



# INDICE AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

ÉDITION  
PREMIER TRIMESTRE 2024

LE PREMIER INDICE  
DE RÉFÉRENCE SUR  
LA DETTE PRIVÉE  
EN FRANCE

AVRIL 2024



# EDITO

L'année 2023 a été une année en demi-teinte. Un premier semestre calme pour le monde du Direct Lending et un second semestre porteur d'espoir (appuyé par un T4 très actif).

Dans un contexte confirmé de hausse des taux de référence et d'un contexte macroéconomique tendu, les conseils et emprunteurs ont pris davantage le temps de sélectionner et optimiser la structure d'endettement des cibles (avec notamment le retour de la Mezzanine). Les fonds de dette qui, sont par essence plus agiles, ont alors perdu l'atout de rapidité qui les caractérise, laissant aux banques le temps d'étudier les dossiers.

Par ailleurs, le service de la dette augmentant considérablement pour les emprunteurs, les leviers ont dû s'ajuster à la baisse. Cela a pour conséquence un retour des banques sur le devant de la scène ayant une proposition de valeur attractive dans le cadre de financements à effet de levier.

Cependant, les fonds ont malgré tout réussi à rebondir au second semestre avec un mois de juillet prometteur et un dernier trimestre à leur avantage aidé par la stabilisation des taux et le ralentissement de l'inflation.

Les leviers se sont également adaptés aux valorisations pratiquées. D'après l'indice Argos Mid-market, les valorisations ont baissé cette année pour s'établir à 9,0x l'EBITDA contre 9,9x en 2022, soit une baisse de près de 10%. La baisse du levier moyen observé au closing est corrélé avec la contraction des valorisations pratiquées en 2023 et plus spécifiquement au second semestre (3,99x au T3 et 4,14x au T4 2023 vs 4,50x au T3 et 4,34x au T4 2022).

Avec une nouvelle bougie à son actif, l'Indice Aether FS Unitranche France évolue afin de produire des indicateurs pertinents. C'est pourquoi, au cours de l'année et en complément de l'indice actuel, des cousins de l'indice feront leur apparition - plusieurs projets qui vous permettront d'appréhender le marché sous d'autres facettes.

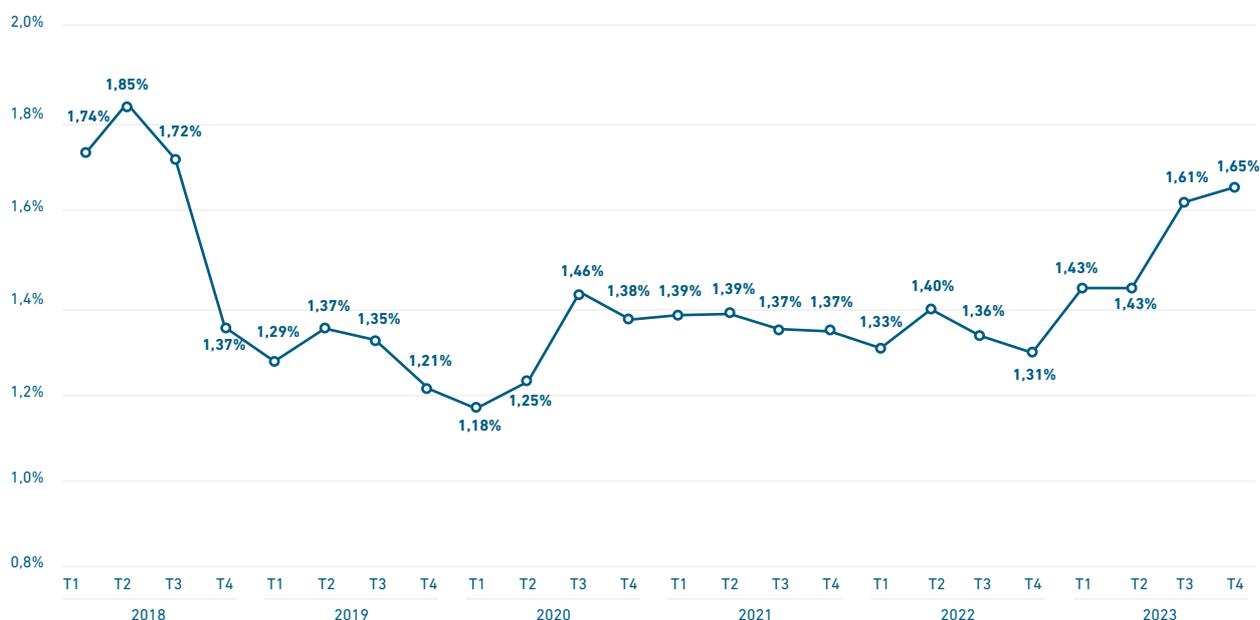
Le premier d'entre eux est une analyse non plus basée sur les leviers et marges au closing sur 6 mois glissants mais une étude sur le portefeuille « live » permettant d'appréhender la résilience du secteur et son niveau de levier en « real-time ». To be continued...

