



« Dividend recap », attention aux excès !

Les remontées de dividendes par endettement des sociétés sous LBO sont de retour. En Europe, elles ont généré au moins 12,5 milliards d'euros d'émissions de dette en 2014.

www.agefi.fr/actualite-eclairages

PAR SOPHIE ROLLAND

Le retour aux excès des années pré-crise ? La débâcle du britannique Phones 4U en fin d'année dernière a sonné comme un avertissement pour les professionnels de la dette à effet de levier. Une émission de dette PIK (*payment-in-kind*, cette dette à échéance 2019 portait un coupon de 10 %), qui avait permis à son principal actionnaire, le fonds BC

Partners, de s'octroyer un dividende de plus de 200 millions de livres en 2013, aurait en effet précipité la faillite du distributeur de téléphones. Etouffé par ses charges financières, Phones 4U se serait alors trouvé sans marge de manœuvre pour renégocier ses contrats commerciaux avec EE et Vodafone qui représentaient 90 % de son chiffre d'affaires.

En France, c'est le généreux *dividend recap* – pratique qui consiste pour un fonds de LBO à réendetter une société dont il a le contrôle après

quelques années de détention afin de remonter un dividende – opéré par Lion Capital sur Picard Surgelés en ce début d'année qui a fait jaser. « *Lion Capital a profité d'une fenêtre de marché pour réendetter la société dans des proportions qui risquent d'être intenables* », prévient un professionnel aguerri du *private equity*. Certes, le groupe est loin d'être en difficulté, mais il a tout de même quasiment doublé sa dette pour faire remonter 602 millions d'euros de dividende à son actionnaire, qui a ainsi récupéré l'intégralité de sa mise

de départ (2010). « C'était d'autant plus important pour Lion Capital de délivrer un message positif aux investisseurs sur la qualité de l'actif que le fonds peinait à trouver preneur pour Picard et que sa levée en cours était un peu laborieuse », souffle un banquier. Depuis, Lion Capital a cédé 49 % du capital au suisse Aryzta sur la base d'une valorisation de 2,25 milliards, en attendant de céder le reste des titres dans trois à cinq ans.

Suite à cette remontée de dividende par endettement, Fitch a dégradé d'un cran la note de la dette senior (à BB-) de Picard et attribué la note CCC+ aux 428 millions d'euros d'obligations *high yield* à échéance 2020 à émettre. « L'impact sur la société est largement négatif d'un point de vue fondamental et pour les porteurs d'obligations existantes : le levier d'endettement, basé sur la dette publiée, a été relevé à un niveau supérieur à celui de 2010, lorsque Lion Capital a repris Picard Surgelés à BC Partners », commente Anthony Giret, analyste de la société de recherche crédit indépendante Spread Research. A 5,7 fois à l'été 2010 au moment du LBO tertiaire (après ceux de Candover en 2001 et de BC Partners en 2004), il était descendu à 3,4 fois fin septembre, avant de remonter à 6,1 fois après l'opération sur la base des comptes à fin décembre 2014 (la période de l'année où le besoin en fonds de roulement du groupe de surgelés est au plus bas de l'année !) et d'atteindre selon toute vraisemblance 6,4 fois à fin mars 2015 (la fin de l'exercice fiscal de la société), selon les calculs de l'analyste. « La génération de 'free cash-flows' (flux de trésorerie disponibles, NDLR) devrait rester relativement importante – en ce début d'année, on peut tabler sur environ 60 millions d'euros –, mais il faut bien voir qu'elle est amputée de 20 à 25 millions d'euros par an au titre des frais financiers supplémentaires liés à ce 'dividend recap' », note Anthony Giret.

Soucieux de la mauvaise image véhiculée – les *dividend recaps* ont également été mis en cause dans l'affaire FPPEE, même si les fonds contestent la version donnée par le

management de la société –, les professionnels du capital-investissement soulignent que ce type d'excès reste rare. « De la même façon qu'il n'y a rien de moralement répréhensible à optimiser une structure de bilan avec de la dette, surtout en période de taux bas, tout n'est pas blanc ou noir en matière de 'dividend recap' », défend l'un d'eux. « Pourquoi une hausse de levier qui serait acceptable à l'occasion d'un nouveau tour de LBO ('leveraged buy-out') ne le serait pas avec un 'dividend recap' ? », poursuit-il.

