



INDICE AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

ÉDITION
TROISIEME TRIMESTRE 2023

LE PREMIER INDICE
DE RÉFÉRENCE SUR
LA DETTE PRIVÉE
EN FRANCE

OCTOBRE 2023



AETHER
FINANCIAL SERVICES

I N D I C E

AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

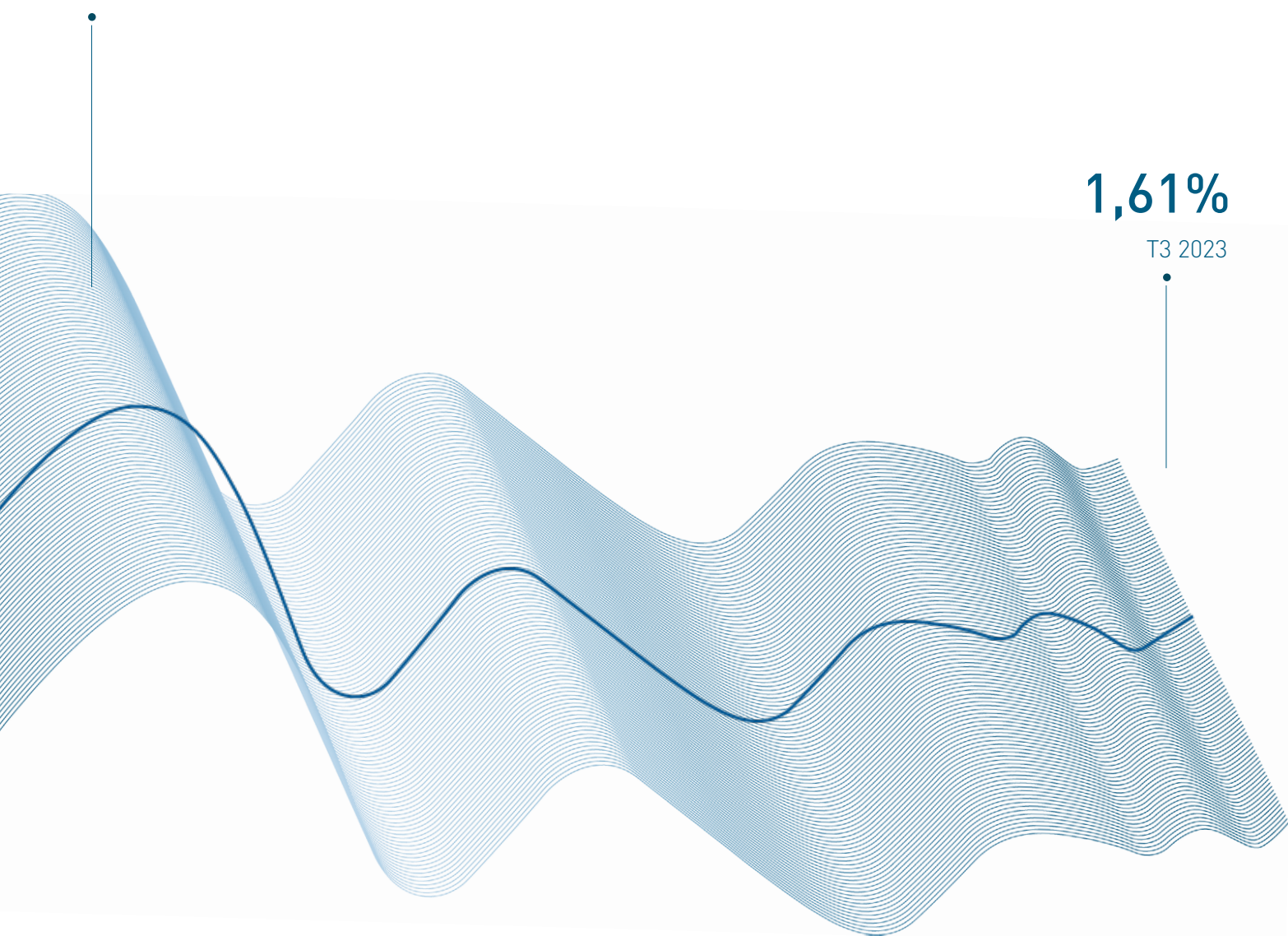
Source : Aether Financial Services

1,85%

T2 2018

1,61%

T3 2023



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) :

