



La dette privée plus que jamais au centre du jeu Contenu réservé aux abonnés



Les acteurs de la classe d'actifs sont sur le pied de guerre pour suppléer les banques dans les financements LBO. Mais à quel prix ? Certes, l'opération est hors normes. Mais elle décrit bien à quel point les lignes sont en train de bouger sur le marché du LBO. La prise de contrôle de l'éditeur de logiciel californien Anaplan par Thoma Bravo pour une valorisation de 10,7 Md\$, qui avait été annoncée en début d'année, s'appuie sur un financement en private debt d'une envergure inédite (2,5 Md\$) fourni par Blackstone Credit, Apollo, Golub Capital et Owl Rock Capital. Les acteurs du direct lending montrent ainsi qu'ils peuvent très bien prendre le relais des banques (et d'un marché des « leveraged loans » grippé en écho à l'incertitude ambiante) pour financer les plus gros deals.

Refléter le risque

Rien de tel en France, pour l'instant. La taille des financements unitranches ne dépasse guère quelques centaines de millions d'euros. Mais au moment où les banques se montrent plus en retrait (du moins dans le cœur du mid-cap), les acteurs de la dette privée semblent ainsi déjà avoir bien conscience que le rapport de force leur est un peu plus favorable, et essaient d'ajuster le prix des financements au risque. C'est ce que laissent penser les chiffres publiés par l'agent de financement **Aether** Financial Solutions, dans son indice trimestriel de suivi du coût de l'unitranche dans les opérations de LBO (ou de refinancement de LBO). Entre le premier et le deuxième trimestres de 2022, le pricing a sensiblement progressé, en moyenne de 25 points de base (passant de 6,03 à 6,28 % au-dessus de l'Euribor). La tendance est venue mettre fin à un an et demi de baisse continue ou de stagnation... Tout un symbole, même si le coût de l'unitranche reste bien en retrait des 7,22 % qui avaient pu être constatés dans l'indice au quatrième trimestre 2020. Ce léger renchérissement est allé de pair avec une érosion des multiples d'endettement, passés de 4,68 à 4,56 fois l'Ebitda des sociétés cibles (loin des 5,28x constatés fin 2020). Conséquence : le « tour » d'Ebitda s'est monnayé au



deuxième trimestre à 1,40 %, contre 1,33 % trois mois plus tôt. A la hausse des marges moyennes, il faut aussi ajouter la remontée des taux de base, puisque les Euribor 1 an, 6 mois et 3 mois sont repassés en territoire positif depuis le début du printemps – et ce pour la première fois depuis 2015 ! « Certains acteurs du direct lending espèrent revenir progressivement à une sorte de retour à des niveaux historiques, observe Edouard Narboux, CEO de **Aether** Financial Services. A leurs yeux, le “spread” entre unitranche et financement bancaire était devenu trop faible et ne reflétait pas suffisamment leur prise de risque et la souplesse apportée aux emprunteurs, en dépit de la correction qui avait pu s'opérer dans le sillage de la crise sanitaire en 2020. »

Concurrence vive

Le coût de l'unitranche va-t-il pour autant grimper en flèche dans les prochains mois ? L'incertitude économique ambiante réduit la liste des actifs apparaissant comme suffisamment « sexy » pour les fonds de private equity... Ce qui réduit d'autant plus, pour les acteurs de l'unitranche, les situations où ils seront en mesure de déployer leurs fonds. Or, dans le même temps, la tension concurrentielle ne semble pas se relâcher entre les acteurs de la private debt. De nouvelles firmes continuent de vouloir délibérément miser sur le marché français du LBO. Pricoa Private Capital (structure affiliée à PGIM et à Prudential) a choisi de se doter d'une activité de direct lending dans l'Hexagone en faisant appel à une ancienne d'Allianz Capital Partners. Même démarche pour KKR, qui a recruté dans l'équipe de leveraged finance de Morgan Stanley un tout nouveau responsable crédit en France... Au total, une vingtaine de spécialistes de la dette privée sont ainsi aujourd'hui en capacité d'intervenir en unitranche sur le marché du LBO, même s'ils ne financent pas tous les mêmes tailles de transaction. La volonté tactique des uns et des autres de gagner des parts de marché (ou de ne pas en perdre) peut, par un effet d'entraînement, ralentir une inflation qui pourrait presque paraître inéluctable. « Personne n'ose délibérément se lancer dans le mouvement », reconnaît l'un d'entre eux, un brin fataliste.

Performance plus qu'honorable

La pression à investir demeure considérable. Force est de constater que les flux de capitaux continuent d'alimenter la classe d'actifs – comme a pu par exemple le démontrer haut la main Tikehau, en amassant pas moins de 3,3 Md€ pour le dernier-né de ses programmes de direct lending (dont 2,1 Md€ pour le « véhicule amiral »). D'après les données de Preqin, près de 120 Md\$ ont été levés par les fonds de dette privée, toutes stratégies confondues, au cours du premier semestre – l'écrasante majorité par l'intermédiaire de véhicules dédiés au direct lending. La performance est plus qu'honorable, puisqu'en rythme annuel, elle dépasserait celle de 2020 et des années antérieures (sans pour autant atteindre le record de fundraisings inscrit l'an passé). Les souscripteurs semblent toujours alléchés par les perspectives de rendement. Selon Preqin, le rendement net médian de la classe d'actifs sur la période 2010-2019 en Europe atteint les 9,2 %. « Même si les rendements sont plus bas que dans les autres classes d'actifs alternatifs, la performance reste d'autant plus solide étant donné le contexte de taux d'intérêt négatif en Europe au cours de la dernière décennie », remarque l'institut d'études.

