DUE-DILIGENCES APPROFONDIES ET EN AVAL
DE REPORTINGS RÉGULIERS QUI PERMETTENT
D'ACCUMULER DES INFORMATIONS DÉTAILLÉES
SUR LES ENTREPRISES SOUS-JACENTES ET
D'AMÉLIORER LE SUIVI DES INVESTISSEMENTS.”*

Dettes unitranche

- Séniorité

La dette unitranche est une composante du marché de la dette senior qui se définit comme un prêt obligataire à terme avec une maturité comprise entre 5 et 8 ans, amortissable en totalité à l'échéance.

La dette unitranche reste juridiquement une dette senior et est donc remboursable en priorité. Importé des États-Unis en 2007, le financement unitranche a trouvé un écho positif en France.

- Profil rendement/risque

Avec un rendement global autour de 10-12 %, le financement unitranche est moins cher qu'un financement mezzanine. Il est moins risqué en raison de l'absence de subordination par rapport à une autre dette, mais plus cher qu'un financement en dette senior classique (5 % pour la dette senior tranche B).

- Mécanismes de rémunération

La rémunération de la dette unitranche est constituée de trois éléments :

- Un intérêt payé cash selon des échéances mensuelles, trimestrielles ou semestrielles au choix de l'emprunteur. A noter une tendance de plus en plus forte à mettre un floor (1 à 1,5%) à Euribor ou Libor.
- Un intérêt capitalisé payable in fine en même temps que le nominal des obligations.
- Et le cas échéant, une rémunération complémentaire, sous forme de bons de souscription d'actions, donnant accès au capital, permettant ainsi une participation à la plus-value réalisée à la sortie par le fonds d'investissement.

- Covenants et documentation juridique

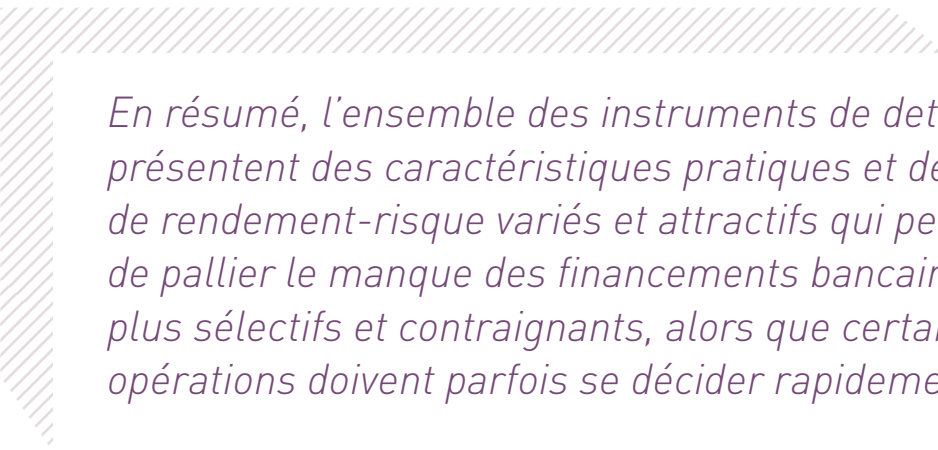
Les engagements obligatoires (covenants) et la documentation juridique de la dette unitranche sont les mêmes que dans le financement en dette senior classique.

En revanche, l'endettement total de l'entreprise dans le cadre de la dette unitranche est généralement légèrement supérieur à celui de la dette senior classique. En effet, le ratio d'endettement augmente du fait que la dette unitranche se substitue au montage classique (Dette senior + Mezzanine) dont le levier se situe généralement entre 3x et 5x l'Ebitda des sociétés financées, alors que le levier d'endettement de la dette unitranche peut atteindre 5.5x l'Ebitda.

- Souplesse et flexibilité

L'avantage le plus significatif est assurément la souplesse qu'offre ce financement dans la gestion de la trésorerie disponible au sein de l'entreprise cible. L'absence d'amortissement et la capitalisation d'une partie des intérêts permettent à l'entreprise cible de consacrer l'essentiel de sa trésorerie à la réalisation de sa croissance externe.

Cet avantage est très appréciable en période de crise où les investissements et les opérations de croissances externes sont le principal moyen de création de valeur. Dans certains secteurs, c'est aussi un atout indéniable pour les entreprises en forte croissance.



