



INDICE AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

BILAN 2022

LE PREMIER INDICE DE RÉFÉRENCE
SUR LA DETTE PRIVÉE EN FRANCE

FEVRIER 2023



AETHER
FINANCIAL SERVICES

EDITO

L'année 2022 ne restera pas dans les annales du financement comme étant un grand cru. Chute du nombre de transactions M&A, accès au crédit pour les financements à effet de levier restreint, LPs contraints de repenser leurs allocations entre le coté et le non coté et fonds de Private Equity attentifs aux valorisations.

Ces sujets sont la résultante d'une combinaison de facteurs survenus au cours de l'année. Nous pensons évidemment à la guerre en Ukraine et à la hausse des taux de référence. Si le premier facteur a impacté le coût d'un grand nombre de matières premières et d'énergie augmentant considérablement les charges des sociétés concernées, le second facteur a également eu un effet néfaste si les sociétés n'avaient pas mis en place de couverture de taux. Ces emprunteurs, en contrepartie, n'ont pas réussi à répercuter à l'euro l'euro la hausse de ces charges dans leurs ventes.

Les deux sujets précités ont été au cœur de l'actualité pendant les trois derniers trimestres. Cependant, ils ont occulté les sujets liés aux conséquences du Covid. L'endettement des sociétés ayant augmenté ces deux dernières années, bénéficiant des aides d'Etat, il ne faut pas oublier cette charge de la dette supplémentaire à moyenne échéance.

Si l'ensemble des acteurs de dette privée ont joué le jeu cette année (encore) en continuant à accompagner leurs participations et à financer de nouveaux dossiers, ils ont compensé le repli des banques sur cette classe d'actif. Les fonds de PE ont ainsi pu conserver une dynamique d'acquisition mais avec des financements plus coûteux.

Après deux ans d'existence, l'Indice Aether FS Unitranche France s'est imposé comme un indicateur concret dans ce contexte économique des plus incertains. Il sert de référence sur les conditions de marché actuellement pratiquées et permet d'assurer une visibilité sur les taux appliqués (hors taux de base) ou la rémunération du risque crédit dans les opérations d'unitranche en France.

2023 devrait être un meilleur cru. Si les acteurs du Private Equity attendent encore de mesurer l'impact des événements passés sur les valorisations, ils pourront compter sur les fonds de dette privée qui répondent toujours présent, que ce soit pendant des crises (covid, guerre) ou pendant les beaux jours.

Les pages suivantes retracent l'évolution de notre indice en 2022 avec quelques éléments clés à retenir. Nous souhaitons par la présente, remercier l'ensemble de nos partenaires au quotidien pour votre confiance sans faille dans le cadre de vos opérations et avons hâte de divulguer l'évènement 2023 qui nous permettra de nous rapprocher davantage. En guise d'indice : vive l'Accès au Crédit Pour l'économie Réelle !