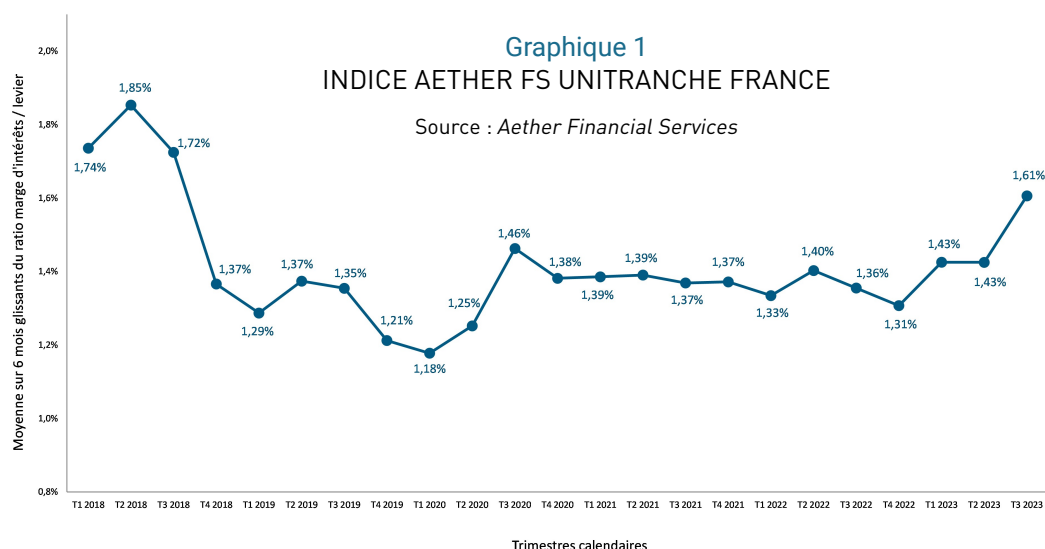
$$\text{Indice Aether FS Unitranche France} = \text{Moyenne glissante sur 6 mois} \left(\frac{\text{marge d'intérêt}}{\text{levier}} \text{ au closing} \right)$$

Pour cette nouvelle 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 Finance¹ et se félicite que cet acteur indépendant contribue à enrichir sa base de données.



¹ 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 T3 2023



Le troisième trimestre 2023 voit l'indice Aether FS Unitranche France en forte augmentation par rapport aux deux trimestres précédents. L'indice extériorise une marge par tour de levier de 1,1%, conséquence d'un resserrement des leviers au closing.

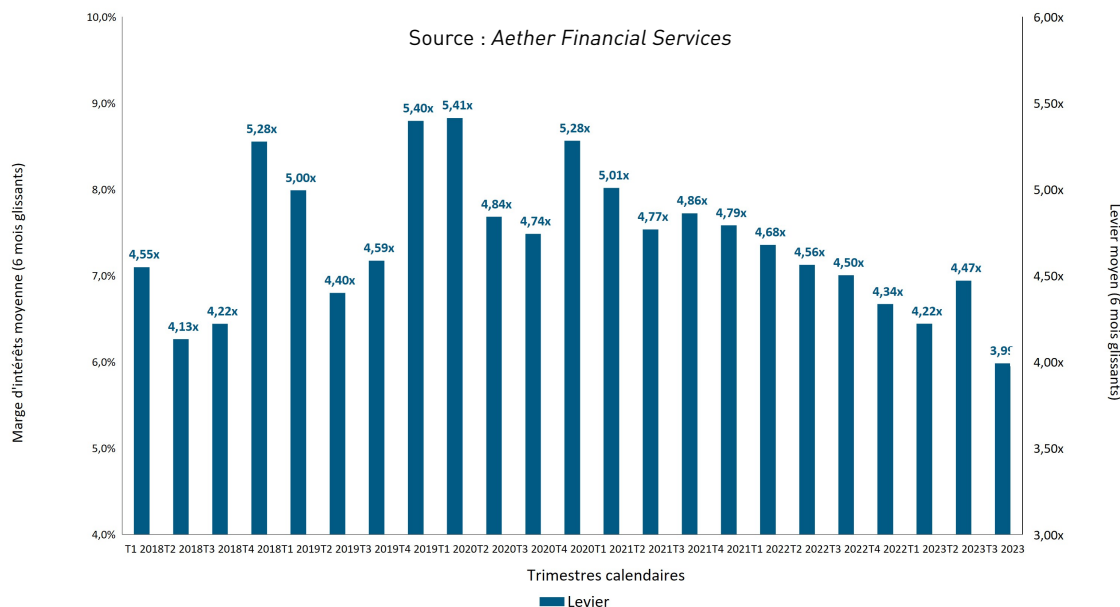
La tendance du marché qui pousse à une maîtrise accrue de l'endettement des sociétés au closing d'une opération se reflète dans l'indice de ce trimestre. Face à un environnement de taux en constante augmentation impactant le service de la dette, les leviers doivent mécaniquement s'ajuster à la baisse.