Une pratique redevenue courante

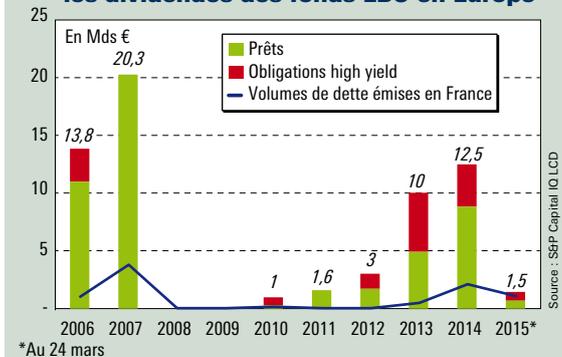
Après avoir quasiment disparu en 2008-2009 en raison de la fermeture du marché de la dette à effet de levier, cette pratique est redevenue monnaie courante. Le fournisseur de données, S&P Capital IQ, recense 10 milliards d'euros d'émissions de dette (prêts à effet de levier et émissions obligataires à haut rendement) liées à des versements de dividendes en 2013 et 12,5 milliards en 2014. Les niveaux pré-crise ne sont pas loin. Aux États-Unis, ils ont été allègrement dépassés dès 2010, avec un record de 67 milliards de dollars d'opérations en 2013. En France, 300 millions d'euros de *leveraged loans* ont été négociés et 800 millions d'euros d'obligations *high yield* ont déjà été placées depuis le début de l'année pour permettre de telles distributions (soit 1,1 milliard à

AIFM, plus de peur que de mal

Il y a un an et demi, les professionnels du *private equity* étaient vent debout contre la directive AIFM (Alternative Investment Fund Manager) alors en préparation. Cette dernière prévoyait des mesures d'*asset stripping* (démembrement d'actifs) limitant considérablement la possibilité pour les fonds de LBO (*leveraged buy-out*) de remonter des dividendes « pendant une période de 24 mois suivant l'acquisition du contrôle de la société ». En réalité, la directive

entrée en vigueur en juillet dernier s'est révélée nettement moins contraignante que prévu. Pour cause. « Le texte stipule que pendant cette durée de 24 mois, les gérants ne doivent pas faciliter ou voter de distributions de dividendes ou de mesures qui s'en rapprochent, mais il n'empêche absolument pas les autres actionnaires de voter en faveur de telles opérations. Par ailleurs, les opérations de LBO sur des PME ne sont pas concernées », explique Florence Moulin, associée chez Jones Day.

De plus en plus de dette émise pour financer les dividendes des fonds LBO en Europe



fin mars contre 2,1 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2014).

Dans ce type d'opérations, les sociétés octroient un dividende à leurs actionnaires mais elles remboursent surtout les financements qui leur coûtent le plus cher, à savoir, dans l'ordre, les prêts d'actionnaires, les emprunts de type PIK, et les financements juniors émis en 2010-2011 à des taux élevés. « Il existe plusieurs solutions intermédiaires consistant par exemple à se limiter à rembourser la dette mezzanine pour la remplacer par de la dette senior, indique Arnaud Fromion, associé responsable du financement d'acquisitions chez Shearman & Sterling. Il ne s'agit pas de distribution de dividendes mais l'actionnaire bénéficie d'une augmentation de la valorisation de la société. »

De toute évidence le remboursement d'un prêt d'actionnaire (considéré comme des fonds propres) mené par Sagemcom (détenu par Carlyle) pour réendetter la société à hauteur de 1 fois l'Ebitda n'a pas grand-chose à voir avec l'opération initiée par Picard Surgelés. Classiquement, un *dividend recap* peut correspondre à plusieurs types de situations. D'abord à une étape intermédiaire qui permet d'apporter un bol d'air aux actionnaires (autrement dit de faire remonter le taux de rendement interne de l'investissement) lorsque les conditions d'une cession ne sont pas réunies. « Remonter du dividende permet de faire patienter les souscripteurs du fonds. La société de gestion peut ainsi se donner plus de temps pour mener son plan de développement de la société », explique Arnaud Fromion. La pratique est réputée acceptable lorsqu'elle n'intervient pas moins de deux ans après le LBO, lorsque la société est bien établie, ►

Un moyen de préparer la cession des actifs en portefeuille

qu'elle dégage des *cash-flows* stables et récurrents et lorsque, à chiffre d'affaires constant, le niveau de levier post-opération ne dépasse pas le niveau de levier initial. En fin d'année dernière, suite à l'échec de son introduction en Bourse, Spie a levé 725 millions d'euros de dette bancaire pour rembourser une grande partie du prêt d'actionnaires consenti par Clayton Dubilier & Rice, Ardian et la Caisse de dépôt du Québec au moment du LBO de 2011 et refinancer une obligation *high yield*.

