Février 2024

Dette privée corporate : LBP AM maintient le cap pour 2024 !

Isabelle LUY-LANDÈS,
Responsable Dette corporate,
LBP AM

▸ Avec le témoignage de **Matthieu Esposito**,
Directeur Investissements et Trésorerie à La Mutuelle Générale

LBPAM

Depuis le lancement de notre fonds LBPAM Mid Cap Senior Debt, en juin 2022, nous avons déployé onze investissements diversifiés tant en termes de secteurs (industrie, services, santé, ingénierie, et technologie) que de tailles d'entreprise (sur la base de leur Ebitda), pour un montant de près de 100 millions d'euros. Forts de ce succès, nous abordons cette nouvelle année avec un état d'esprit à la fois vigilant et confiant. Explications.

1. Les inquiétudes sur le contexte macroéconomique sont fondées mais elles ne doivent pas être exagérées

L'environnement de marché reste compliqué, avec un taux d'inflation élevé depuis 2022, résultant du choc énergétique et de la hausse des coûts de la masse salariale. Pour contrer ce phénomène, **la BCE a fortement remonté son taux directeur,** passé de 0,5 % en 2022 à près de 4 % aujourd'hui.

Concernant ces deux indicateurs clés que sont l'inflation et les taux, nous estimons qu'ils devraient rester à des niveaux élevés sur l'ensemble de l'année. Néanmoins, leur stabilisation attendue apportera de la visibilité et permettra d'évaluer plus aisément les actifs.

Autre source de craintes : les taux de défaut des entreprises augmentent, en raison notamment du ralentissement économique et du resserrement des conditions de crédit. Il convient toutefois de rappeler que ces taux de défaut ont été anormalement bas entre 2020 et le premier semestre 2022, du fait des nombreux mécanismes d'aide mis en place pour soutenir les entreprises pendant la crise sanitaire. Les niveaux de défaillance actuellement observés traduisent donc surtout une normalisation, avec un retour graduel aux niveaux pré-Covid. Par ailleurs, le scénario d'un atterrissage en douceur au niveau économique, qui semble de plus en plus probable, devrait permettre de contenir les niveaux de défaut.

2. Les opérations de financement ont diminué en 2023 mais un certain nombre de facteurs devraient soutenir l'activité cette année

Les acquisitions d'entreprises par des fonds d'investissement ont au global baissé de 30 % en volume et de 66 % en valeur l'an dernier en France, la part du capital-investissement dans les opérations de M&A étant tombée de 42 % en 2022 à 21 %[1]. On observe par ailleurs que les délais de transaction se sont significativement allongés et que beaucoup d'opérations n'aboutissent tout simplement pas. Néanmoins, le constat est moins sévère pour le segment des PME/ETI sur lequel nous intervenons, avec une baisse de 9 % en volume et de 40 % en valeur par rapport à une année 2022 qui reste exceptionnelle mais en ligne avec les meilleures années de la période pré-Covid[2].

En ce qui concerne les perspectives de transactions, **nous nous attendons à une accélération des opérations en 2024.** D'un côté, les fonds d'investissement ont beaucoup de « poudre sèche » ; ils subissent également la pression de leurs investisseurs qui souhaitent récupérer des liquidités et les poussent donc à vendre leurs participations qui, pour ce faire, porteront leur choix sur les actifs plutôt premium, les « trophy assets », car davantage liquides dans un contexte de marché challenging. De l'autre, les entreprises ont d'importants besoins de financements pour différentes raisons : accompagnement de leurs transitions, stratégies de build-up à financer ou leurs transmissions générationnelles (plus de la moitié des PME/ETI françaises devraient changer de mains dans les 10 ans à venir pour des raisons démographiques).

En parallèle, les valorisations d'entreprises sont en baisse, principalement en raison des coûts de financement plus élevés. Pour créer de la valeur, les fonds de private equity cherchent donc de plus en plus à accompagner les entreprises également sur le plan opérationnel et plus seulement financier, en partageant avec elles leurs expertises dans des domaines variés : digitalisation, intelligence artificielle, diversification des opérations (géographique, sectorielle, en termes de marchés finaux, notamment à travers des opérations de croissance externe), décarbonation et ESG au sens large.