L'étude « Deloitte Private Debt Deal Tracker Autumn 2023 » met en lumière un marché de la dette privée en Europe en retrait de 3 % au premier semestre 2023 en comparaison au premier semestre 2022. Cette tendance est en ligne avec l'industrie du M&A et du Private Equity.

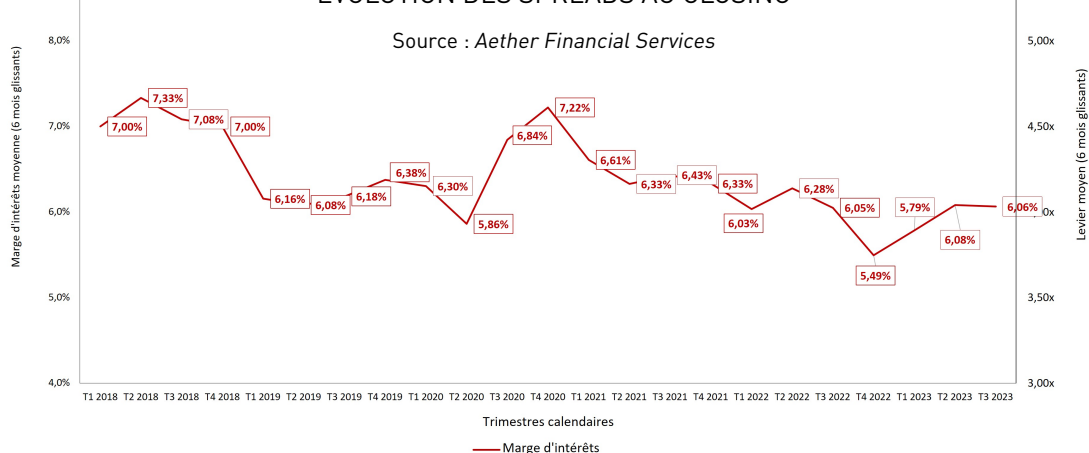
Cependant, avec 25 opérations enregistrées en Europe au S1 2023, les fonds de dette privée qui se mesurent de plus en plus aux banques de par des niveaux de leviers inférieurs à ce qui était pratiqué auparavant, tirent leur épingle du jeu. Si les banques ont été plus présentes pendant le S1 2023, la dette privée demeure un outil largement plébiscité par les fonds de private equity pour plusieurs raisons dont la flexibilité, l'interlocuteur unique et la structuration in fine.

COMPOSANTES DE L'INDICE

Graphique 2
EVOLUTION DES LEVIERS AU CLOSING



Graphique 3
EVOLUTION DES SPREADS AU CLOSING



Après un premier trimestre à contre-courant de ce que nous pouvions attendre sur l'évolution de l'indice et plus spécifiquement, de l'évolution des leviers, le second semestre semble rectifier « l'anomalie » du T1 2023.

Le levier moyen au closing constaté sur les opérations du second semestre s'élève donc à 3,99x, soit en dessous de la barre symbolique des 4,00x de levier et en recul de 11% vs T2 2023. Une première depuis que l'indice existe.