Edouard Narboux
Managing Director
Co-fondateur

SOMMAIRE



BILAN 2022



PERCEPTION DE L'INDICE



PRESENTATION DE
AETHER FINANCIAL SERVICES

INDICE

AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

Source : Aether Financial Services

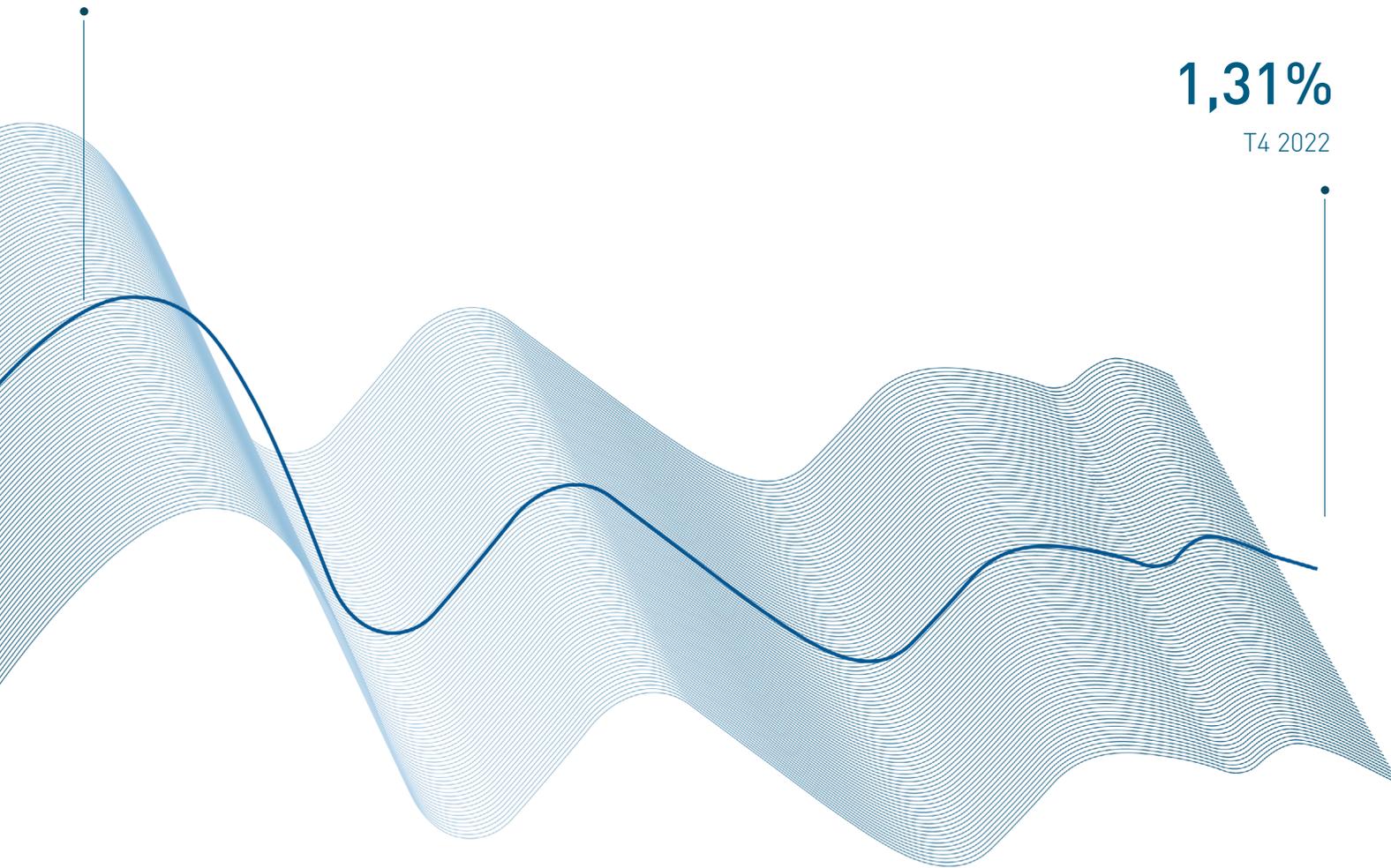
AETHER
FINANCIAL SERVICES

1,85%

T2 2018

1,31%

T4 2022



MÉTHODE ET CONTRIBUTEURS

L'Indice Aether FS Unitranche France est calculé au moyen du rapport entre la marge d'intérêt et le levier au closing d'une opération, et ce sur une base de six mois glissants (formule ci-dessous) :

$$\text{Indice Aether FS Unitranche France} = \text{Moyenne glissante sur 6 mois} \left(\frac{\text{marge d'intérêt}}{\text{levier}} \text{ au closing} \right)$$

Pour la quatrième publication de son Indice de référence sur la dette privée en France, Aether Financial Services est heureux de pouvoir compter encore une fois sur la participation de **Kerius Finance**² et se félicite que cet acteur indépendant contribue à enrichir sa base de données.



² KERIUS Finance (www.kerius-finance.com) est une société de conseil indépendante spécialisée en gestion et couverture des risques de taux d'intérêts, de change et matières premières.