**Edouard Narboux**  
Co-fondateur & CEO



## INDICE AU T4 2023

### Moyenne sur 6 mois glissants du ratio marge d'intérêts / levier



Le dernier trimestre de l'année 2023 aura vu l'Indice Aether FS Unitranche France continuer sur sa lancée ascensionniste pour s'établir à 1,65% par tour de levier au closing, soit une hausse de près de 26% par rapport au T4 2022. Dans un marché favorable aux banques (analyse constatée sur les deux premiers trimestres), les fonds ont malgré tout réussi à tirer leur épingle du jeu au second semestre.

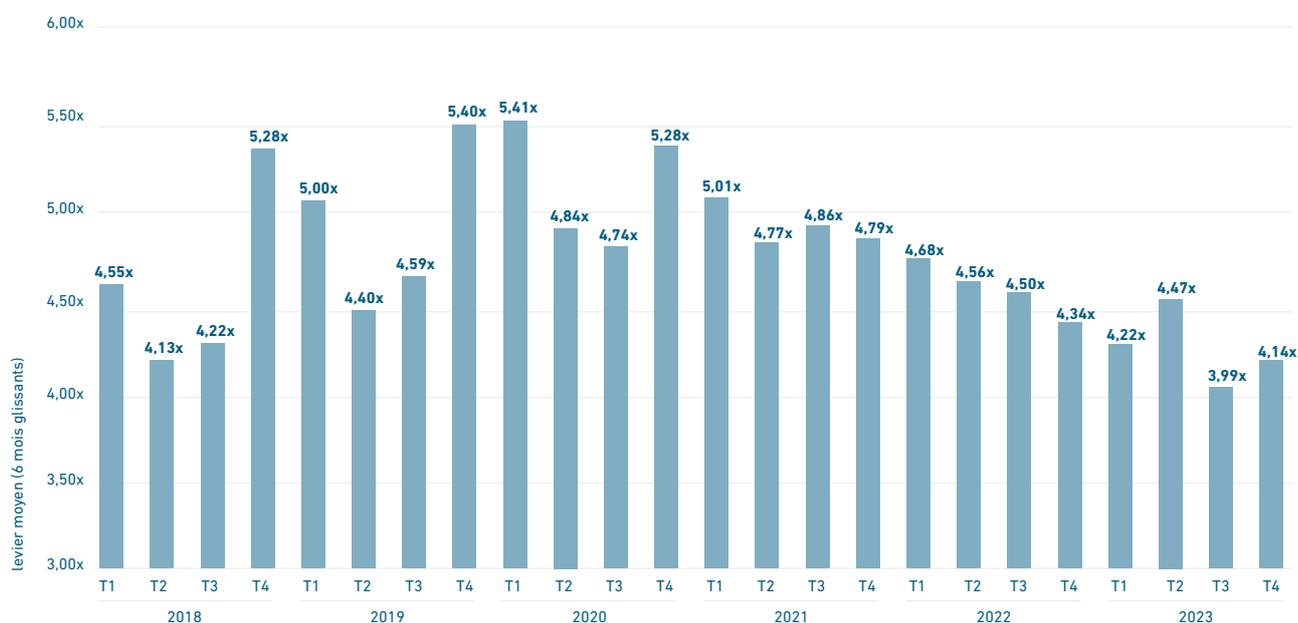
La hausse de l'indice en 2023 vs 2022 résulte d'un double effet combiné de leviers plus faibles au closing avec des marges moyennes pratiquées en hausse.