Les marges au closing, quant à elles, restent stables à 6,06% en moyenne au closing. Pour rappel, ces marges pratiquées sont les marges au closing et n'incluent pas le taux de référence qui doit venir s'ajouter à cela.

Tout comme nous avons vécu dans un univers de floor sur les taux de base lorsque ceux-ci étaient négatifs, verra-t-on apparaître dans les prochains mois un cap sur le taux de base ou un cap sur l'« all-in rate » pratiqué ?



L'AGREMENT PSP PAR L'ACPR

Aether Financial Services entre dans une nouvelle ère

et devient l'unique société indépendante française disposant de l'agrément Prestataire de Services de Paiements (PSP) délivré par l'ACPR sur son segment de marché.

Paris – le 21 septembre 2023 – Aether Financial Services, leader français indépendant en matière d'exécution des transactions financières, franchit un cap majeur avec l'obtention de l'agrément de Prestataire de Services de Paiements (PSP) délivré par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR). Par cette décision, et sous réserve de la levée des conditions suspensives, Aether FS sera désormais en capacité de gérer des flux pour le compte de tiers, témoignant de sa volonté de proposer à ses clients une offre de services globale sur toute la chaîne de valeur de la gestion des transactions financières.

Dans le cadre d'une démarche structurante et exigeante engagée depuis plusieurs mois, Aether FS va devenir une institution régulée par l'obtention de son agrément par décision de l'ACPR. Cette évolution va désormais permettre à Aether FS de gérer les flux financiers de ses clients dans toute la France dans un premier temps, puis, sous réserve des accords des autorités compétentes, dans toute l'Union européenne d'ici quelques mois.

Depuis sa création en 2015, Aether Financial Services place au cœur de son projet d'entreprise la satisfaction de ses clients, matérialisé dès 2017 par la certification ISO 9001*. Avec cet agrément, Aether FS élargira sa gamme de services en couvrant l'ensemble des besoins de sa clientèle sur son marché historique ainsi que via de nouveaux services additionnels. Aether FS sera en effet la seule société indépendante française disposant de cet agrément sur son segment de marché. Elle deviendra donc une alternative intégrée aux banques pour les problématiques d'agency en se positionnant comme un véritable one-stop-shop dans le domaine du non coté.

Pour répondre aux exigences de l'ACPR dans le cadre de cet agrément, Aether FS a opéré des changements majeurs dans son organisation en mettant notamment en place un Comité de Surveillance, présidée par Denis Samuel-Lajeunesse et en renforçant ses équipes via de nouveaux recrutements, notamment en compliance et en IT avec l'arrivée de profils expérimentés permettant à la société de se donner les moyens de ses ambitions.

« Toute l'équipe d'Aether FS, qui œuvre depuis plus de 7 ans pour créer le leader français de l'exécution des transactions, est très fière de franchir cette étape. La qualité de la relation avec nos clients est centrale chez Aether FS. Mettre à leur disposition ce nouveau service de gestion des flux s'est imposé à nous comme une évidence. Notre priorité est de leur permettre de réaliser leurs opérations de financement de façon sécurisée, fiable et transparente. Cette démarche, véritable engagement pour toute notre équipe, démontre notre volonté de leur apporter notre expertise à toutes les étapes de la réalisation de leurs transactions financières et de les accompagner durablement dans leurs projets. » commentent Edouard Narboux et Henri-Pierre Jeancard, cofondateurs d'Aether Financial Services.

A horizon fin 2024, Aether FS prévoit de rassembler une cinquantaine de collaborateurs, soit une vingtaine de plus qu'actuellement. Fort d'une culture entrepreneuriale particulièrement ambitieuse, Aether FS, déjà présent physiquement à Paris et Londres et couvrant opérationnellement l'ensemble de l'Europe, l'Afrique et le Moyen-Orient, ambitionne de poursuivre sa croissance interne en déployant son offre dans d'autres pays. La croissance de la société pourra également passer par la mise en place de nouveaux partenariats pour élargir son empreinte et compléter son offre.