1. Données préliminaires de l'Institut Refinitiv
2. Argos Index T3 2023

Notre approche de gestion, inchangée depuis le lancement du fonds, est solide

La sélectivité, pierre angulaire de notre politique d'investissement

Nous ciblons les sociétés :

- **en croissance**,
- qui génèrent **des cash flows réguliers**,
- qui ont **un positionnement fort** et interviennent sur **des marchés de niche porteurs**,
- qui ont démontré **leur résilience lors des crises** (ces dernières ayant servi de « stress test grandeur nature »), grâce à un business model solide et à leur agilité,
- dont **la gouvernance** est **forte** et **équilibrée**,
- avec lesquelles nous avons la possibilité de **tisser des liens de proximité avec les équipes dirigeantes** afin d'échanger sur la stratégie mise en œuvre et les performances financières et extra-financières et ce tout au long de la durée de l'investissement.

Nous restons sur la même ligne d'investissement, avec une vigilance accrue sur plusieurs paramètres : **les liquidités à court terme des entreprises** (qui permettent de financer l'exploitation), **leur pricing power** (dans un environnement durablement inflationniste), **l'état de leurs carnets de commandes** et **leur visibilité sur le business**.
Nos due diligence, qui ont été encore renforcées, couvrent tous les risques macroéconomiques précédemment évoqués qui sont modélisés (impact de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt, etc.), et nous introduisons dans la documentation juridique toutes les protections nécessaires (covenants financiers ; encadrements des politiques acquisitives, obligations de reportings…) contre les différents aléas.

De manière générale, **le risque pris est mesuré,** tous les investissements étant senior secured et le niveau de levier moyen s'établissant actuellement à 3,2 fois (légèrement en-dessous de notre levier cible, compris entre 3,5 et 4 fois).

L'ESG au cœur de nos investissements

Dès le lancement du fonds, nous avons eu des ambitions fortes en matière d'ESG, les critères extra-financiers étant pris en compte au même titre que les éléments stratégiques et financiers pour s'assurer de la solidité d'un dossier. **Notre équipe a été pionnière sur ces questions.** En plus de jouer un rôle pédagogique auprès des autres acteurs de l'écosystème (apporteurs d'affaires, banques, fonds de private equity, etc.), elle a également un rôle très structurant auprès des entreprises, reconnu et apprécié de ses pairs.

En tant qu'investisseur de long terme, nous souhaitons être pour les sociétés dans lesquelles nous investissons, un partenaire sur le plan financier, comme sur les sujets extra-financiers. **Nous assortissons systématiquement nos financements d'engagements ESG.** Sur l'ensemble de notre portefeuille, nous avons ainsi structuré jusqu'à présent 37 critères extra-financiers sur-mesure (sur le plan social : formation du personnel, réduction de la fréquence des accidents du travail, égalité hommes-femmes et féminisation des salaires ; sur le plan environnemental : réduction des émissions de CO_2 et de la consommation d'eau, recyclage des déchets, etc.) et toutes les entreprises de notre portefeuille établissent un bilan carbone.

Alors qu'**on observe une accélération dans la prise en compte des critères de durabilité** – avec notamment l'entrée en vigueur en 2024 de la directive CSRD qui instaure une obligation de reporting extra-financier – et que les critères ESG sont de plus en plus clé dans la valorisation et le financement des entreprises, il nous semble plus que jamais indispensable d'avoir des ambitions fortes en la matière.

POUR PLUS DE DÉTAILS SUR NOTRE APPROCHE ESG, RETROUVER NOTRE DERNIER ARTICLE CONSACRÉ À CE SUJET EN JUIN DERNIER :

« DETTE PRIVÉE CORPORATE : LA PERFORMANCE ESG, UN CRITÈRE DE SÉLECTION ET DE STUCTURATION INCONTOURNABLE ? »

3 QUESTIONS À

Matthieu Esposito,
Directeur Investissements et Trésorerie à La Mutuelle Générale

« L'élément clé dans cet environnement est d'avoir une convergence de vues avec l'équipe de gestion en dette privée corporate, en particulier en ce qui concerne les risques et les secteurs. »

Quels sont, selon vous, les principaux catalyseurs pour la dette privée corporate en 2024 ?

Plusieurs facteurs pourraient aller dans le sens de la dette corporate en 2024.

Tout d'abord, le secteur bancaire qui va sans doute rester en retrait offrant ainsi une moindre concurrence et davantage d'opportunités pour la dette privée. Les banques font en effet face à de nombreux défis dans ce nouvel environnement de taux plus élevés : besoins de ratios de qualité, concurrence sur les dépôts… elles ont donc moins de marge de manœuvre pour financer les entreprises.