INDICE AU T4 2022

Graphique 1
INDICE AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

Source : Aether Financial Services



L'année 2022 fut marquée par le retour des taux directeurs positifs, ayant un impact sur le marché de la dette, de son coût et de la rémunération des prêteurs.

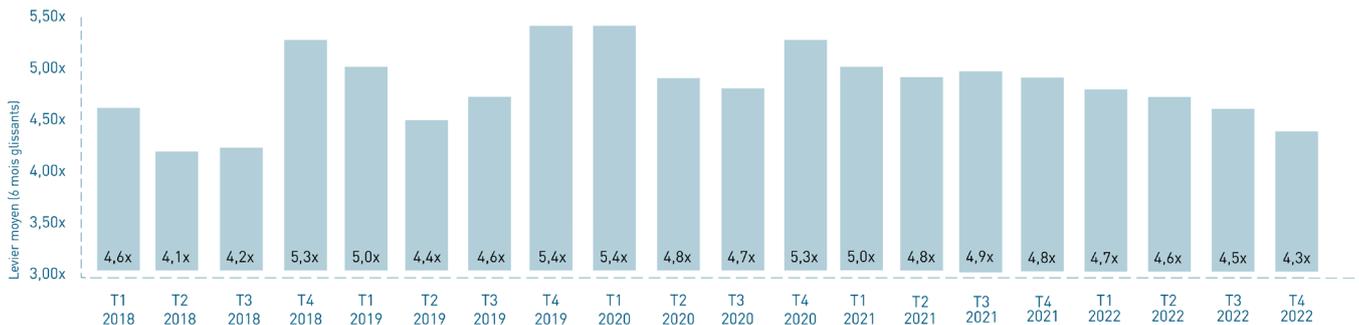
Depuis le second semestre, au cours duquel l'Euribor 12 mois est repassé positif, les marges au closing n'ont cessé d'être plus compétitives, compensées par la hausse des taux. De surcroît, dans un contexte économique incertain, il semblerait que la prudence soit de mise avec des structures d'opérations moins leveragées que dans le passé.

Dans le prolongement de la tendance enregistrée au T3 2022, l'Indice Aether FS Unitranche France enregistre à nouveau une baisse au dernier trimestre pour se situer à 1,31% par tour de levier pour 32 tranches analysées.