*sur le périmètre de l'agency

Marché de la dette privée Unitranche et des obligations corporate : quel pricing ?

*Article paru dans XXX en XXX 2023, rédigé par Henri-Pierre Jeancard, Managing Director et co-fondateur, Aether Financial Services
Laetitia Pelhat, Head of Pricing and Platforms Development, Aether Financial Services*

Au cours de la dernière décennie, un ensemble d'alternatives à la dette bancaire est apparu pour le financement à moyen-terme des entreprises hexagonales. Parmi celles-ci : la dette privée (en particulier les financements « Unitranche »), les obligations sous forme de placement privé Euro Private Placement (Euro PP) et les émissions obligataires « high-yield ». L'encours des financements des « sociétés non financières » est ainsi passé de 1 609 milliards¹ d'euros à 2 024 milliards² d'euros entre 2018 et 2022 et la part des financements non bancaire représente près de 35% (avec une baisse significative de 3% en cinq ans). Mais ces financements alternatifs ne rémunèrent pas les investisseurs au même niveau... Explications.

Trois segments du financement alternatif

Une forme de dette privée, la dette Unitranche, est devenue incontournable dans les opérations de LBO, principalement par suite du déficit de financements bancaires après la crise financière de 2008. Elle présente l'avantage de combiner les caractéristiques de la tranche senior et de la tranche mezzanine en une seule tranche et donc de proposer un seul investisseur, un seul taux, et une mise en place rapide (une bonne vision sur le financement peut être fournie en 15 jours). Elle est cependant plus chère que le financement bancaire

Autre segment du financement désintermédié : l'Euro PP. Destiné aux entreprises de taille moyenne, cette forme de placement privé se veut flexible, confidentielle, et d'exécution rapide. Initié en 2012 à l'initiative de la CCIP Paris Ile de France, l'Euro PP permet aux entreprises d'émettre des obligations directement auprès d'un groupe restreint d'investisseurs institutionnels (assureurs, gestionnaires d'actifs, etc.). Troisième segment enfin : les obligations high-yield, principalement utilisé par les entreprises de taille moyenne et/ou non « investment grade », cotées sur les marchés européens (ex. Euronext Paris, Bourse de Francfort...). Ce segment de marché offre une grande flexibilité aux émetteurs en termes de structure, de maturité, de devise et de modalités spécifiques de l'émission, et un accès à un marché généralement profond.

¹Source : Statistiques de la Banque de France, Financement des sociétés non financières – France • Décembre 2018, paru le 13/02/2018

²Source : Statistiques de la Banque de France, Financement des sociétés non financières – France • Décembre 2022, paru le 08/02/2023



<i>France, année 2022</i>	Dettes Privées (dont Unitranche) ³	Dettes Euro PP ⁴	« High-yield »
Montants investis (Millions d'€)	19 300	632	8-10 milliards ⁵
Nombre d'émission	449	19	-
Montant moyen par émission (Millions d'€)	43	35	-
Maturité moyenne (en années)	3-5	5	-
Levier moyen	4-7x	7,3x	-
Coupon moyen	5-7%	5,30%	Autour de 7%
Volume d'échange (secondaire)	NC, relativement faible	NC, relativement faible	[•]

Tableau : principales statistiques descriptives / segments dette privée, Euro PP et High-

Le marché de la dette privée a connu une croissance soutenue (+122% entre 2018 et 2022⁶). Celui de l'Euro PP s'est contracté, le volume annuel de financement s'établissant à un peu plus de 600 millions d'euros en 2022 contre près de 3 milliards d'euros au milieu de la décennie. Le marché du High-Yield a connu une forte variabilité des volumes émis, passant de 127,5 milliards d'euros en 2021 (niveau jamais atteint auparavant) à 44,5 milliards en 2022⁷. Enfin, les segments de la dette privée et de l'Euro PP attirent des investisseurs traditionnellement dans une logique « buy&hold », ce qui est moins le cas des investisseurs High-Yield.

Une mesure unifiée du coût du financement : le ratio marge/levier

Comment comparer la rémunération proposée aux investisseurs par ces alternatives de financement, au regard du risque pris ?