Un autre point important de cette analyse, serait de souligner l'attractivité de cette classe d'actifs d'un point de vue rendement/risque face à des spreads qui vont se maintenir et un environnement de taux d'intérêt qui devraient rester à un niveau élevé. Comparée à d'autres classes d'actifs, **la dette corporate offre, selon nous, un rendement compétitif par rapport au risque associé** qui reste mesuré notamment grâce à son encadrement juridique et ses covenants solides.

Enfin, après le ralentissement brutal ces deux dernières années du marché des M&A et plus particulièrement des opérations large cap, 2024 pourrait voir une dynamique de reprise des transactions tirée par le marché du mid-market. Après une année 2023 très attentiste les investisseurs de private equity vont devoir déployer leur « dry powder » (poudre sèche) qui reste significatif. Par ailleurs les cessions de leurs actifs devraient reprendre sous la pression de leurs LPs qui réclament des liquidités afin de retrouver leur rythme naturel de transactions.

Côté investisseur, comment allez-vous intégrer cette classe d'actifs dans votre stratégie d'allocation ?

Actuellement, nous sommes déjà beaucoup investis sur la dette privée avec une saturation de nos poches. Notre attention reste donc encore principalement tournée vers les marchés liquides. Toutefois, l'opportunité offerte par la dette corporate en 2024 en termes de risque/rendement comme je l'évoquais précédemment, ne dénature pas l'attractivité de cette classe d'actifs.

Ainsi nous ne nous interdirions pas d'ajuster éventuellement nos portefeuilles en faveur de la dette corporate si le marché devait repartir en 2024. Nous pourrions alors probablement bénéficier de remboursements nous permettant de retrouver un peu de marge de manœuvre.

Quels sont les critères clés que vous rechercherez en investissant dans la dette corporate en 2024 ?

Il est important de noter que nous n'investissons jamais directement dans la dette corporate. Nous préférons sélectionner des gérants spécialisés. **L'élément clé dans cet environnement est d'avoir une convergence de vues avec l'équipe de gestion**, en particulier en ce qui concerne les risques et les secteurs. Nous pensons en effet que l'année 2024 pourrait être tumultueuse en termes de coût du risque. Il est donc crucial d'avoir une bonne compréhension partagée avec les gérants sélectionnés.

Ce que nous apprécions également chez un gérant, c'est sa flexibilité : être opportuniste, savoir évoluer et réagir correctement face aux difficultés sont des qualités essentielles. Nous privilégions également les équipes de gestion avec un track-record solide. La stabilité et l'expérience sont des facteurs clés.

Ensuite sur les produits proprement dits, nous recherchons des fonds bien diversifiés en termes d'émetteurs et de secteurs. **Et bien sûr, l'ESG qui est un facteur clé pour la valorisation future de l'entreprise.** Avec le développement des ajustements des marges de crédit (« margin ratchet »), il est essentiel que les gérants prennent en compte les critères ESG. Les marges doivent être bien structurées, ambitieuses et matérielles.

Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ou une sollicitation, ni une recommandation personnalisée au sens de l'article D321-1 du Code Monétaire et Financier ni une fourniture de recherche, au sens de l'article 314-21 du Règlement Général de l'AMF, ni une analyse financière, au sens de l'article 3, 1°, 35) du règlement UE n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (MAR), en vue de la souscription des OPC de LBP AM. Ce document ne constitue pas non plus un conseil ou avis juridique ou fiscal.

Ce document a été réalisé sur des informations et opinions que LBP AM considère comme fiables. Les éléments d'information, opinions et données qui y figurent sont considérés par LBP AM comme fondés ou justifiés au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier, boursier et réglementaire du moment et reflètent l'analyse, au jour de la publication du présent document, de LBP AM sur les marchés concernés et leur possible évolution.

Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de LBP AM, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers. Il ne peut pas être utilisé dans un autre but que celui pour lequel il a été conçu.

LBP AM, SA au capital de 6.096.204,80 euros
Siège social : 36, quai Henri IV 75004 Paris
RCS Paris N° 879 553 857 - Agréée en tant que société de gestion de portefeuille par l'AMF sous le n° GP-20000031
Code APE 6630Z - N° TVA Intracommunautaire : FR 71 879 553 857