



# LES TAUX BAS PORTENT LES DIVIDEND RECAPS

L'APPÉTIT ACTUEL  
DES PRÊTEURS  
PERMET LA  
RENÉGOCIATION  
DES DETTES  
D'ACQUISITION  
POUR OPTIMISER  
LES CHARGES  
D'INTÉRÊTS ET  
LE NIVEAU DE  
LEVIER. LES LIGNES  
ACCORDÉES  
LAISSENT SOUVENT  
DE LA PLACE  
POUR REMONTER  
UN DIVIDENDE  
EXCEPTIONNEL AUX  
ACTIONNAIRES.

**A**ctionnaires de long terme oui, mais sans oublier d'être pragmatiques. Certes, les fonds de private equity fonctionnent sur un modèle de capital patient, qui attend la revente des actifs au bout du cycle d'investissement pour encaisser les plus-values. Mais si, entre-temps, un peu d'ingénierie financière assure une meilleure performance pour les GPs et leurs clients, l'option se doit d'être envisagée.

## DE LA DETTE PAR-DESSUS LA TÊTE

Pour l'année 2016, les données Leveraged Commentary & Data de S&P en Europe font état d'un volume de 70,8 milliards d'euros de prêts à effet de levier, soit une augmentation de 11 % sur un an. Si la dette levée au premier semestre a principalement servi à financer de nouveaux buyouts, celle du second a massivement été orientée vers des refinancements (29 milliards d'euros de prêts ont été repricés). Les dividend recaps de la période ont ainsi augmenté de 65 % par rapport à 2015. Le fournisseur de données pointe le rôle accru des CLO dans la ruée vers les refinancements européens : 40 véhicules ont émis pour 16,5 milliards d'euros de dette, contre 13,5 milliards en 2015 à travers 33 véhicules. Et la tendance s'accélère : pour le premier trimestre 2017, S&P a recensé 33,8 milliards d'euros de prêts à effet de levier sur le Vieux Continent, dont 13 % ont été consacrés au paiement de dividendes (4,4 milliards d'euros). En comparaison, l'agence indique que 7 % des leveraged loans de 2016 étaient consacrés à ces dividendes. « Le phénomène des refinancements, et en particulier les dividend recaps que nous avons vu revenir depuis 2013-2014, s'accélère encore début 2017, constate Grégoire Villiaume, managing director et head of Structured Finance d'ING Bank France. En Europe, les refinancements représentaient environ 17 milliards d'euros en 2016, et nous sommes déjà à plus de 11 milliards pour le seul premier trimestre 2017. Nous observons deux phénomènes qui ont la même source : la remontée de dividendes et le refinancement à un meilleur taux. L'énorme disponibilité de liquidités sur le marché de la dette permet de refinancer des obligations avec de la dette senior, ce que nous voyons beaucoup en ce moment. En effet, de très nombreux fonds de dette institu-



tionnels ont levé beaucoup d'argent, et leur besoin d'investir drive les marges à la baisse. »

### TABLER SUR L'APPÉTIT DES PRÊTEURS

Les fonds de dette mettent donc sur le marché d'abondantes liquidités, les CLO sont tout regonflés et les institutionnels recherchent frénétiquement du rendement. Donc, même des LBO assez récents ont intérêt à refinancer leur dette au vu des marges actuelles, au ras des pâquerettes. « Le récent refinancement de Cerelia remonte le levier de 3,5 fois l'Ebitda à 5,1 fois, détaille Rémi Buttiaux, partner d'IK Investment Partners. Il permet le remboursement d'un prêt d'actionnaire d'environ un tiers de l'equity initiale et le financement du build-up sur English Bay Batter. En ce

moment, la disponibilité de la dette permet des refinancements, et il faut en profiter, bien sûr sans bloquer la croissance de l'entreprise. Les conditions sont telles qu'il était possible ici de faire descendre les marges à 3,5 %, ce qui nous permet ici de gagner 100 points de base. Nous n'avons plus qu'un seul covenant au lieu de trois. Les conditions de financement des croissances externes futures sont plus souples par rapport à la documentation précédente. » Exit donc les mezzanines et subordonnées trop chères, place à de la tranche B. Evidemment, les recaps les plus « dodues » concernent le large cap. Ainsi, début 2017, l'industriel belge de la chimie AlInex a lancé un refinancement, cherchant au départ à placer une tranche de 730 millions d'euros et une autre de 700 millions de dollars. Mais l'enthousiasme des prêteurs s'est révélé si intense que l'entreprise a décidé d'ajouter une tranche de 425 millions pour financer une remontée de dividendes à son sponsor, Advent. Au final, la nouvelle dette d'1,8 milliard va se pricer entre 325 et 350 points de base. Plus modeste, le spécialiste finlandais des matériaux d'isolation Paroc a, pour sa part, lancé un refinancement de 505 millions d'euros qui va lui permettre de remplacer des bonds par un loan cov-lite et de remonter 55 millions d'euros de dividendes à CVC.

