



## La dette privée ne relance pas le private equity

Malgré des « marges au closing » plus faibles, la dette privée subit elle aussi l'attentisme des acteurs du non-coté. L'unitranche, plus abordable que jamais ? C'est ce que semble suggérer le dernier indice **Aether** FS Unitranche. Portant sur le dernier trimestre de l'année 2022, l'indicateur – qui mesure le pricing de l'emprunt par tour de levier – revient à 1,31 % sur six mois glissants. Concrètement : le tour d'Ebitda s'est « monnayé » 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 consécutive qui interroge même les auteurs de l'étude. « Le recul constaté au troisième trimestre semblait contre intuitif, glisse Louis Thuilliez, responsable du pôle dette privée chez **Aether**. « Nous nous attendions à ce que l'indice soit en hausse sur les trois derniers mois de l'année, pour refléter le risque accru des nouveaux dossiers qui arrivaient sur le marché ».

### Clauses dans les opérations

Ainsi, à rebours des tensions sur le marché du financement et de la fermeture du robinet bancaire, les marges au closing des émetteurs d'unitranches sont revenues à 5,49 %, contre 6,05 % un trimestre plus tôt. Une première explication se trouve dans la concurrence toujours plus accrue sur le segment du direct lending. « Il y a des dossiers sur lesquels beaucoup d'acteurs étaient présents, et cette compétitivité accrue a tiré les marges vers le bas », affirme Louis Thuilliez.

D'un autre côté, ce phénomène baissier est également encouragé par les clauses présentes sur ce type d'opérations, qui se révèlent cruciales dans un contexte de remontée des taux. « Dans les dossiers d'unitranches, les taux d'intérêts sont variables, explique Louis Thuilliez. Ils se construisent en ajoutant le taux de base – par exemple l'Euribor pour la devise euro – aux marges mentionnées dans les documentations de financement », détaille le responsable. Dans un univers de taux négatif, les clauses permettaient de neutraliser cette perte pour les prêteurs.

Mais aujourd'hui, avec un Euribor douze mois supérieur à 2 %, les émetteurs empochent la différence, profitant à fond d'un « effet taux de base ». En conclusion, « 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 », certifie le rapport.

### Structures peu leveragées

Pour autant, si ces marges se sont contractées, elles n'ont pas suffi à relancer la dynamique des LBO sur le marché. « Habituellement, le dernier trimestre se caractérise par des leviers au closing parmi les plus élevés de l'année. Tel avait été le cas en 2018, 2019 et 2020 », retrace l'étude. Les trois derniers mois de 2022 ont brisé ce cycle : le levier moyen des opérations a été le plus bas de l'année, à 4,34 fois contre 4,68 fois à fin mars.

« Déjà au troisième trimestre, il y avait une approche prudente sur la manière de leverager les sociétés, et cela s'est reflété sur les leviers moyens au closing. Cette tendance baissière s'est poursuivie à la fin de l'année », analyse Louis Thuilliez. La vigilance se lit aussi sur les volumes de transactions, avec un recul de 8 % des opérations de M&A l'an passé en France selon Refinitiv, en dépit d'un premier semestre actif.

« L'attentisme domine dans l'univers du private equity », affirme Edouard Narboux,



président et co-fondateur d' **Aether** Financial Services. Selon lui, « les levées de fonds s'avèrent plus difficiles à mener pour les acteurs – fonds de Private Equity et fonds de dette. Ces tendances mitigées devraient perdurer début 2023 avec un deal flow toujours restreint, mais pourraient s'améliorer progressivement dans le courant de l'année ».