COMPOSANTES DE L'INDICE

Graphique 2
EVOLUTION DES LEVIERS AU CLOSING

Source : Aether Financial Services



Graphique 3
EVOLUTION DES SPREADS AU CLOSING

Source : Aether Financial Services



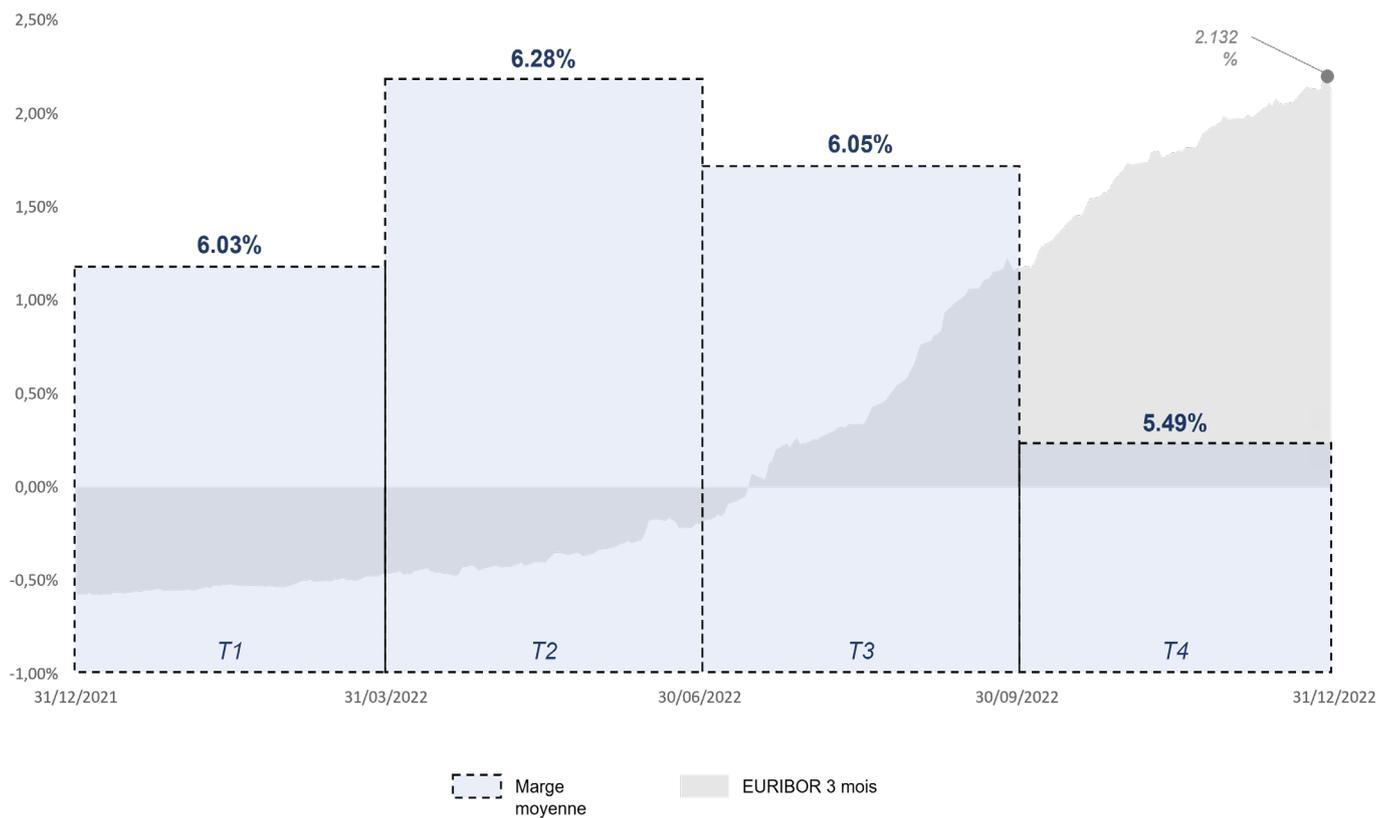
Habituellement, les derniers trimestres extériorisent les leviers parmi les plus élevés lors d'un exercice. C'est ce que les années 2018, 2019 et 2020 ont laissé transparaître. Cette année, le dernier trimestre a affiché les opérations avec les leviers moyens (4,34x) et les marges moyennes au closing (5,49%) les plus bas de l'année.

Les fonds de dette ont réussi à maintenir une corrélation rendement risque attractive sans pour autant impacter le TRI attendu de la part de leurs investisseurs. Cela se traduit par un effet taux de base qui a encore pris de l'ampleur ce trimestre.

Graphique 4

Corrélation entre les marges moyennes au closing et l'évolution des taux de base en 2022

Source : Aether Financial Services



ANALYSE N°1 : LES CLAUSES DE « NON-CALL » DANS LE FINANCEMENT UNITRANCHE

La grande majorité des financements unitranches comporte ce qu'il est convenu d'appeler une clause de « non-call ». Cette clause détermine une période au cours de laquelle l'émetteur a l'interdiction (on parle alors de « hard » non-call) de procéder à un remboursement anticipé des obligations ou une forte incitation financière à ne pas le faire (on parle alors de « soft » non-call), prenant la forme d'une pénalité de remboursement anticipé.