### REMONTER LES LEVIERS SANS ABUSER

Les refinancements d'aujourd'hui sont régulièrement sursouscrits. Les actionnaires se doivent donc d'être vigilants lors du réendettement des entreprises. « Le refinancement est opportuniste et la recap n'a lieu que si le deal est suffisamment déleveragé, précise Grégoire Villiaume. Il y a quelques années, il fallait attendre plus de trois ans après le deal originel pour procéder à une recap, alors qu'aujourd'hui cela peut être après deux ans, voire moins dans les cas de fort deleverage, comme Action, qui a procédé à deux recaps en moins de douze mois. » La prudence voudrait toutefois qu'on manipule cet outil avec précaution, car le mécanisme de dividend recap a été accusé d'avoir contribué à surleverager certains LBO pré-crise. Pour autant, les professionnels interrogés réfutent un usage excessif de l'endettement en ce moment, contrairement à la période de pic. « La situation est différente de 2007, estime



« Le récent refinancement de Cerelia remonte le levier de 3,5 fois l'Ebitda à 5,1 fois. Il permet le remboursement d'un prêt d'actionnaire d'environ un tiers de l'equity initiale et le financement d'un build-up. » Rémi Buttiaux, partner, IK Investment Partners

Patrick Teboul, associé Banking & Finance chez Mayer Brown à Paris. Aujourd'hui, les leviers moyens restent raisonnables, entre 4 et 5,5 fois l'Ebitda, et la part initiale d'equity se situe autour de 40 % de la valeur du deal, donc nous sommes loin des 20 % de la période pré-crise où il ne restait plus rien de la mise du fonds après une remontée de dividende. » Il y a bien sûr des exceptions à cela, comme les remontées de dividendes de Verallia (voir encadré page 20) qui ont, elles, totalement dérisqué l'investissement de son sponsor Apollo.

### OUTIL DE BONNE GESTION

La remontée de dividende en cours de deal permet donc de récupérer en avance tout ou partie de sa mise : le fonds reste actionnaire au même niveau, tout en pouvant retourner de l'argent à ses souscripteurs.

## LE DIVIDEND RECAP COTE MANAGERS

Le management d'une entreprise sous LBO, s'il est actionnaire, peut être concerné par les remontées de dividendes permises par le refinancement de la dette d'acquisition. Car ce sont bien les dirigeants qui prennent la décision opérationnelle de réendetter la structure, ils doivent en conséquence être vigilants sur le niveau de dette atteint post-réendettement. De plus, selon leur package, ils peuvent être bénéficiaires des dividendes ainsi remontés. Dès lors, il pourrait leur être reproché une faute de gestion sur le niveau d'endettement s'il se révèle dangereux, et le fait qu'ils en profitent personnellement accentuerait le doute. Pour autant, ce sujet peut être encadré côté management dès la conception du package. Les fonds peuvent ainsi se voir opposer un veto par les managers si le levier dépasse un certain niveau.

« Le phénomène des refinancements, et en particulier les dividend recaps, que nous avons vu



revenir depuis 2013-2014, s'accélère encore début 2017. » Grégoire Villiaume, managing director et head of Structured Finance, ING Bank France



Donc, si les distributions interviennent plus tôt que prévu, le TRI, sensible à la durée, s'améliore automatiquement. Dans son ouvrage *The Debt Trap* (ed. Harriman House 2016), l'ancien investisseur Sébastien Canderle calcule l'influence des dividend recaps sur la performance des GPs. Il analyse la variation du TRI en fonction du timing et du montant des remontées de cash. En prenant l'hypothèse d'un levier à 60 % pour un deal valorisé 1 milliard de dollars et d'une remontée de 200 millions en deux temps, selon l'année des recaps, le TRI atteint entre 9 et 11 % au bout de cinq ans. Rien de folichon. En revanche, avec les mêmes données mais un levier de 90 %, le TRI atteint 31 % avec des recaps en années 3 et 4, et passe à un superbe 47 % si les remontées ont lieu en années 2 et 3. Par conséquent, avec les leviers actuels, davantage entre 50 et 60 %, l'influence des dividend recaps reste assez minime. Cependant, de meilleures conditions bancaires sont toujours bonnes à prendre. « Les fonds ont intérêt à cranter le levier pour préparer la sortie dans des conditions optimisées, analyse Mathilde Paoli, en charge du conseil en financement chez Rothschild Global Advisory. De plus, avec le marché actuel très "borrower friendly", améliorer les conditions de pricing en se refinançant est un atout pour le