Si l'année 2023 marque un recul des transactions M&A sur le mid-market de 25% en valeur (moins bonne année post covid selon LSEG), les fonds ont accumulé un dry-powder qu'il va falloir déployer dans les prochains mois.

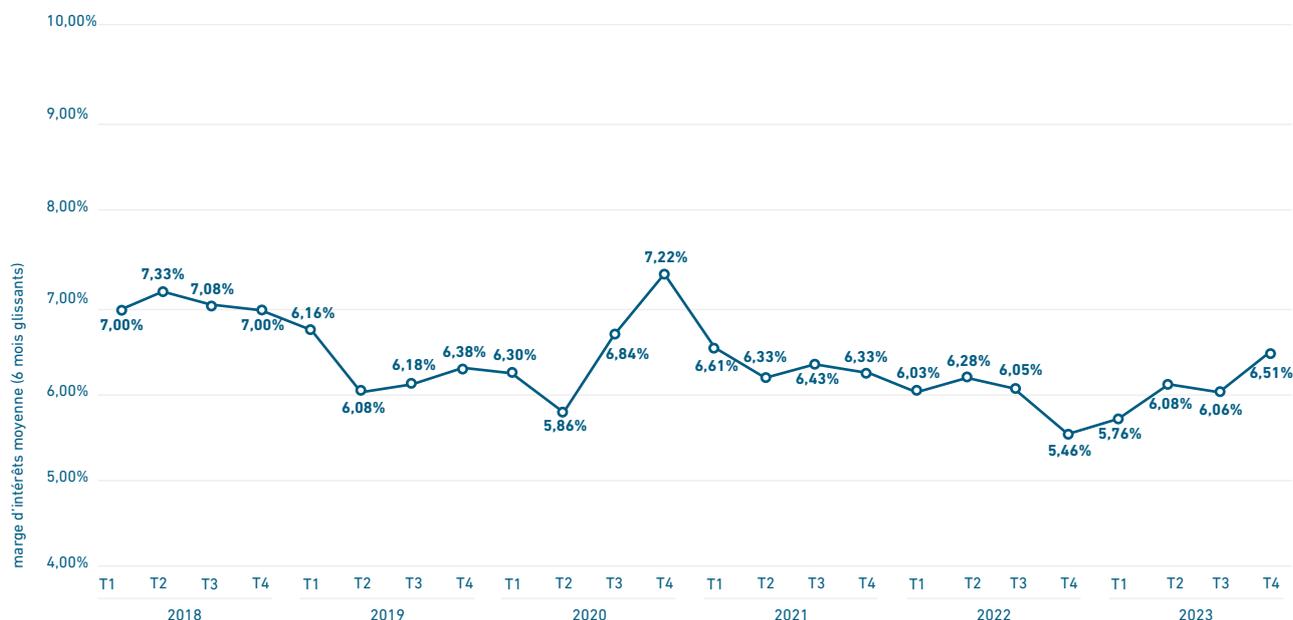
Le dernier trimestre 2023 marquerait alors le début d'une tendance positive qui pourrait se confirmer en 2024 avec une reprise du volume de transactions. Si l'on en croit les deux premiers mois de l'année, les voyants sont au vert avec un effet de rattrapage attendu pour le millésime 2024.