Niveaux de levier d'avant-crise

Difficile en revanche de déterminer des niveaux de levier acceptables dans l'absolu, à en croire les professionnels du *private equity*. Ils dépendent bien évidemment de la nature de l'activité (notamment sa cyclicité), de la taille de l'entreprise, de son stade de développement et... du marché. Or celui-ci « accepte à nouveau des niveaux d'endettement compris entre 5 et 7 fois l'Ebitda avec des structures de LBO composées de 50 % d'equity et de 50 % de dette et, dans certains cas, les leviers caractéristiques des années pré-crise, à 7 ou 7,5 fois l'Ebitda sont de retour », constate un banquier.

Ces derniers mois, les *dividend recaps* ont aussi souvent permis de préparer la cession des actifs en portefeuille. Ainsi LBO France, qui est entré en négociations exclusives avec Equistone pour la cession d'Averys début mars, avait préparé le terrain. Préalablement au lancement du processus de vente, au début de l'automne, la dette de la société avait été refinancée – le levier étant porté à 3,5 fois l'Ebitda en dette senior – de façon à permettre une remontée de dividende et à aménager la documentation bancaire, cette dernière comportant une clause de portabilité permettant à la société, en cas de ces-



Spie a levé 725 millions d'euros de dette bancaire suite à l'échec de son introduction en Bourse.

L'AVIS DE...

Sophie Vermeille, présidente de « Droit et Croissance »



« Les dispositifs légaux ne sont pas suffisamment efficaces »

Les « dividend recaps » sont-ils correctement encadrés en France ?

Entendues au sens large, ces opérations consistent pour les fonds LBO (*leveraged buy-out*) à endetter davantage la société cible afin d'obtenir un retour sur investissement (sous la forme d'une distribution de dividendes mais aussi souvent d'un remboursement de prêt d'actionnaire) avant même leur sortie au capital de la société cible et le paiement des créanciers ayant financé l'acquisition, pourtant situés à un rang de priorité plus élevé. Ces opérations conduisent parfois à précipiter les sociétés sous LBO en défaut. La difficulté est, alors, que les dispositifs légaux actuels destinés à permettre la réintégration des sommes soustraites dans la société, au profit des créanciers, ne sont pas suffisamment efficaces. L'action en nullité des périodes suspectes en particulier est de faible

utilité car son champ d'application est limité, et le juge a seulement la possibilité de faire remonter la date de cessation des paiements à 18 mois avant la date du jugement d'ouverture de la procédure collective.

Comment remédier à cela ?

Il serait plus protecteur de faire remonter le début de la période suspecte à la survenance d'un état d'insolvabilité de la société, c'est-à-dire lorsqu'il ne fait pas de doute que la société ne sera pas en mesure de s'acquitter de sa dette compte tenu de ses prévisions de trésorerie future, et ce même si la société n'est pas en cessation des paiements. Cette modification du champ d'application du régime des actions en nullité de la période suspecte permettrait plus aisément de remettre en cause les opérations problématiques.

sion, de se « releverager » à 3,5 fois l'Ebitda en dette senior et de déclencher une dette mezzanine d'une fois l'Ebitda si besoin. Le marché *high yield* concurrence les banques sur des montants de plus en plus bas. « Pour des besoins de financement à partir de 150 millions d'euros, la dette 'high yield' est souvent favorisée, notamment parce qu'elle ne comporte pas de clause de changement de contrôle, ce qui évite au nouvel actionnaire d'avoir à supporter des frais de montage et de prise ferme lors d'un nouveau LBO », précise Laurent Majubert, associé chez EY.

Autre cas : « Les actionnaires de la société peuvent vouloir mettre en place un cadre de financement plus flexible pour favoriser des acquisitions », explique Patrick Sandray, responsable du *leveraged finance* France chez Société Générale. La levée des clauses obligeant l'émetteur à demander l'accord du groupe de prêteurs pour

des opérations exceptionnelles comme des acquisitions permet de saisir plus rapidement les opportunités de croissance externe.

Reste à savoir si l'environnement actuel de taux bas et de liquidité extrême ne risque pas d'être « *pousse-au-crime* », comme le craint le responsable d'un grand fonds parisien. « En 2014, les opérations de refinancements ont représenté près de la moitié de l'activité de 'leveraged finance' en France, dont de nombreux 'dividend recaps'. Mais même si les conditions de documentation sont attractives pour l'emprunteur, le marché reste sélectif, contrairement à ce que l'on pouvait voir en 2006-2007 », assure Patrick Sandray qui observe que la plupart des refinancements conduisent à « des leviers de 4 fois l'Ebitda, parfois 5,5 ». Les sociétés qui se réendettent manifestent souvent le souhait de conserver un certain rating. « Dans ce cas, nous faisons appel à nos équipes de 'rating advisory' qui nous conseillent sur les structures d'endettement optimales permettant d'assurer le 'rating' recherché », indique le banquier. ■