ÆTHER
FINANCIAL SERVICES

LEVERAGING YOUR PERFORMANCE

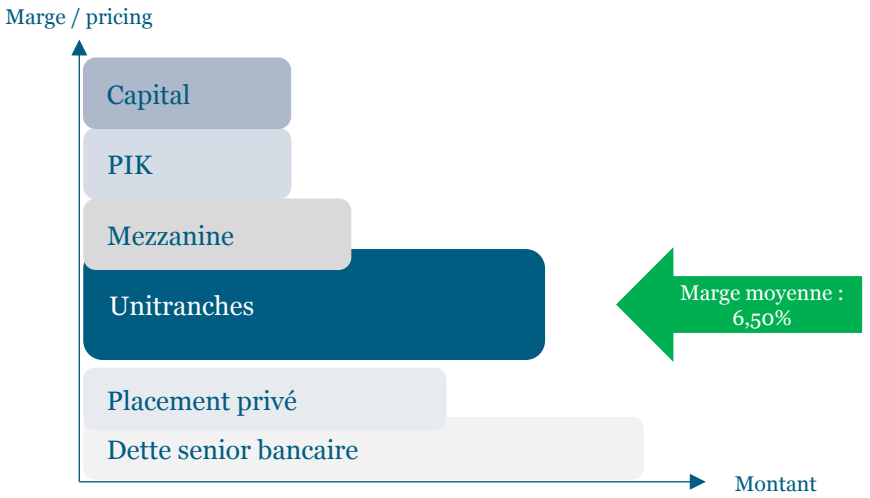
WEBINAR

29 Septembre 2021

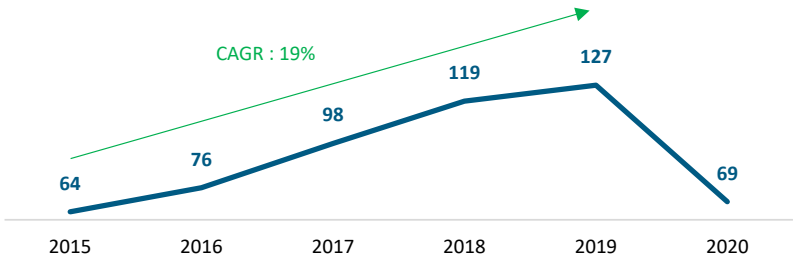
Évolution de l'Unitranche depuis 5 ans

L'Unitranche et son évolution en France

Le positionnement de l'Unitranche



Evolution du nombre d'opérations Unitranches en France



Source : Deloitte Lender Deal Tracker

Marché de la dette

- En 2012, la dette privée représentait moins de 10 Mds$
- Aujourd'hui, nous comptons c. 120 Mds$ d'AuM
- Et l'Unitranche représente entre 40 et 50% de l'ensemble des produits de dette privée
- Les montants varient entre 25 M€ et 300 M€ pour une marge moyenne de 6,50%

Facteurs de la demande

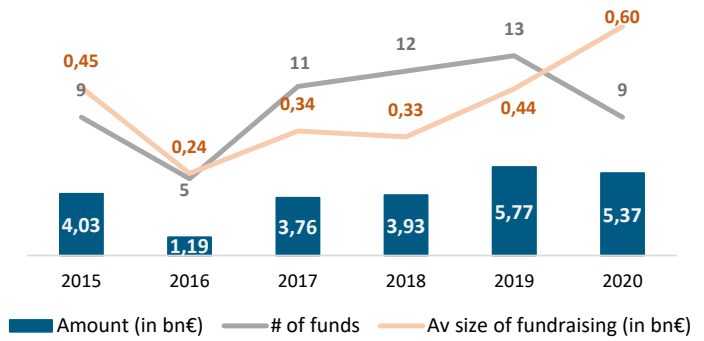
- Nous pouvons noter un net recul des banques
- Les fonds de PE très actifs plébiscitent cet instrument
- Une certaine complémentarité par rapport aux financements bancaires

Un marché qui s'étend

- L'Unitranche est passé d'un secteur de niche (quelques acteurs seulement en 2012) à une mondialisation accrue
- De nombreux fonds anglo-saxons ont implanté un bureau en France
- Mouvement accentué en 2020 par le Brexit
- Aspect diversification d'asset managers qui ont développé cette practice