## COMPOSANTES DE L'INDICE

### Evolution des leviers au closing



### Evolution des spreads au closing



Après être passé succinctement et symboliquement en dessous de la barre des 4,00x, le levier moyen au closing a terminé l'année à 4,14x en moyenne, en cohérence avec la stabilisation des taux et davantage d'optimisme projeté sur l'avenir. Il s'agit là d'un levier prudent afin de maîtriser le service de la dette qui en découle.

La marge moyenne au closing est, quant à elle, repartie à la hausse pour s'établir à 6,51% en moyenne (vs 6,08% au T3 2023). Il est à signaler qu'aucune corrélation ne se dégage clairement entre le montant de la dette et le taux appliqué.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE UNITRANCHE

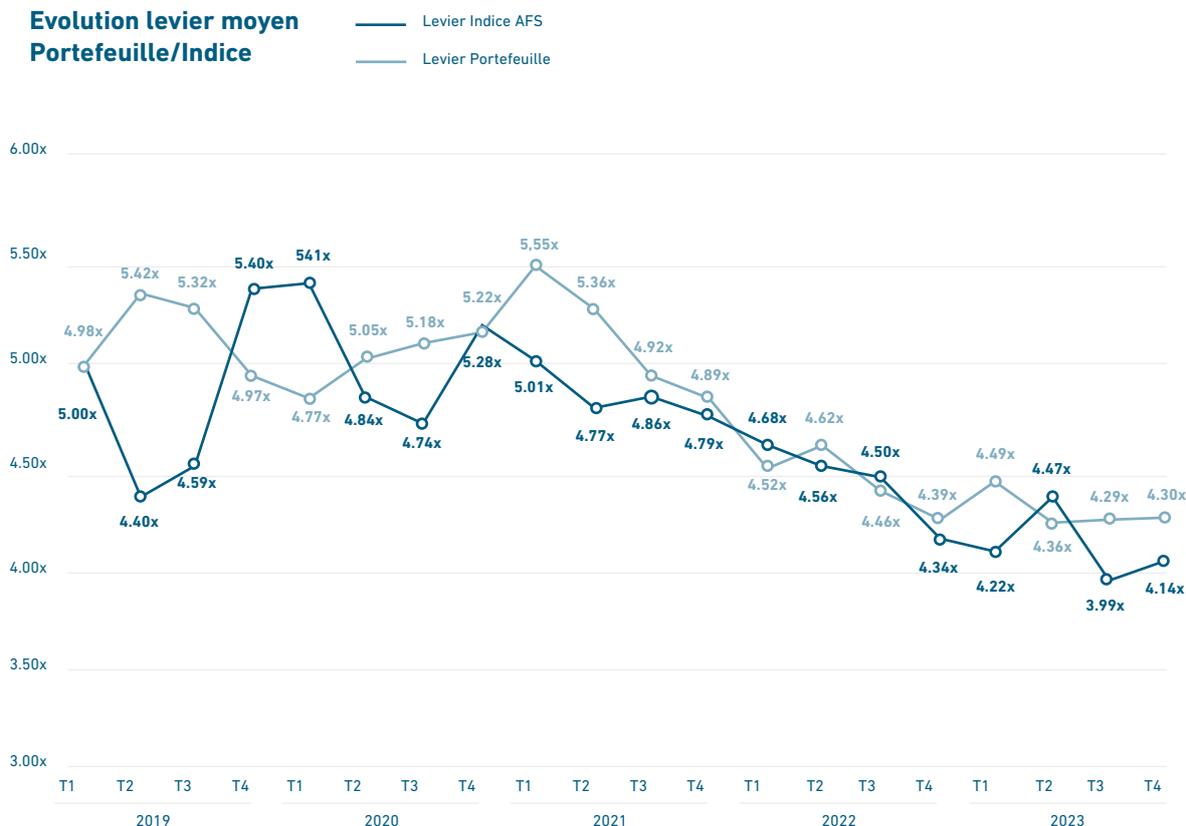
Afin d'approfondir notre analyse, le portefeuille unitranche d'Aether FS a été analysé pour relever les marges et leviers applicables à chaque trimestre pour chacune de ces opérations. Le travail s'est basé sur la réception des certificats de conformité et les marges applicables en lien avec les mécanismes d'augmentation ou de baisse de la marge appliquée en fonction de l'évolution du ratio de levier ou des critères ESG insérés dans la documentation.

