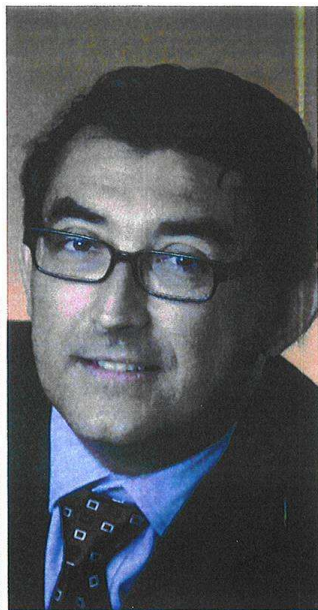


DOMINIQUE FOUQUOIRE,
directeur associé - IFE Mezzanine



La mezzanine est devenue incontournable pour qui entend organiser un LBO. Une mezzanine de 50 millions nécessite un club deal d'au moins trois acteurs comme ce fut le cas fin 2008 sur Socotec.

Quel est l'impact de la crise du crédit sur les acteurs de la mezzanine ?

Nous restons très prudents, la crise n'est pas terminée. Les banques sont devenues extrêmement averses aux risques. Sur des transactions mid-cap comme Compin ou Leyton, pas moins de 8 banques étaient candidates pour tenter de structurer 30 à 50 millions d'euros de dettes, et aucune ne prête pour un quelconque underwriting. Côté mezzaneurs, l'underwriting a également disparu. La mezzanine est devenue incontournable pour qui entend organiser un LBO. Mais un ticket au-delà de 15 millions est déjà risqué. Une mezzanine de 50 millions nécessite un

FINANCEMENTS

Recherche Dette LBO désespérément

club deal d'au moins trois acteurs comme ce fut le cas fin 2008 sur Socotec où nous étions présents aux côtés d'Axa PE et Capzanine. Depuis le début de l'année, nous avons regardé environ 25 dossiers, deux fois moins qu'au premier semestre 2008. Si nous n'avons concrétisé aucun deal pour le moment, il faut noter que sur ces 25 dossiers, seule une opération est allée jusqu'au bout. Mais pour l'heure, la concurrence est saine et personne n'a cassé les prix pour faire une opération. D'autant plus que le nombre d'acteurs a diminué, du fait de la disparition des banques sur le créneau des produits mezzanine. Nous prévoyons d'investir dans environ 3 transactions d'ici à fin juillet 2010.

Quelles sont les pratiques en terme de levier et de pricing de la mezzanine ?

Il faudra beaucoup de temps avant de retrouver des montages représentant 6 fois l'Ebitda. Il n'y a plus de dossiers sur lesquels le levier est supérieur à 4 fois l'Ebitda. La dette senior représente globalement 2 à 3 fois l'Ebitda alors que la mezzanine tourne toujours autour de 1 voire 1,5. Globalement les marges se sont améliorées. Mais si le rendement facial n'a que légèrement augmenté, l'Euribor a baissé, de 3 à 1,5%. La rémunération contractuelle a un peu diminué mais il y a nettement plus de warrants. Une autre contrainte reste évidemment le niveau d'equity pour réaliser un LBO. Les valorisations n'ont pas encore suffisamment diminué pour que les equity sponsors puissent espérer retrouver un TRI convenable. La rémunération de la mezzanine tourne donc aujourd'hui autour des 16%. Cependant, il paraît encore déraisonnable de demander un TRI de 18%, lorsque le sponsor en equity pense réaliser 20% de TRI.

La mezzanine reste-t-elle encore un produit attractif ?

Pour des fonds qui n'arrivent pas à trouver

du levier, la mezzanine reste du capital à moindre coût. Quelques institutionnels se sont d'ailleurs mis récemment à faire de la mezzanine. La mezzanine de développement a également une carte à jouer bien que le nombre de transactions reste encore limité. Enfin, la mezzanine est clairement un bon produit pour le Pipe qui va sans doute prendre de l'importance dans les mois qui viennent. Il y a par ailleurs de bonnes opportunités sur les rachats de lignes mezzanine. La mise en vente du portefeuille d'European Capital mobilise évidemment la communauté. Mais les arbitrages ne favorisent pas forcément les lignes fortement décotées. Au-delà de 70%, on peut avoir un doute sur la santé des sous-jacents. Les scénarios envisageables sont donc plutôt des stratégies de relution ou de positionnement sur des deals que nous connaissons bien.

Comment les mezzaneurs se positionnent sur les restructurations en cours ?

La problématique majeure des nouveaux schémas de restructuration de dette réside dans une tendance hasardeuse des actionnaires à ne pas vouloir rembourser les banques. Et il n'est pas acceptable que des fonds qui ont quasiment ou tout perdu en equity puissent se refaire au mépris de la hiérarchie des créances. Cela fait malheureusement partie de la règle du jeu de départ. Mais il appartient également aux banques d'avoir le courage d'assumer le changement d'actionariat si nécessaire. À ce jeu, les mezzaneurs entendent faire respecter leur rang. Si la restructuration de la dette de Frères Blanc s'est bien terminée (rééchelonnement de la senior, capitalisation des intérêts de la mezzanine, réinjection de fonds propres de l'actionnaire), de façon générale, nous restons prêts à faire face à nos responsabilités de quasi-actionnaire quitte à faire une offre pour reprendre la main si cela s'avère nécessaire. ■