En résumé, l'ensemble des instruments de dette LBO présentent des caractéristiques pratiques et des profils de rendement-risque variés et attractifs qui permettent de pallier le manque des financements bancaires devenus plus sélectifs et contraignants, alors que certaines opérations doivent parfois se décider rapidement.

La dette LBO est souvent contractée par un ou plusieurs fonds ayant des processus internes et des comités d'investissement plus souples que ceux d'une banque. Ainsi, le temps de négociation est réduit et le temps de réalisation de l'opération s'en trouve accéléré. La rapidité d'exécution et la flexibilité de la structuration sont des avantages non négligeables par rapport aux prêts bancaires et aux obligations cotées.

La dette LBO se caractérise ainsi par un profil de risque faible, un taux de recouvrement élevé, et par conséquent, un faible taux de défaut.

UN PROFIL DE RISQUE FAIBLE

Taux de défaut faible

Les gérants de dette LBO disposent de données détaillées sur les entreprises et bénéficient en amont de due-diligences approfondies qui leur permettent d'identifier certains risques, et par conséquent, de réduire significativement le profil de risque.

En aval, l'accès à des informations et des reportings détaillés, permet aux gérants d'intervenir de manière anticipée lorsqu'un problème est détecté. Ainsi, la dette LBO affiche un taux de défaut moyen de seulement 2% sur la période 2003 à 2012.

Taux de recouvrement élevé

Les caractéristiques de la dette LBO se traduisent par un taux de recouvrement particulièrement élevé de 59%, contre seulement 42% pour les obligations High Yield sur la période 2003-2012.

Les garanties et les covenants mis en place donnent la possibilité aux prêteurs d'interagir avec les emprunteurs et de renégocier les termes de la transaction. La multitude d'interlocuteurs en obligations High Yield et une information limitée à la sphère publique rendent quasi impossible toute coordination effective entre les prêteurs et l'entreprise et handicapent la réactivité des gérants. Ces freins n'existent pas en financement par dette LBO en raison du nombre limité de prêteurs et d'un accès privilégié à l'information.

Le taux de casse est significativement bas pour la dette LBO et représente, en moyenne, 1,3% contre 1,9% pour les obligations High Yield sur la période 2003 à 2012.

	Dette LBO en Europe	Obligations High Yield en Europe
Taux de défaut moyen	2,2%	3,0%
Taux de recouvrement moyen	59,3%	42,0%
Taux de casse moyen	1,3%	1,9%

Source: Credit Suisse, janvier 2013

Note: Dette LBO inclut first lien, second lien et unsecured debt

PROFONDEUR DU MARCHÉ DE LA DETTE LBO

Le durcissement de la réglementation bancaire Bâle III a contraint les banques à consentir moins de crédit et à se retirer progressivement du marché de la dette LBO. Face à cette nouvelle conjoncture, les fonds d'investissement proposent des financements au-delà du circuit bancaire traditionnel qui permettent de répondre aux besoins de liquidités des entreprises et de les accompagner dans leur démarche de création de valeur.

- Le marché primaire

Un regain d'activité a été observé sur le marché primaire de la dette LBO depuis 2010 avec une augmentation considérable du volume des nouvelles émissions. La demande pour la dette LBO reste soutenue par le volume actuel des capitaux à déployer (dry powder) des fonds de Private Equity dont le montant total excède 400 milliards \$ et, également, par le refinancement des dettes bancaires arrivées à échéance, désigné par l'expression « le mur de la dette », et qui est estimé à plus de 170 Mds d'euros d'ici 2014 en Europe.

La dette LBO est un nouveau marché en Europe. Les entreprises sont de plus en plus nombreuses à expérimenter ces nouvelles sources de financement, mais le crédit bancaire constitue encore 70% de leurs financements contrairement aux sociétés américaines qui se financent principalement sur le marché de la dette LBO. Ce marché est amené à croître davantage sous l'effet de la demande et est suffisamment profond aujourd'hui pour permettre la construction de portefeuilles diversifiés.