La moyenne de ces marges et la moyenne de ces leviers ont permis de faire une comparaison avec les moyennes des leviers et marges constatées au closing qui apparaissent dans l'Indice Unitranche.

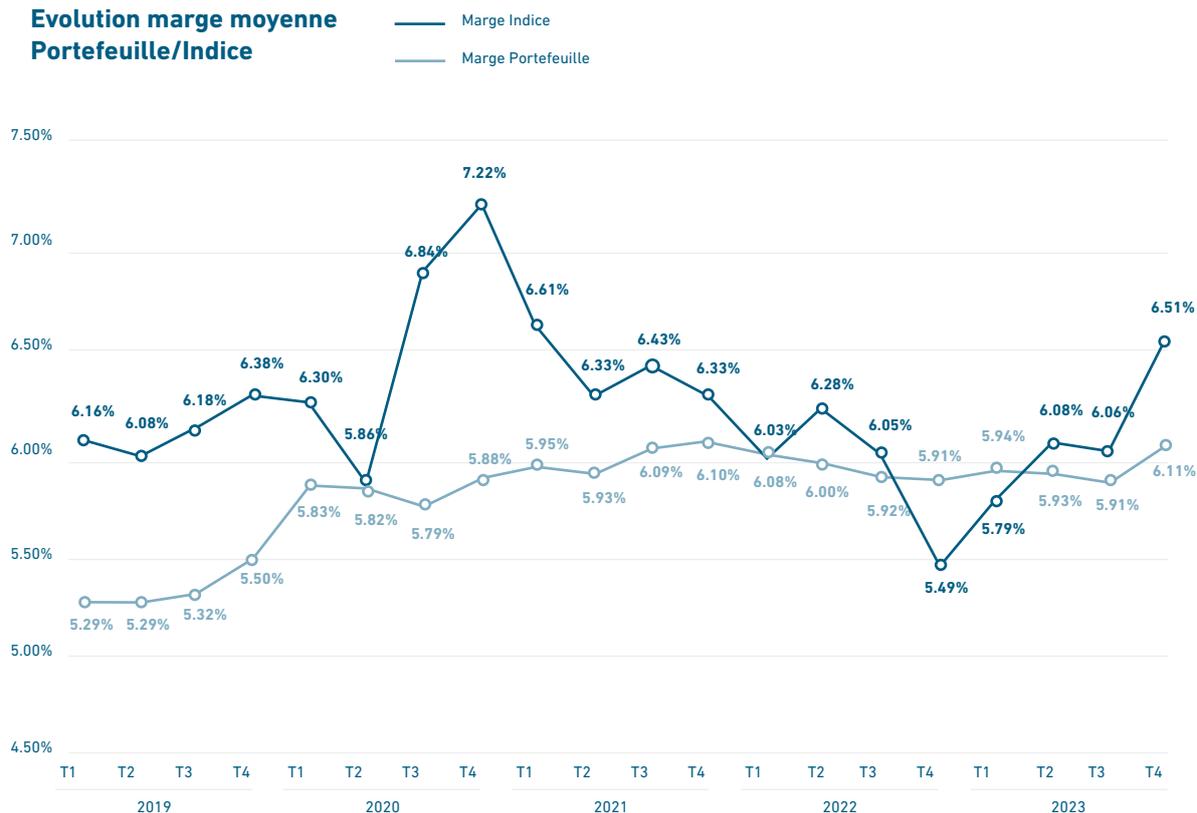
Ce suivi permet de mettre en exergue une résilience de la dette privée au cours de ces dernières années. La crise du Covid a certes fait jouer les leviers à la hausse mais le portefeuille fait ressortir une gestion maîtrisée de la crise avec un désendettement (baisse du levier) constant.