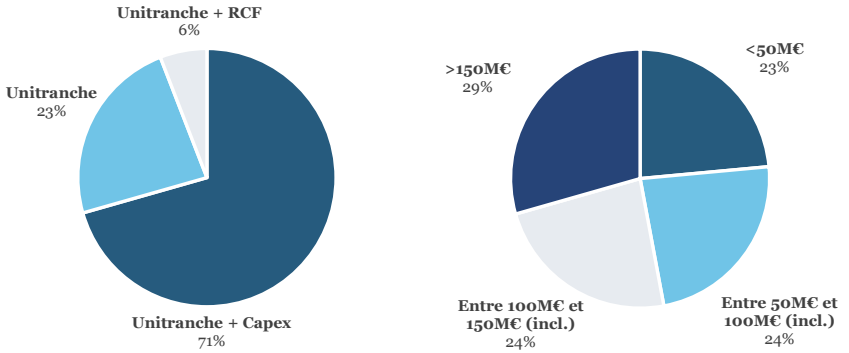
L'Unitranche et les LPs

Evolution des levées de fonds



Source : France Invest

Structures et tailles des opérations Unitranche (France)



Source : Aether FS

Panorama des fonds Unitranche

- Nous comptons une vingtaine de fonds actifs en France sur cette classe d'actif
- Certaines levées de fonds dépassent les 10 Mds€ avec des levées par véhicule qui sont en constante progression
- Nous remarquons un fort appétit des LPs pour ce produit qui s'est démocratisé avec l'arrivée des fonds anglo-saxons en France
- Ainsi qu'une diversification des LPs qui investissent (nouvelle classe d'actif pour eux et qui se différencie du private equity, du high yield etc.)

Impacts directs sur le marché

- Augmentation de la taille des tickets passant de tailles maximum autour de 100 M€ il y a 5 ans à des tailles de 400 M€ aujourd'hui
- Les Unitranches entrent en concurrence avec les TLB bancaires et les High Yield Bonds tout en présentant l'avantage de n'avoir qu'un seul fonds autour de la table des négociations

Le nombre de porteur par opération

L'Unitranche et les sociétés de gestion

- Historiquement, l'Unitranche était souscrite par une société de gestion
- Aujourd'hui, il n'est pas rare de voir une Unitranche portée par plusieurs sociétés de gestion

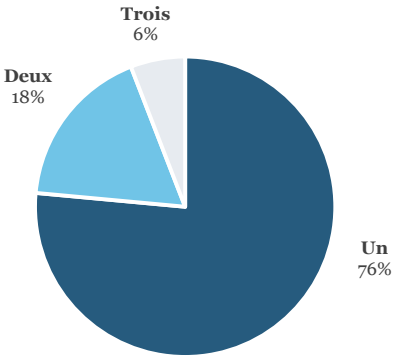
Les raisons de la multiplicité des acteurs sur une opération

- Augmentation des tickets
- Concurrence accrue et effet de « récompense » pour un des Unitrancheurs en lui donnant un ticket minoritaire (donnant – donnant)
- Souhait de l'actionnaire d'avoir plusieurs interlocuteurs pour les mettre en concurrence pendant la vie de l'opération si besoin (add-on, négociations de waivers etc.)

Timing des nouveaux entrants

- Soit pré closing en délivrant le term sheet pré négocié avec le porteur principal aux entrants minoritaires
- Soit immédiatement post closing (plus de négociation sur la documentation possible)

Nombre de sociétés de gestions impliquées sur les opérations Unitranche



Source : Aether FS

Conséquences de la pluralité d'acteurs par opération

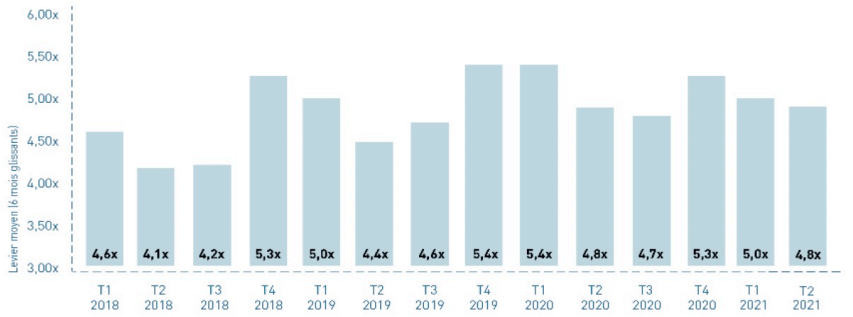
- Négociations plus longues et complexes en cas de waivers, avenants, restructuring
- Gestion compliquée lorsqu'on est à 50/50 (il faut un consensus)
- Produit moins malléable (documentation qui doit satisfaire les exigences de l'ensemble des investisseurs)
- Impact sur le calendrier avec davantage de négociations