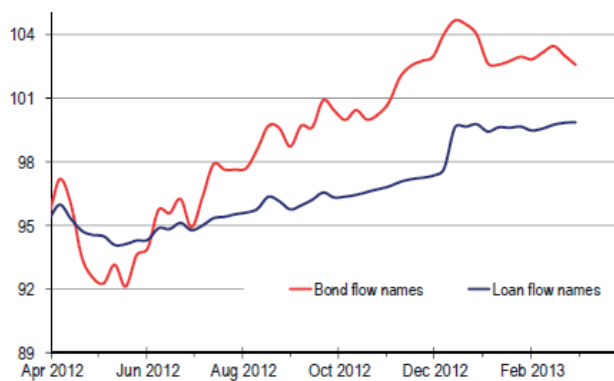


Source: Credit Suisse

- Un pricing attractif

Contrairement aux obligations cotées, les instruments de dette senior sont généralement émis sur le marché primaire avec une décote par rapport au nominal, appelée « Original Issue Discount » (OID). De plus, la dette senior offre une rémunération variable indexée sur un taux de référence (Euribor ou Libor) et une marge d'intérêt correspondant au risque de crédit à l'émission. Cette caractéristique offre une couverture contre le risque de taux.

Par ailleurs, alors que les prix des obligations High Yield continuent à augmenter sous la pression de la demande institutionnelle, les prix de la dette senior restent stables, moins chers que ceux des obligations, soutenus par le rythme des cessions d'actifs des banques (portefeuilles, activités non-stratégiques), incitées à réduire leur bilan par les normes réglementaires de Bâle III.

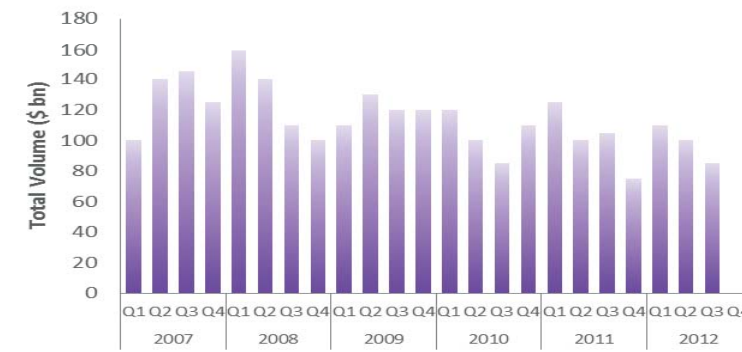


Source: S&P Capital LCD, Markit, Bloomberg

- Le marché secondaire

En plus des opportunités présentes sur le marché primaire, la dette LBO s'échange aussi sur un marché secondaire actif qui permet aux investisseurs d'acquérir de la dette LBO avec des décotes attractives et de revendre leurs positions.

Le processus des cessions d'actifs entrepris par les banques européennes et imposé par les normes Bâle III permet d'alimenter régulièrement le marché secondaire. Ainsi, l'année 2011 a été marquée par un rebond des volumes échangés sur le marché secondaire de la dette LBO. L'afflux d'offre génère d'importants niveaux de décote sur des actifs aux fondamentaux solides.



Source: LSTA Trade Study

La composante secondaire permet d'assurer la liquidité sur le marché de la dette LBO et d'offrir un rendement intéressant puisque les instruments de dette bénéficient des fondamentaux solides des sociétés et sont acquis avec des décotes attractives.



ANNEXE 1 : EXEMPLES DE COVENANTS ET DE GARANTIES EN DETTE LBO

Exemples d'engagements obligatoires et de documentation juridique :

- Obligation de communication, d'information régulière et de reporting mensuels, rencontres avec les dirigeants des sociétés
- Gestion des garanties accordées aux créanciers
- Documentation juridique (ratio de levier, ratio de couverture des cash-flows, ratio de couverture des intérêts)



Amélioration de la transparence et intervention anticipée en cas de problèmes

Exemples de garanties :

- Nantissement en 1er rang des titres de la société cible
- Délégation de la garantie d'actif et de passif
- Délégation de l'assurance homme-clé