Les deux graphiques ci-dessous montrent respectivement l'évolution des leviers du portefeuille (vs les leviers moyens au closing de l'Indice) et les marges actuelles (vs les marges moyennes au closing de l'Indice).

### Evolution levier moyen Portefeuille/Indice



### Evolution marge moyenne Portefeuille/Indice

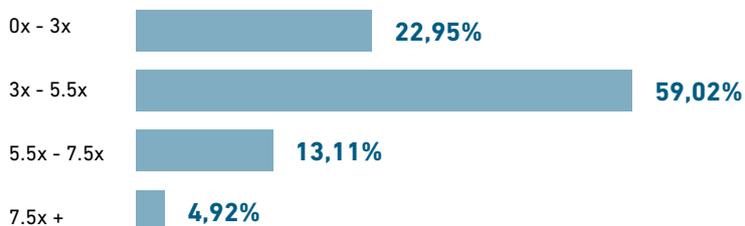


L'évolution des marges du portefeuille sont la conséquence de l'accumulation permanente de nouveaux dossiers et des margin ratchets pratiqués dans les documentations, corrélés à l'évolution des leviers et de l'atteinte ou non des critères ESG.

La crise Covid 19 voit son effet décalé dans le temps dans les leviers, du fait de la composante « Last Twelve Month » avec un pic atteint au T1 2021 à 5,55x.

L'arrêt sur image du T4 2023 présenté ci-dessous montre que seuls 18% du nombre de dossiers en portefeuille extériorisent un levier supérieur à 5,50x, assez loin des idées préconçues.

### Répartition des leviers du portefeuille au T4 2023



## LA GESTION DES FLUX

---

Depuis 2020 et des levées de fonds toujours plus importantes, le nombre d'intervenants dans un financement a fortement augmenté, se traduisant par le nombre croissant de souscripteurs (véhicules gérés par les sociétés de gestion). La gestion du flux dans le cadre des closings et des tirages est donc devenue une problématique non négligeable.

Un closing est une succession d'étapes inscrites dans une mécanique qui doit être bien huilée. La gestion des transferts d'argent est une source de stress pour l'ensemble des parties. Le flux va-t-il partir à temps, va-t-il est bloqué par une banque intermédiaire, des frais vont-ils être prélevés, pourra-t-on passer les flux avant le cut off n'est qu'une liste non exhaustive des questions qui se posent lors de l'exécution d'un virement.

Autant d'interrogations que de sujets qui peuvent gripper la machine d'un closing. S'il est source de stress pour l'ensemble des parties, le gestionnaire du flux n'est pas en reste car il est garant de la bonne exécution du fundsflow sans pouvoir maîtriser toute la chaîne interbancaire.

Il existe néanmoins des moyens de limiter les risques. Faire appel à un seul prestataire pour la gestion de l'ensemble des flux avec l'ensemble des comptes ouverts au sein du même établissement est un moyen de garantir une efficacité accrue lors de la descente de cash des différentes holdings d'acquisition et l'arrivée des fonds de la dette sur le compte pivot. Tous ces flux étant alors internes à la banque, cela garantit leur instantanéité. Ne reste plus que les flux vers l'externe (refinancement de la dette actuelle, paiement des vendeurs et des commissions).

Le remboursement de la dette existante pose la problématique de la mainlevée des nantissements. Doit-on donner mainlevée sur remise des swifts ou sur constatation de l'arrivée des fonds pour chacun des souscripteurs. A nouveau, la mise à disposition d'un compte pivot tenu par un tiers permettrait de ne monitorer l'arrivée d'un seul flux et de lever les nantissements pour le compte des prêteurs refinancés.

Enfin, lorsqu'une devise additionnelle s'invite, la chaîne d'exécution du flux se complexifie avec l'intervention de banques intermédiaires et correspondantes qui peuvent allonger les délais de réception des fonds par les contreparties. De surcroît, les cut off time peuvent varier d'une devise à une autre. Seule la gestion des euros reste relativement simple.

