

Verisure fait fi des « covenants » en usage dans le haut rendement

Le groupe suédois a payé ses investisseurs pour pouvoir s'offrir un « dividend recap » d'un milliard d'euros.

PAR FLORENT LE QUINTREC

+ EMAIL flequentrec@agefi.fr

Les covenants assortis aux obligations *high yield* ont-ils encore une utilité ? Il est permis d'en douter au regard des conditions dans lesquelles le suédois Verisure vient de financer le plus important *dividend recap* jamais réalisé en Europe. Le spécialiste des alarmes de sécurité vient d'émettre 1,145 milliard d'euros (en euros et couronnes suédoises) d'obligations *high yield* et a souscrit un prêt à terme de 2,38 milliards afin de rembourser partiellement sa dette existante et de faire remonter un milliard d'euros à ses actionnaires, notamment au fonds Hellman & Friedman.

Pour pouvoir effectuer ce *dividend recap* record, Verisure a dû demander, via une « *consent solicitation* », à ses porteurs obligataires une dérogation à ses *covenants*. En effet, le contrat des obligations émises en 2015 par l'ex-Securitas Direct arrivant à échéance en 2022 ne prévoyait la possibilité de remonter de l'argent aux actionnaires qu'à condition que son levier d'endettement ne dépasse pas 4,25 fois son Ebitda. Or, en septembre dernier, Verisure affichait un ratio de levier de 5,6 fois, qui devait atteindre 7,3 fois à l'issue de l'opération. Malgré un levier final bien supérieur au niveau prévu dans le contrat des obligations, les investisseurs ont massivement accédé à sa demande et le groupe a réalisé son émission à 6 ans et obtenu un rendement de 5,75 % pour la tranche en euros. « *Le marché est aujourd'hui très souple et se montre prêt à fermer les yeux sur certains 'covenants' protecteurs*, expose Joan Sehim, analyste crédit chez Spread Research. *Il est devenu difficile de trouver du rende-*

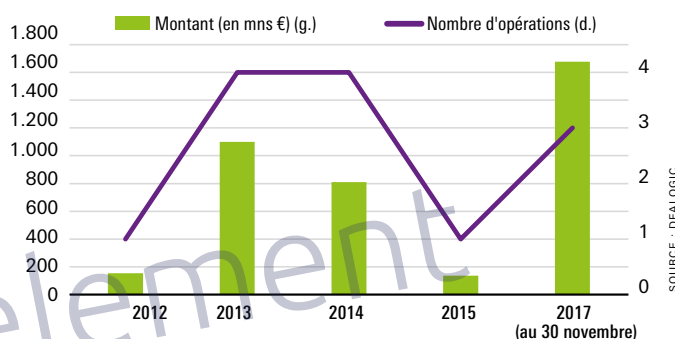
ment, donc quand Verisure propose 5,75 %, les investisseurs sont très demandeurs car les autres refinancements actuels ne sont pas aussi rentables. »

Verisure s'est aussi assuré d'obtenir l'accord de ses investisseurs en incluant une commission de consentement (*consent fee*) dans sa *consent solicitation*. Les investisseurs ayant accepté cette dérogation aux *covenants* se sont ainsi partagés 9,45 millions d'euros, ceux ayant refusé étant privés de cette rémunération supplémentaire. Il a procédé de la même manière que Xavier Niel en mars dernier qui avait payé un *consent fee* pour pouvoir effectuer un *dividend recap* de 500 millions de francs suisses à partir de sa société de téléphonie suisse Salt. « *Les 'consent fees' sont assez rares, mais dans un environnement peu rémunérateur, les investisseurs sont tentés d'accepter* », admet Joan Sehim. « *Le 'consent fee' permet d'acheter l'accord des obligataires pour une opération non autorisée actuellement. C'est tout de même un outil agressif dans ce cas, que nous voyons souvent en période de 'bull market' »*, prévient Julie Gualino-Daly, gérante *high yield* chez Edmond de Rothschild AM (EdRAM) qui a donné son accord à Verisure et perçu un « *consent fee* ».

ANTICIPATION

En plus de cette demande de dérogation, les actionnaires de Verisure se sont assurés de pouvoir effectuer un nouveau *dividend recap* d'ici à 18 mois. Le contrat de la nouvelle obligation prévoit en effet que le groupe puisse se réendetter pour

ANNÉE RECORD
Volumes annuels d'émissions *high yield* destinées à des *dividend recaps*



VERISURE A VU SON EBITDA PASSER DE **150** MILLIONS D'EUROS À PLUS DE **750** MILLIONS EN DIX ANS

faire remonter de l'argent aux actionnaires si le ratio de levier ne dépasse pas 7,25 fois au cours des 18 prochains mois, et 6,25 fois au-delà. « *Le plus agressif, dans cette opération, c'est que Verisure, en plus du dividende exceptionnel d'un milliard aujourd'hui, s'octroie dès à présent la possibilité d'en refaire un dans les 18 mois. S'il a réduit le niveau d'endettement d'un tour de levier, il pourra automatiquement 'releverager' d'un tour* », souligne Julie Gualino-Daly.

Les conditions plus que souples obtenues par Verisure n'inquiètent toutefois pas outre mesure les investisseurs. « *Nous sommes habitués à ces manœuvres de Verisure, qui en est à son troisième LBO ('leveraged buy-out'). Le groupe s'est déjà 'leveragé' de la sorte à trois reprises entre 2008 et 2015, rappelle la gérante d'EdRAM. Mais la société connaît une croissance très importante de ses revenus et de sa rentabilité grâce à son activité décorrélée des cycles économiques.* » Il s'agirait donc d'un cas d'exception selon les professionnels, qui estiment que peu d'entreprises peuvent bénéficier de telles conditions. ■