Le levier financier, c'est-à-dire le rapport entre la dette nette et l'EBITDA, est probablement la mesure du risque de crédit la plus communément admise, même si elle ne reflète pas tous les facteurs de risque (e.g. liés à la taille de l'entreprise, son secteur d'activité, etc.). La marge (coupon moins le taux d'intérêt de référence) constitue l'appréciation de la rémunération de ce risque. Dès lors, le rapport entre cette marge et le levier financier (à l'émission) permet de comparer des financements en termes de rémunération du risque par « tour de levier ».

Par exemple, ce rapport pour les financements Unitranche en France se situait à 1,31% au Q4 2022⁸.

Comparer les segments de marché

Pour comparer les niveaux de rémunération du risque, le calcul de ce ratio a été effectué sur trois échantillons, constitués sur la période 2018 à 2022 : le premier est constitué du portefeuille de financement Unitranche pour lesquels AFS intervient en tant qu'Agent et complété de données communiquées par ses partenaires ; le second est formé en recensant les émissions Euro PP réalisées chaque année pour lesquelles le ratio de levier à l'émission est inférieur à 7x ; le troisième est construit en sélectionnant des émissions obligataires seniors, cotées, de sociétés européennes ayant un levier compris entre 2,5x et 7x à l'émission, une dette comprise entre 20 et 500 millions d'euros, et un ratio marge/levier compris entre 0,2 et 1,7x. Cela afin d'assurer une comparabilité des profils de risque avec les autres échantillons.

³Source France Invest/Deloitte (Activité des fonds de dette privée en France) and Deloitte Private Debt Deal Tracker Spring 2023

⁴Source : données AFS, Observatoire des Euro PP - CMS Francis Lefebvre Avocats

⁵Estimation AFS, Fitch

⁶Source : France Invest/Deloitte (Activités des fonds de dette privée en France), mars 2023

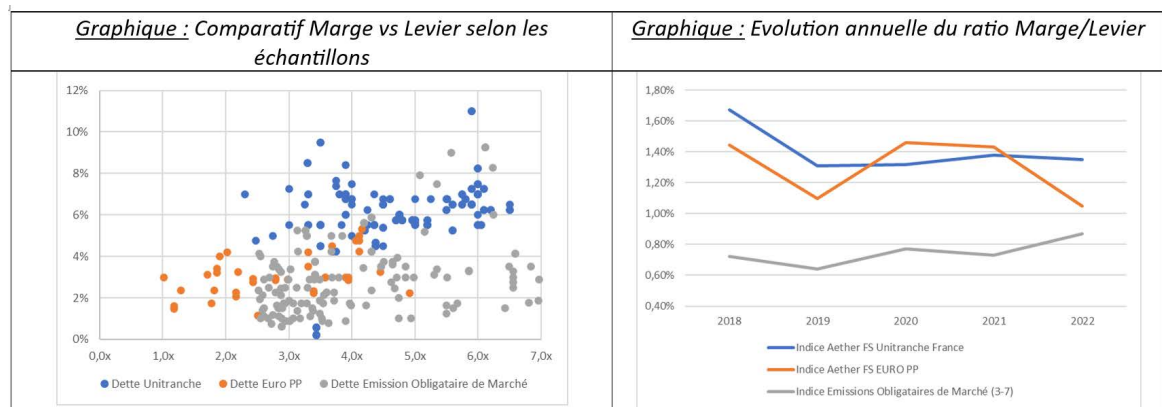
⁷Source: Fitch / Issuance European high-yield (HY) issuers

⁸Source : indice AFS, rapport Q4 2022



	Dette Unitranché AFS	Dette EuroPP	Dette Emissions Obligataires de Marché
Marge Moy.	6,4%	3,1%	2,9%
Levier Moy.	4,8x	2,9x	4,0x
Indice Moy.	1,4%	1,2%	0,7%
Montant total (Millions d'€)	10 756	2 252	48 023
Nombre de deals	149	37	136
Maturité moyenne	7,00	7,34	6,98