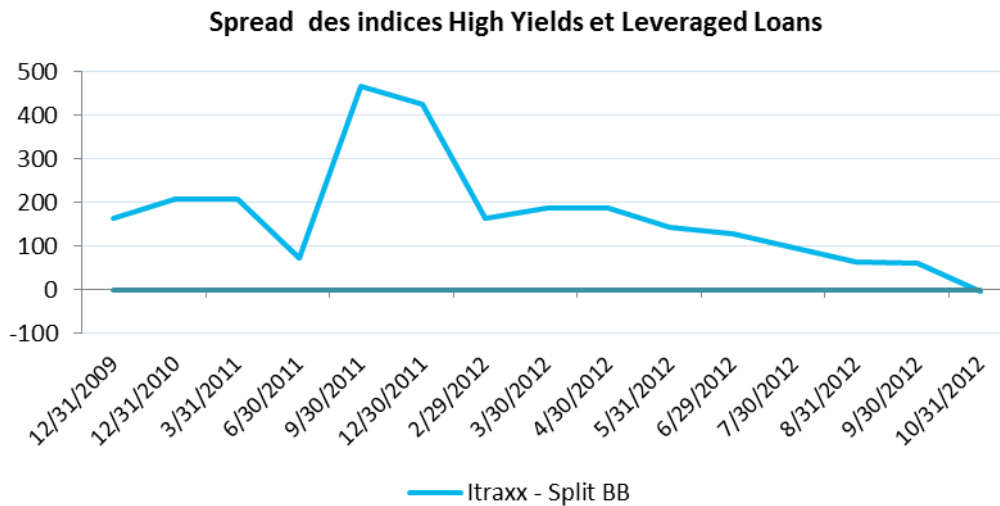


Garanties supplémentaires en cas de problèmes

ANNEXE 2 : TABLEAU COMPARATIF OBLIGATIONS HIGH YIELD / DETTE SENIOR

	Obligations High yield	Dette senior
Rendement moyen sur la tranche BB	5%	Euribor + 500
Volatilité	Liée aux marchés	Liée au sous-jacent
Seniorité		Prioritaire sur le High yield
Covenants	Légers	Complets
Transparence	Périodique (comptes)	Permanente (ratios) et régulière
Taux de défaut moyen	3,3%	1,9%
Taux de recouvrement moyen	40%	60 %
Taux de casse moyen	1,9%	0,7%
Liquidité	Cotation, market makers, indices liquides	Marché secondaire organisé
Indexation	Taux fixe	Taux variable
Traitement S2	Fonction du rating	Forfaitaire car non noté
Traitement Code des assurances	Eligibilité directe	Eligibilité via des fonds

ANNEXE 3 : EVOLUTION DES SPREADS DE LA DETTE SENIOR VS. OBLIGATIONS HIGH YIELD



Indices représentatifs :

- Pour les obligations High yield, l'indice retenu est l'Itraxx Crossover Europe qui représente le spread des CDS corporates non investment grade européens à 5 ans
- On recompose le rating affecté à chacune des 50 lignes de l'indice comme le meilleur des 3 agences ayant attribué une note, et en affectant un rating estimé favorable pour les 4 sociétés non notées (Air France BB, Havas BBB, Melia hôtels B, et Rallye BB).
- La distribution du rating est alors : C 1/50, B 18/50, BB 26/50, BBB 5/50

L'indice Itraxx Crossover Europe est ainsi clairement un indice de split rating BB/B

- On retient logiquement, en comparaison, l'indice « Credit Suisse Western Europe Leveraged Loans Index Discount Margin » dans la catégorie « split BB ». Cet indice est comparable en crédit au Crossover mais plus court en maturité car composé de tous les deals inférieurs à 5 ans.

ANNEXE 4 : TRAITEMENT DE LA DETTE SENIOR SOUS SOLVENCY II

La réglementation Solvabilité 2 est structurée autour de 3 piliers:

- le 1e pilier définit les normes de calcul des fonds propres réglementaires
- le 2e pilier détermine les exigences qualitatives et les principes de gouvernance et gestion des risques
- le 3e pilier concerne la communication au marché et au régulateur.

Le SCR (Solvency Capital Requirement) est calibré pour correspondre aux fonds propres nécessaires à l'assureur pour faire face à ses engagements à un horizon 1an avec un intervalle de confiance 99,5%.