L'analyse du portefeuille de financements unitranches sur lesquels Aether Financial Services intervient en tant qu'Agent montre que l'insertion des clauses de non-call est systématique et en voici les principaux enseignements:

- La totalité des opérations unitranches de l'échantillon analysé (30 opérations) comporte une clause de soft non-call,
- Aucune ne comporte une clause de hard non-call ou une absence de clause de non-call,
- La durée moyenne de la période de non-call est de 21 mois (entre 18 et 24 mois dans la quasi-totalité des cas),
- La structure de la pénalité de remboursement anticipé est la suivante :
 - * Dans 75% des cas, elle correspond au montant le plus élevé entre (i) 1 ou 2% du principal remboursé et (ii) la somme de tous les intérêts restant à courir jusqu'à la fin de la période de non-call,
 - * Dans 15% des cas, elle correspond à la somme de tous les intérêts restant à courir jusqu'à la fin de la période de non-call,
 - * Dans 10% des cas, elle correspond à 1 ou 2% du principal remboursé.
- La structure de la pénalité de remboursement anticipé évolue le plus souvent en fonction du nombre de mois restants dans la période de non-call. Exemple : jusqu'au 1er anniversaire de l'émission, une pénalité égale à 2% du principal remboursé et entre le 1er et le 2nd anniversaire, une pénalité égale à 1% du principal remboursé,
- 85% des financements unitranches prévoient un « freebie amount », c'est-à-dire un montant exempté de pénalité de remboursement anticipé. Le freebie amount, qui vise à donner de la flexibilité à l'émetteur pour des remboursements anticipés partiels, est généralement de l'ordre de 10% du montant total du financement,

En conclusion, si les unitrancheurs souhaitent se prémunir d'un remboursement anticipé précoce, les émetteurs et les sponsors disposent toujours d'une certaine flexibilité s'ils sont prêts à en payer le prix ; ce qui reflète le principe même de cette classe d'actifs.

ANALYSE N°2 : UN CONTEXTE GÉNÉRATEUR D'OPPORTUNITÉS POUR LE DIRECT LENDING

Prévenir vaut mieux que guérir. Le monde du LBO semble alerte à cette maxime qui a, par le passé, évité beaucoup de cas de défauts.

Le Covid avait eu pour conséquence un mouvement d'anticipation de la part des fonds de PE et des fonds de dette avec des discussions saines sur les défauts à venir (*bris de covenants*) et de mise en place de PGE largement entérinés par l'ensemble des parties.

2022 amène là encore son lot d'incertitudes. Le contexte géopolitique et économique engendre une grande prudence dans la gestion du portefeuille. En sus des montants disponibles et non encore tirés (*environ 820 M€ répartis sur 35 opérations*), les structures mises en place depuis le début d'année incluent largement des lignes disponibles non committées.

Les fonds de dettes disposent toujours d'un important dry powder qu'ils peuvent mettre à disposition aussi bien pour de nouveaux deals que pour les besoins de gestion de leur portefeuille. Un des relais de croissance des fonds de dettes passe par le marché du TLB, marché en fort ralentissement cette année avec des banques qui plient sous la contrainte des autorités européennes. Les fonds de dettes peuvent prendre la suite dans des conditions de marché à leur avantage.

En termes de gestion de portefeuille, les émetteurs ont profité de ce premier semestre pour augmenter leurs capacités de financement. Cela est passé par la mise en place de tranches supplémentaires pour se reléverager à des conditions de marché encore acceptables (*23% des opérations sous monitoring d'AFS sont concernées*) sans que cela soit des tranches prévues initialement et des refinancements permettant d'allonger la maturité de la dette actuelle (*6% des opérations sous monitoring d'AFS*).

ANALYSE N°3 : L'ESG, DE PLUS EN PLUS CONCRET !

Nous sommes passés d'un système informatif sur des critères généraux à un système d'encouragement et d'incitation positive.

L'ESG s'articule autour de trois piliers : l'Environnement, le Social et la Gouvernance en entreprise. L'environnement regroupe (sans que ce soit exhaustif) le calcul des émissions carbone, la gestion de l'eau et de la biodiversité. Le social concerne l'emploi dans les sociétés, l'insertion des personnes en situation de handicap et l'égalité homme – femme. La gouvernance enfin, incite à la transparence de la rémunération des dirigeants et la parité aux organes de direction (conseil d'administration, conseil de surveillance etc.). En sus de la mesure de ces critères, l'évolution desdits critères est suivie de près par les investisseurs.

