

L'UNITRANCHE : L'ARME ANTI-CRISE

CLASSEMENT EXCLUSIF DES FONDS DE DETTE

Les acteurs présents en France ont battu tous les records sur le millésime 2021, avec plus de 153 opérations pour 12,8 Md€ déployés, soit plus de 2,6 fois plus qu'en 2020. Découvrez le classement exclusif mené par CFNEWS.

PAR **JEAN-PHILIPPE MAS**

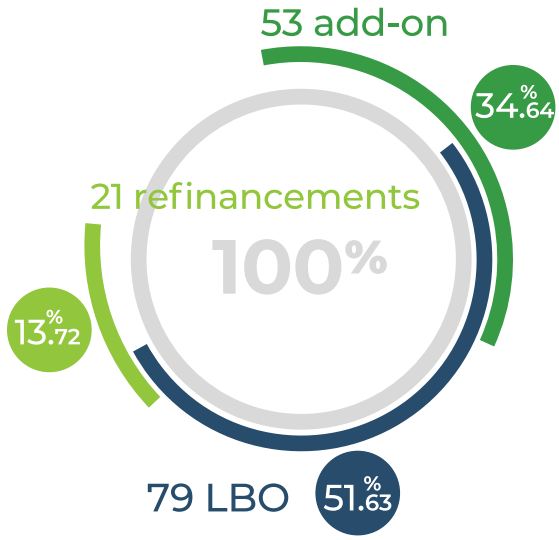
Pour la seconde année consécutive, CFNEWS lève le voile sur son classement des fonds de dette unitranche actifs sur le marché français. Vingt-cinq sociétés de gestion françaises et internationales ont participé au questionnaire (voir méthodologie page 40). Le millésime 2021 peut être caractérisé d'exceptionnel. Le montant agrégé de l'ensemble des financements unitranche s'élève à plus de 12,8 Md€,

© Good Studio Adobe Stock

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

une enveloppe plus de 2,6 fois supérieure à 2020 (près de 4,8 Md€), année marquée par l'émergence de la crise sanitaire. « Les fonds de dette privée gagnent structurellement des parts de marché. Plusieurs raisons à cela : ils ont bien géré la crise du Covid en consentant des *waivers* spécifiques, ils peuvent bénéficier d'une plus grande flexibilité, avoir une plus grande rapidité d'exécution et ne pas être impactés par les sujets macroéconomiques », analyse Alexander Prémont, associé d'Hogan Lovells. 153 transactions à effet de levier sont concernées, plus du double par rapport à 2020. Parmi ces dernières figurent 79 nouvelles opérations, 53 *add-on* et 21 refinancements (voir graphique ci-contre).

LES DIFFÉRENTS TYPES D'OPÉRATIONS RÉALISÉES PAR LES UNITRANCHEURS



Trois anglo-saxons sur le podium

La première place de ce classement 2021 (voir le top 15 page 33) des acteurs de l'unitranche dans l'Hexagone est prise par ICG. Numéro 3 du classement 2020, l'investisseur coté à la Bourse de Londres a bouclé, l'an dernier, quatre transactions pour un montant global de 1,55 Md€. Il a, notamment, structuré une dette unitranche de près de 800 M€ pour Serb, un groupe pharmaceutique dans le portefeuille de Charterhouse Capital Partners dans le cadre de l'acquisition d'une division américaine de Boston Scientific, BTG Specialty Pharmaceuticals pour un montant en numéraire de 800 M$. Il s'agit du financement le plus important recensé dans les données collectées par CFNEWS. Stelliant, le groupe de services et d'expertise en assurance détenu par Naxicap Partners a, lui aussi, choisi le fonds qui cible des opérations *upper-mid cap* pour son refinancement à la fin de l'an dernier. Grégory Fradelizi, associé gérant à la tête de la pratique Midcaps Debt Advisory de Rothschild & Co indique que « tous les voyants étaient au vert l'an dernier avec de bonnes tendances économiques, des volumes d'argent disponibles importants tant au

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022



Sur des process ultra compétitifs et des quantums de dette importants, le pricing peut être revu à la baisse.

ALICE FOUCAULT, MANAGING DIRECTOR, BARINGS.