« La situation est différente de 2007. Aujourd'hui, les leviers moyens restent



raisonnables, entre 4 et 5,5 fois l'Ebitda, et la part initiale d'equity se situe autour de 40 % de la valeur du deal, donc nous sommes loin des 20 % de la période pré-crise où il ne restait plus rien de la mise du fonds après une remontée de dividende. » Patrick Teboul, associé Banking & Finance, Mayer Brown Paris

fonds et l'entreprise. Outre la diminution du coût de financement, ces refinancements sont l'occasion de redonner à la société les ressources (nouvelles lignes non tirées) et la flexibilité (renégociation des covenants financiers et non financiers) pour accélérer le développement. »

### REMONTÉE IMPRÉVUE

Sans remonter de dividendes « à l'insu de son plein gré », il arrive que des événements imprévus induisent cette opération. « Nous avons vu plusieurs recaps récemment, notamment dans le cas de cessions exceptionnelles de filiales, relate Patrick Teboul. Or, les prêteurs ne tiennent pas forcément à se faire rembourser. En effet, les tranches B in fine ont été syndiquées à des fonds de dette, à des assureurs ou des CLO qui préfèrent souvent maintenir leurs allocations jusqu'à terme. Donc, les produits exceptionnels peuvent être affectés à un dividende. » Le cas peut aussi se présenter lorsque l'actionnaire ne parvient pas à céder son actif au moment prévu. Ainsi, la vente du spécialiste français du packaging pour cosmétiques Albea, enclenchée par Sun Capital fin 2016, n'a finalement pas abouti. Qu'à cela ne tienne, les investisseurs verront tout de même un retour arriver grâce à une recap : une nouvelle tranche B de 816 millions de dollars va remplacer deux tranches obligataires de respectivement 245 millions d'euros et de 385 millions de dollars, tout en finançant un dividende de 68 millions de dollars pour Sun.

### PAS DE DÉSENGAGEMENT

Si les exemples de dividend recaps ne manquent pas, ils ne laissent pas transparaître une volonté de désengagement des sponsors. « Les refinancements actuels n'ont pas uniquement pour but de remonter un dividende, mais représentent davantage une occasion de créer de la valeur pour la société elle-même, decode Mathilde Paoli. Les fonds n'ont pas l'objectif de se dérisquer complètement et ne veulent pas nécessairement pousser les leviers dans leurs retranchements. » Par ailleurs, le contexte actuel d'abondance touche aussi les fonds, qui ont accumulé pas mal de dry powder. Ce que confirme Grégoire Guillaume chez ING : « Il existe un autre problème : les sponsors n'ont pas forcément envie de retirer leur argent, car ils ont besoin de le mettre au travail. C'est pour cela qu'ils vont souvent se contenter d'optimiser les termes du deal en remplaçant le second lien ou la mezzanine par une dette moins chère. » Nous sommes loin du cliché des vilains fonds qui siphonnent sans état d'âme leurs participations. ■ **L. P.**



## VERALLIA, LE CONTRE-EXEMPLE

Si les remontées actuelles de dividendes maintiennent un raisonnable coussin d'equity des sponsors dans les entreprises, certains fonds la jouent différemment. Voici la chronologie des flux de cash dans l'opération sur le verrier Verallia menée par Apollo, accompagné de Bpifrance (10 %)

- ◆ **MI-2015** : Apollo reprend Verallia à Saint-Gobain pour 2,945 Md€
- ◆ **JUIN 2016** : premier recap qui permet de remonter 230 M€ aux actionnaires tout en refinançant l'endettement existant. La dette se compose a posteriori de 500 M€ de senior secured notes, 250 M€ de revolving et 1,375 Md€ de loan. L'opération permet de remonter environ 40 % de l'equity initiale
- ◆ **AUTOMNE 2016** : échec d'un dividend recap de 500 M€ sur les sociétés opérationnelles qui devait prendre la forme d'une extension de la PIK note. Trop ambitieuse et risquée, les investisseurs ne l'ont pas achetée
- ◆ **DÉBUT 2017** : second dividende de 350 M€ avec un endettement sur la holding, le levier atteint 6,2 fois l'Ebitda, selon S&P. Apollo est totalement dérisqué, Bpifrance réinvestit sa quote-part