Les instances européennes sont à la manœuvre afin d'harmoniser cette tendance de fond (règlement SFDR entré en vigueur en 2021, et plus récemment Taxonomie au 1er janvier 2022) et de guider la finance vers la renaissance verte et l'investissement vertueux. Mais qui de la finance ou de la réglementation est en avance sur l'autre ?

En 2017, les premiers critères ESG sont apparus dans les documentations unitranche. Si ces critères étaient purement informatifs, depuis 2019, ils donnent droit à des réductions de marge si les critères mentionnés sont atteints. Pour aller plus loin dans la démarche, depuis 2021, on voit également des malus associés à la non-atteinte des critères ESG.

Les réductions de marge et les malus sont incitatifs pour l'émetteur. En effet, avec une moyenne de quatre critères ESG par documentation, les réductions de marge peuvent aller jusqu'à 25 bps au total et de 5 à 10 bps par critère atteint). À l'inverse, les malus sont aussi dissuasifs, extériorisant une augmentation moyenne de la marge entre 5 et 10 bps.

Le mouvement initié en 2017 doit s'accélérer et c'est une tendance constatée chez Aether FS. Si 33% des unitranches dont Aether FS est agent comportent aujourd'hui ces critères ESG, la quote-part monte à 45% en prenant les dossiers depuis janvier 2021. Encore trop peu mais les constatations récentes sont plus qu'encourageantes.

En parallèle, la levée de fonds dédiés aux émissions green tend à se généraliser et va devenir un relais de croissance pour des sociétés de gestion qui s'inscrivent dans un cercle vertueux.

SOMMAIRE

 BILAN 2022

 **PERCEPTION DE L'INDICE**

 PRESENTATION DE
AETHER FINANCIAL SERVICES

TÉMOIGNAGES¹

« L'INDICE AETHER FS UNITRANCHE NOUS PERMET DE MESURER DES TENDANCES SUR LES ÉVOLUTIONS DES PRATIQUES. EN CE SENS, L'INDICE EST TRÈS UTILE »

« Intéressant de voir les évolutions de cet indice qui a vu en si peu de temps la crise Covid et la remontée des taux »

« Nous avons intégré l'indice dans certaines de nos présentations internes permettant un suivi régulier des évolutions de notre marché »

« L'INDICE A L'INTÉRÊT DE CONSOLIDER DES DONNÉES D'UNE PLURALITÉ D'ACTEURS, CE QUI NOUS PERMET DE NOUS BENCHMARKER TOUS LES TRIMESTRES »

NOUVEL ADHÉRENT



¹ Les témoignages sont recueillis par Aether Financial Services depuis sa sortie en mars 2021. Les témoins sont des investisseurs, des banquiers, des fonds de private equity, etc.

L'INDICE DANS LA PRESSE



Financement - Le vent tourne

Alors que l'ensemble des prix a connu ces derniers jours une accalmie, les investisseurs ont pu profiter de la baisse des taux d'intérêt et du retour de la confiance dans les entreprises. Les marges des services financiers ont donc bénéficié d'une baisse en trompe-l'œil, ce qui explique la prise en compte d'un réajustement de près de 30 tranches liées aux transactions ayant été structurées et/ou conclues « bien avant » le déclenchement de la guerre en Ukraine et de l'indice de l'artition. Ainsi, Aether Financial Services prévit que la dégradation récente des conditions de financement sera perceptible sur le niveau des spreads dans les indices des deuxième et troisième trimestres.