Evolution des pricings et des leviers

Indice Aether FS Unitranche France

Source : Aether FS

Evolution des leviers au closing



Source : Aether FS

Un marché favorable aux emprunteurs

- Depuis 2018, on observe une forte pression sur les pricings des Unitranches
- Pression portée par une multiplicité des acteurs et l'arrivée des fonds anglo-saxons en France
- Quand il y a cinq ans les pricings minimums étaient au-dessus de 7,00%, aujourd'hui, il n'est pas rare de voir des pricings à 5,50%, niveau de stretched senior
- La marge moyenne au T2 2021 était à 6,33% (vs. 7,33% au T2 2018)
- Les leviers d'ouverture ont également augmenté : 49% des Unitranches closées au S1 2021 se situaient entre 5,0x et 7,0x
- Disparition des BSA dans les structurations de dossiers
- L'augmentation des leviers suit la croissance constante des VE sur les cibles

Une documentation qui a su s'adapter

ÆTHER FINANCIAL SERVICES

A l'origine

- Absence de précédent pour les débuts de l'Unitranche
- Nécessaire adaptabilité au marché obligataire
- Structures lourdes avec des BSA impliquant les mécanismes d'ajustement de la parité
- Régime des obligations assimilables
- Multiplicité de covenants
- Documentations complexes
- Plus chères à mettre en place
- Réticence du management

Adaptabilité

Réactivité

Aujourd'hui

- Formats standardisés (LMA) et duplicables
- Historique de documentation qui ne fait plus peur
- Flexibilité assurée par rapport aux documentations bancaires (permitted, autorisation des incremental, allègement sur le pack de sûretés)
- Moins de covenants pour ne suivre que l'essentiel
- Très peu de documentation avec des BSA associés
- Apparition du régime wholesale

Impact sur les sûretés

A l'origine

- Historiquement, prise de sûretés par le haut
- Cautions (garanties à première demande « GAPD »)
- Sûretés sur les acquisitions dès le 1er euro

Aujourd'hui

- Disparition des prises de sûretés par le haut
- Disparition des GAPD
- Mise en place de seuils pour la mise en place des sûretés sur les acquisitions

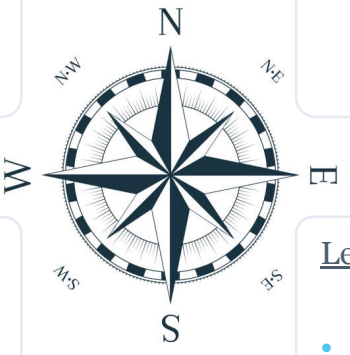
L'écosystème de l'Unitranche

L'actionnaire et les managers

- Les fonds de PE ont très vite intégré l'avantage de ces structures flexibles
- Les managers, réticents dans un premier temps, ont vite trouvé leur avantage dans ces structures
- Levier d'ouverture plus important = valorisation plus importante

Le fonds de dette

- Véritable business partner aux côtés des actionnaires (fonds de PE et managers)
- Présence au board (en tant qu'observateur) crée un réel lien intuitu personae avec la société
- Flexibilité et réactivité sur l'ensemble des sujets de la vie de l'opération (add on, waivers, mise en place d'uncommitted etc.)



Les avocats

- Avocats corporate et financements
- Multiplicité des avocats spécialisés en financement
- Structures créées from scratch ou adaptabilité des avocats bancaires sur l'obligataire

Les conseils

- Conseils M&A qui vont organiser le process et trouver la meilleure structure
- Debt advisors intégrés ou non aux fonds de PE
- Agents (administratif, sûretés) qui seront présents pendant la vie de l'opération en faisant le lien entre les différentes parties

AETHER

FINANCIAL SERVICES

@aether-financial-services

www.aetherfs.com

AETHER FINANCIAL SERVICES
36 rue de Monceau, 75008 Paris
57 Berkeley Square, W1J 6ER Mayfair, London