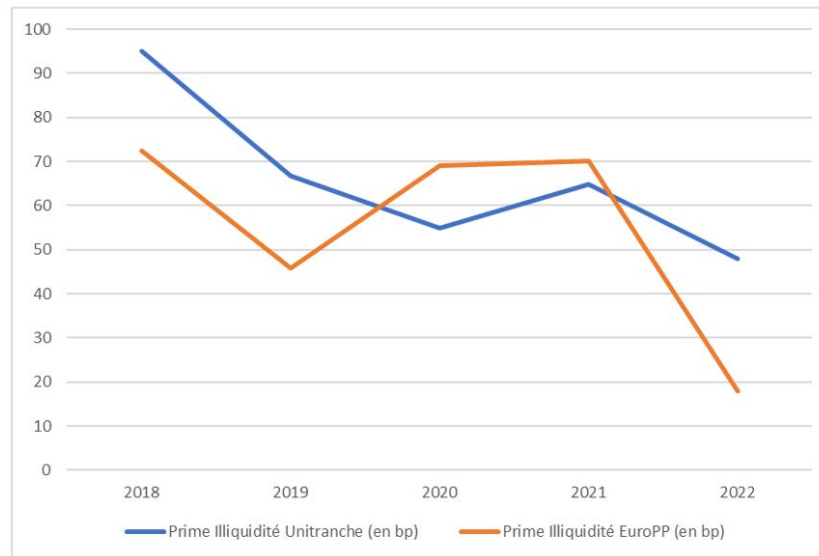
Tableau : Principales statistiques relatives aux échantillons



Il ressort que le niveau de marge est positivement corrélé avec le levier, ce qui plaide pour une certaine homogénéité du ratio marge/levier par segment. L'analyse du ratio marge/levier à l'émission pour chaque année entre 2018 et 2022 permet de mettre en évidence (a) un niveau significativement plus élevé pour les segments Unitranché et Euro PP (b) une hausse tendancielle pour le High-Yield vs. une baisse pour les autres segments (c) un « sursaut » pour l'Euro PP et dans une moindre mesure pour l'Unitranché en 2020 et 2021 à la suite de l'épisode de pandémie.

Différence de liquidité ?

L'écart entre le ratio marge/levier pour les financements sous forme de dette privée Unitranché et Euro PP et le marché du High-Yield représente dès lors autour de 50-60bp par « tout de levier », mais varie dans le temps et tend à diminuer.



Graphique : Ecart entre le ratio marge/levier pour les financements sous forme de dette privée Unitranché et Euro PP et le marché du High-Yield.

Cette différence importante (150-180 pb pour des émetteurs de levier 3x par exemple) peut s'expliquer de plusieurs manières : des segments de marché différents, des émetteurs de tailles plus importantes sur le High-Yield, mais surtout une différence de liquidité structurelle.

Le paysage du financement en France a ainsi fortement changé ces dernières années dans un sens favorable aux emprunteurs avec l'apparition de financements alternatifs à destination des small-mid caps (dette privée, Euro PP, ...) en complément du marché du High-Yield. Mais, la rémunération attendue par les investisseurs sur ces dettes est plus élevée pour un niveau de risque (levier) équivalent. Cela pose la question sur l'accessibilité du marché du High-Yield par toute une catégorie d'émetteurs, pour laquelle le niveau d'exigence et de transparence peut être difficile à atteindre. A contrario, il est compréhensible que les investisseurs dans une dette privée, par définition moins liquide, demandent une rémunération plus importante. Au final, les avantages d'exécution de la dette privée (et dans une moindre mesure de l'Euro PP) ont un prix, associé à son illiquidité.

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.

Basé à Paris et Londres, Aether Financial Services est composé d'une équipe pluriculturelle de plus de 20 personnes, experts dans 3 métiers.



Agency

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



Valorisation et calcul

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



Corporate and 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.

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.

Basé à Paris et Londres, Aether Financial Services est composé d'une équipe pluriculturelle de plus de 20 personnes, experts dans 3 métiers.



Agency

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



Valorisation et calcul

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



Corporate and 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

Rester informé et recevez 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 : Louis Thuillez, Aether Financial Services, 36, rue de Monceau 75008 Paris

Par email : indicedetteprivee@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 RGDP. 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