Une baisse des marges en trompe-l'œil

Publié le 30 sept 2022 à 13h02

Unitranche

En plein essor depuis plusieurs années dans l'univers non coté, la dette unitranche (combinaison d'une dette senior et d'une dette subordonnée) reste « attractive ». Selon l'indice de référence publié par Aether Financial Services, les marges des financements boucés à la fin du premier trimestre se sont établies en moyenne à 6,28 %, contre 6,33 % trois mois plus tôt. D'après le spécialiste des services post-transactionnels, il s'agit toutefois d'une baisse en trompe l'œil, qui s'explique par la prise en compte d'un réajustement de près de 30 tranches liées aux transactions ayant été structurées et/ou conclues « bien avant » le déclenchement de la guerre en Ukraine et de l'indice de l'artition. Ainsi, Aether Financial Services prévit que la dégradation récente des conditions de financement sera perceptible sur le niveau des spreads dans les indices des deuxième et troisième trimestres.

Dernière vidéo AOF

Une hausse de 33% de l'utilisation de la carte bancaire depuis le début du Covid-19 en France

DETTE PRIVÉE - Le coût de l'unitranche repart à la hausse

Généraliser mise en place dans le cadre d'un LBO, la dette privée unitranche a vu son coût s'aggraver au deuxième trimestre 2022. Selon la société de services financiers Aether, qui publie un indice consacré cette dette, la marge d'intérêt moyenne (spread par rapport au taux à trois mois) a atteint 6,28 % à cours des trois derniers mois de 2021, contre 6,03 % lors du trimestre précédent. Un pic de 7,22 % avait été atteint fin 2020. A cette hausse des marges moyennes s'ajoute la remontée des taux de base. Le nombre d'opérations n'a cependant pas été affecté pour l'instant.



La dette privée plus que jamais au centre du jeu

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 ?

Publié le 30 sept. 2022 à 15h2

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 Mds, qui avait été annoncée en début d'année, s'appuie sur un financement en private debt d'une enveloppe totale de 3,8 Mds fournis 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 investisseurs privés) en tant que financements alternatifs pour financer les LBO.



Horizons ON EN PARLERA DEMAIN

1,31 %

C'est le coût de la dette unitranche libre taux de base par tour de levier en France à fin 2022, selon l'indice Aether FS unitranche France. Il s'agit du deuxième trimestre consécutif de baisse après le plan haut de l'année atteint au deuxième trimestre à 1,40 %. Le retour de l'Europe en territoire positif depuis avril a conduit les marges de l'unitranche à devenir plus compétitives pour compenser la hausse des taux, et, dans un contexte de baisse des valorisations, les opérations ont vu leur levier financier baisser par rapport aux mois précédents.

La dette privée ne relance pas le private equity

Malgré des « marges au closing » plus faibles, la dette privée subit elle aussi l'attente des acteurs du non coté.

Publié le 29 sept. 2022 à 15h01

L'unitranche, plus connue que jamais ? C'est ce qu'on semble suggérer la hausse de l'indice FS Unitranche France sur le dernier trimestre de l'année 2022, l'indicateur qui mesure la performance des taux de levier ressort à 1,31 % sur les trois derniers mois de l'année. C'est 5 points de base de moins qu'au trimestre précédent, et un plus bas depuis 2020.

Une deuxième baisse, son deuxième trimestre en baisse, les indicateurs de l'indice de référence de l'unitranche ont permis de constater que les investisseurs du non coté ont été affectés par la hausse des taux de base et la baisse des valorisations. Les opérations ont vu leur levier financier baisser par rapport aux mois précédents.

DOMOS FS
The power to drive your Alternative Investments
domosfs.com

LES PLUS LUS

L'AGEFI

Asset Management Banque & Assurance Financements & Marchés Corporate
Tech et Finance Gouvernance Régulation Webinars Emploi Patrimoine

Agéfi TV Podcasts

Accueil > Financements & Marchés > Actualités > La dette unitranche sous pression

La dette unitranche sous pression

Florent Le Quintrec | 01/12/2022 | L'AGEFI | 1630

Effet rareté. De manière contre intuitive, le niveau de marge des dettes unitranchées en France a reculé au troisième trimestre, d'après l'indice Aether FS Unitranche de novembre. Il est

SOMMAIRE



BILAN 2022



PERCEPTION DE L'INDICE



**PRESENTATION DE
AETHER FINANCIAL SERVICES**

PRÉSENTATION DE AETHER FINANCIAL SERVICES

Leader français indépendant dans les services d'exécution des transactions financières, Aether Financial Services a été fondé en 2015 par Edouard Narboux et Henri-Pierre Jeancard. Précurseur dans ce métier, Aether Financial Services est aujourd'hui la référence française dans les services d'exécution post-transactionnels.