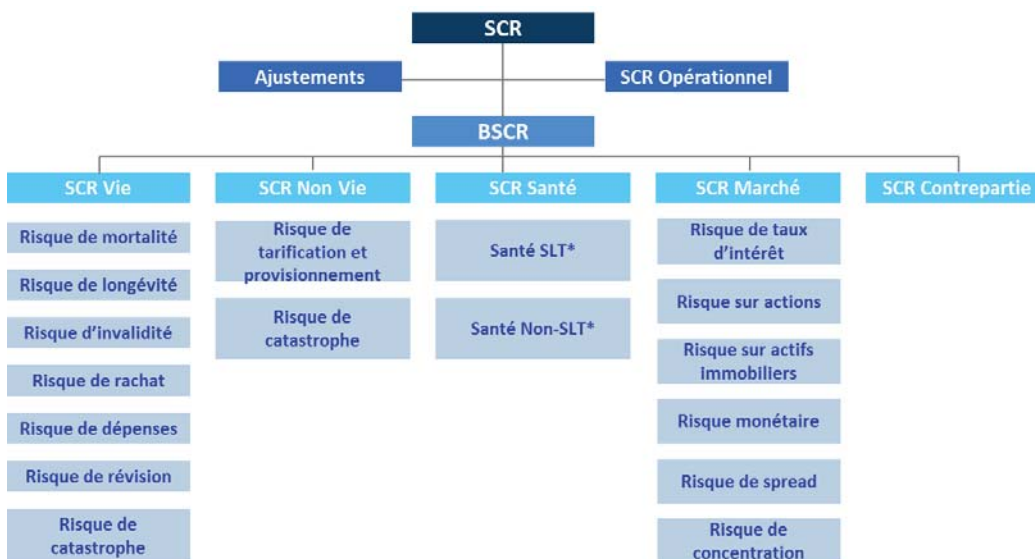
Une formule standard de calcul du SCR a été proposée lors de la 5e phase de consultation des assureurs (QIS 5).

Les assureurs peuvent disposer d'un modèle interne. Idinvest Partners est capable de fournir un « look-through » pour distinguer à l'intérieur du portefeuille les différentes composantes par classe d'actifs.

Selon QIS 5, le ratio de fonds propres prudeniels associé au Private Equity dans la formule standard est égal à 40% de la valeur de marché.

Architecture modulaire des risques selon Solvency II

Le besoin en capital du module marché est calculé à partir de 7 sous modules correspondant aux facteurs de risque de marché identifiés par le CEIOPS :



Source: CP 72 CEIOPS (2009b)

Le risque Private Equity appartient au sous-module « risques sur actions » du module « risques de marché ».

Les investissements en dette senior sont des instruments de dette à taux variable et ne sont pas exposés au risque des taux d'intérêt.

Le risque de concentration adresse la capacité de l'assureur à diversifier son portefeuille de manière adéquate et est de ce fait exogène aux calculs de SCR pour les investissements. Les investissements en dette LBO étant libellés en Euro, le risque devise est inexistant.

Pour calculer le risque de marché relatif à ces investissements, Idinvest Partners applique "security level look-through approach".

Le risque de Spread (Spread Risk) est alors le seul à contribuer dans le calcul du SCR relatif aux investissements en dette senior non cotée.

TRAITEMENT DE LA DETTE SENIOR VS. HIGH YIELD SOUS SOLVENCY II

Contrairement à une obligation High Yield notée dans la zone B+/BB- avec un SCR entre 25 et 42 %, la dette senior consomme moins de capital et est, de facto, mieux traitée par la réglementation Solvency II.

Le fonds de dette senior est transparent sous Solvency II, à l'opposé des obligations High Yield, qui sont analysées comme des actions non cotées (SCR de 49 %) et donc qui consomment un capital nettement plus élevé en Solvency II.

Un fonds de dette senior est optimal en termes de risque (bien mieux sécurisé qu'une obligation) et de consommation réglementaire.

CONTACTS

Olga Koulechova

Head of Business Development

ok@idinvest.com

+33 (0)1 58 18 56 58

Salma Zarraf

Associate

sz@idinvest.com

+33 (0)1 58 18 56 86

Marie-Claire Martin

Communication Manager

mcm@idinvest.com

+33 (0)1 58 18 56 69

Idinvest Partners

117, AVENUE DES CHAMPS ELYSÉES - 75008 - PARIS
+33 (0) 1 58 18 56 56 - www.idinvest.com

RCS PARIS: 414 735 175

SOCIÉTÉ DE GESTION AGRÉÉE PAR L'AMF SOUS LE N° GP 97-123.