Tout un système complexe qui bénéficie en ce moment d'une cure de jouvence. Le système Target 2 étant en pleine migration ISO 20022 afin d'harmoniser les messages swift et simplifier la gestion des flux. L'avenir dira si la pratique vient confirmer la théorie.

## COMMENT RÉCUPÉRER DU LEVIER PAR L'UTILISATION DU TOGGLE ?

---

Dans un contexte de montée des taux de base sans discontinuité depuis désormais un an et demi, les émetteurs doivent faire face à une gestion quotidienne et extrêmement attentive de leur trésorerie disponible.

Sans pouvoir établir une corrélation entre les émetteurs n'ayant pas contracté de couverture de taux au moment du closing et ceux qui l'ont fait, nous voyons une tendance accrue à l'exercice de cette clause qui compte autant de rédaction que de documentation juridique.

La clause de Toggle est la faculté pour un émetteur de ne pas payer tout ou partie de ses intérêts cash à la fin de la période considérée. Ces intérêts non payés sont alors capitalisés (ajoutés au principal).

Les premières apparitions de ces clauses remontent aux années 2015 mais leur généralisation dans les documentations unitranche s'est opérée au moment de la crise Covid.

Ces mécanismes, très peu utilisés jusqu'en 2022, ont largement été plébiscités depuis le mois de juin 2022.

Rien que sur le premier semestre 2023, 9% de notre portefeuille unitranche pour lequel nous intervenons en tant qu'agent, a exercé sa clause afin de ne pas payer ses intérêts cash.

Les modalités les plus répandues sont les suivantes :

- Pas de possibilité de capitaliser 100% des intérêts cash ;
- PIK premium entre 25 bps et 50 bps ;
- Début de la PIK période rétroactive au début de la période d'intérêt cash en cours ;
- Nombre de possibilités d'exercer la clause de Toggle limité soit (i) dans l'année, soit (ii) au cours de la vie de l'opération.

Néanmoins, certaines clauses plus particulières prévoient la capitalisation par la création de nouvelles obligations ou encore la possibilité d'utiliser plusieurs fois de suite cette faculté.

Compte tenu de l'environnement de taux actuel, des émetteurs ont récemment soumis des demandes d'autorisation pour pouvoir :

- Capitaliser 100% de la marge cash ;
- Capitaliser le taux de référence, soit 100% du montant des intérêts de l'échéance.

Cette option donnée aux émetteurs est très utile dans un contexte d'incertitude au niveau des positions de trésorerie court terme. Il faut néanmoins que les émetteurs n'oublient pas que la double contrepartie est qu'ils ont un premium associé ainsi qu'un principal qui augmente et sur la base duquel les futurs intérêts cash seront calculés.

Le toggle est donc comme le bon vin, indispensable, mais à consommer avec modération.

## MARCHÉ DE LA DETTE PRIVÉE UNITRANCHE ET DES OBLIGATIONS CORPORATE : QUEL PRICING ?

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 milliards d'euros<sup>1</sup> à 2 024 milliards d'euros<sup>2</sup> 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.

### Principales statistiques descriptives / segments dette privée, Euro PP et High-Yield

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

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

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

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

4. Données AFS, Observatoire des Euro PP - CMS Francis Lefebvre Avocats

5. Estimation AFS, Fitch

Le marché de la dette privée a connu une croissance soutenue (+122% entre 2018 et 2022<sup>6</sup>). 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 2022<sup>7</sup>.

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 2022<sup>8</sup>.