Basé à Paris et Londres, Aether Financial Services est composé d'une trentaine de personnes expertes et cosmopolites, combinant des compétences financières et juridiques.



Corporate Finance Agency

Présent dans la Private Debt et le Capital Markets, Aether Financial Services couvre l'ensemble des rôles d'agents de financement (Loan agent, Bonds agent, Administrative agent, Calculation agent, Security agent, etc)



Valuation & Calculation

Aether Financial Services valorise tous types d'instruments financiers ou de valeurs mobilières, des plus « vanilles » aux plus structurés, pour des besoins récurrents, spécifiques ou ponctuels.



Corporate & Issuer Services

Aether Financial Services propose une gamme de solutions digitales dédiées à la gestion administrative des fonctions relatives aux opérations sur titres (augmentation de capital, assemblée générale, tenue de registres, etc.).



L'engagement solidaire d'Aether Financial Services

Depuis plusieurs années, Aether Financial Services s'implique auprès d'associations dans le cadre de Contrats à Impact Social (**la Cravate Solidaire, la Fondation Auteuil ou encore l'association Article 1**).

En 2021, Aether Financial Services s'est engagé dans la protection de l'environnement avec la reforestation et la préservation des forêts aux côtés de **Reforest'Action**. Ce partenariat témoigne de l'engagement environnemental d'Aether Financial Services et de sa volonté de participer à la lutte contre le réchauffement climatique.



RECEVOIR LES PROCHAINES ÉDITIONS

Pour rester informé et recevoir les prochaines publications de l'Indice AETHER FS Unitranche France, merci de nous envoyer un courrier ou un email avec les informations suivantes :

Nom* :

Prénom* :

Fonction* :

Société :

Adresse email* :

Téléphone :

Par courrier : Raïssa Gbakatchétché, Aether Financial Services, 36, rue de Monceau 75008 Paris

Par email : rgbakatchetche@aetherfs.com

***Informations obligatoires**

Les informations recueillies sur ce formulaire sont enregistrées dans un fichier informatisé par Aether Financial Services, le responsable du traitement est Laurent Fieux, en termes de responsable RGPD. La finalité du traitement est de vous communiquer les informations relatives et exclusives à l'Indice AFS Unitranche France sauf demande indiquée dans le formulaire.

Le traitement de vos informations a pour unique objectif de vous informer des communications de Aether Financial Services relatives à l'Indice AFS Unitranche France. Vos données ne sont pas communiquées à des sociétés tierces.

Les données collectées seront communiquées aux seuls destinataires suivants : Laurent Fieux (lfieux@aetherfs.com) et Axelle Bernard (abernard@aetherfs.com). Les données sont conservées pendant une durée de 10 ans. Sur le serveur de Aether Financial Services situé en France. Vous pouvez accéder aux données vous concernant, les rectifier, retirer, demander leur effacement ou exercer votre droit à la limitation du traitement de vos données à tout moment, en nous contactant soit par : Mail : agency@aetherfs.com / Voie postale : Laurent Fieux, Aether Financial Services, 36 rue de Monceau, 75008 Paris

AETHER
FINANCIAL SERVICES



INDICE

AETHER FS

UNITRANCHE FRANCE

www.aetherfs.com

Suivez-nous sur les réseaux
via notre page LinkedIn
ou sur notre site Internet

ÆTHER

FINANCIAL SERVICES

info@aetherfs.com



FR
36, rue de Monceau – 75008 Paris



UK
28 Queen Street – EC4R 1BB London