### 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 années 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.

### Principales statistiques relatives aux échantillons

	Dettes Unitranche AFS	Dettes Euro PP	Dettes Emissions Obligataires de Marché
Marge moyenne	6,4%	3,1%	2,9%
Levier moyen	4,8x	2,9x	4,0x
Indice moyen	1,4%	1,2%	0,7%
Montant total (M€)	10 756	2 252	48 023
Nombre de deals	149	37	136
Maturité moyenne	7,00	7,34	6,98

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

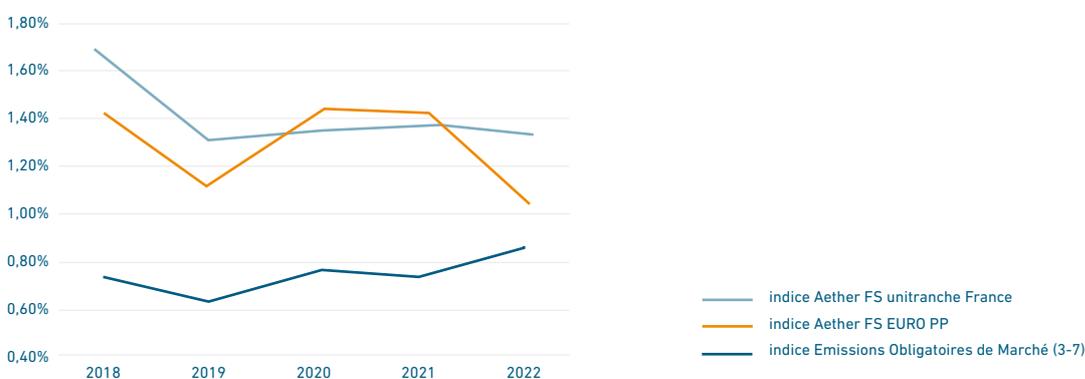
7. Source: Fitch / Issuance European high-yield (HY) issuers

8. Source : indice AFS, rapport Q4 2022

### Comparatif Marge vs Levier selon les échantillons



### Evolution annuelle du ratio Marge/Levier



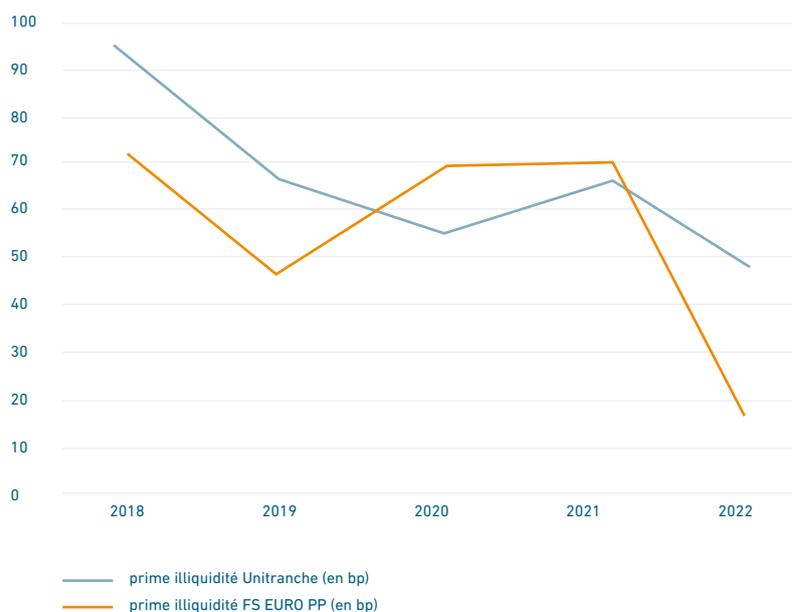
Il ressort que le niveau de marge est positivement corrélé avec le levier, ce qui plaide pour une certaine homogénéité du ratio marge/levier par segment.

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.

### Ecart entre le ratio marge/levier pour les financements sous forme de dette privée Unitranche 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.

## 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](mailto: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](mailto:lfieux@aetherfs.com)) et Axelle Bernard ([abernard@aetherfs.com](mailto: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](mailto:agency@aetherfs.com) / Voie postale : Laurent Fieux, Aether Financial Services, 36 rue de Monceau, 75008 Paris



# INDICE AETHER FS

UNITRANCHE FRANCE

---

[www.aetherfs.com](http://www.aetherfs.com)



FR

36, rue de Monceau - 75008 Paris



UK

28 Queen street - EC4R BB London

**ÆTHER**  
FINANCIAL SERVICES