niveau des fonds *equity* que des fonds de dettes ainsi que des bilans de banque sains, ce qui a entraîné un volume exceptionnel de transactions, en particulier sur les secteurs porteurs notamment santé/tech ». Sur la deuxième marche du podium, se trouve, comme l'an dernier, Barings présent sur 17 transactions pour des montants investis de 1,21 Md€ contre 739,2 Md€ en 2020. Le gérant détenu par la mutuelle américaine MassMutual soutient deux sociétés du portefeuille d'Eurazeo Small-mid buyout. L'investisseur *mid-cap* a préempté Altaïr, le spécialiste nordiste des produits d'entretien de la maison, réalisant plus de 105 M€ de revenus auprès de Motion Equity Partners pour une valorisation supérieure à 200 M€. Quelques mois plus tard, il a pris une participation majoritaire dans Groupe Premium, le spécialiste de la gestion de patrimoine aux côtés de l'historique Montefiore Investment, le valorisant 290 M€. « Ces dernières années, nous assistons à une croissance continue de notre exposition au marché français. L'an dernier, les volumes ont été portés par un rattrapage lié à la crise sanitaire. Cet effet se ressent surtout au niveau des *add-on* réalisés en fonction des opérations de croissance externe réalisées par les sociétés », explique Alice Foucault, *managing director* en charge de la France. Un troisième anglo-saxon, Arcmont Asset Management, complète le podium. Fondé en 2011 par des anciens de Blue Bay Asset Management, le GP spécialisé dans la dette privée a investi légèrement plus de 1 Md€ dans huit transactions, parmi lesquelles quatre nouveaux LBO. Permira l'a sollicité pour financer son entrée en minoritaire dans New Immo Group, la plateforme digitale réunissant plus de 7 000 conseillers indépendants en immobilier, pour une valorisation de 700 M€ faisant ressortir un multiple d'Ebitda de 24.

Des français très actifs

Si ICG domine le classement pour les montants, c'est un investisseur français qui tire son épingle du jeu sur les volumes avec vingt transactions unitranche dont huit LBO et 12 *add-on*. Il s'agit d'Eurazeo, déjà très actif en 2020 et surtout dans le *lower-mid cap*. « La crise sani-

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

CLASSEMENT DES FONDS DE DETTE EN UNITRANCHE SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS EN 2021

1	ICG	1 550 M€ | 4 opérations	2020 vs 2021 : ↑ +2
2	BARINGS	1 210 M€ | 17 opérations	2020 vs 2021 : → =
3	ARCMONT	1 091 M€ | 8 opérations	2020 vs 2021 : ↑ +6
4	GOLDMAN SACHS	960 M€ | 8 opérations	2020 vs 2021 : ↑ +8
5	TIKEHAU CAPITAL	916,8 M€ | 18 opérations	2020 vs 2021 : ↓ -4
6	EURAZEO	800 M€ | 20 opérations	2020 vs 2021 : ↑ +2
7	ARES	747 M€ | 3 opérations	2020 vs 2021 : ↓ -1
8	ARDIAN	673 M€ | 7 opérations	2020 vs 2021 : ↓ -4
9	PERMIRA CREDIT	648 M€ | 5 opérations	2020 vs 2021 : ↑ +4
10	HAYFIN	625 M€ | 5 opérations	2020 vs 2021 : ☺
11	PEMBERTON	590,2 M€ | 9 opérations	2020 vs 2021 : ☺
12	HIG WHITEHORSE	482 M€ | 5 opérations	2020 vs 2021 : ☺
13	BRIDGEPOINT CREDIT	390 M€ | 9 opérations	2020 vs 2021 : ↓ -2
14	CAPZA	387 M€ | 5 opérations	2020 vs 2021 : ↓ -9
15	BLACKROCK	350 M€ | 2 opérations	2020 vs 2021 : ↓ -8

☺ *Nouveaux entrants*

Voir l'intégralité du tableau en cliquant ici

Source : sociétés / CFNews

taire a accéléré le mouvement d'adoption du produit unitranche en France et dans d'autres pays européens. Les fonds de dette privée sont désormais plus visibles, en particulier dans un contexte où les banques peuvent rester en retrait dans les financements structurés », précise Nicolas Nédélec, l'un de ses *managing directors*. Sixième en volume avec 800 M€, le fonds peut démarrer avec un ticket d'environ 10 M€, comme lors de l'entrée de Bridgepoint Development Capital dans l'éditeur de jeux-vidéo Plug in Digital, et s'exposer à hauteur de plusieurs centaines de millions d'euros au fil des *add-on* comme avec Acolad, le leader français de la traduction soutenu par Qualium Investissement. Un autre GP français figure parmi les trois fonds de dette unitranche les plus actifs en France l'an dernier. *Leader* en 2020,

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

L'ESG, UNE PRATIQUE DE MARCHÉ DANS L'UNITRANCHE

Encore au stade de l'initiative l'an dernier, un mécanisme est en train de devenir obligatoire dans la documentation des prêts unitranche : le *ratchet* ESG. Ce dernier permet de faire évoluer la marge du prêt en fonction de l'atteinte annuelle de critères extra-financiers. « Les *ratchets* ESG dans l'unitranche deviennent monnaie-courante pour les fonds de dette sous l'impulsion de leurs LP's. Chaque acteur possède ses propres critères selon la cible. De 1 à 3 critères sont inclus avec, à la clé, une réduction de la marge globale autour de 10 points de base. Les malus en cas de non atteinte sont généralement exclus pour le moment », indique Alexander Prémont. Nicolas Nédélec confirme : « Au sein de l'équipe Private Debt d'Eurazeo en lien avec l'équipe ESG, nous avons mis un point une liste de 10 critères globaux auxquels peuvent s'ajouter des critères spécifiques à la société. A l'issue d'une discussion avec le *management* et le fonds *equity*, nous intégrons 4 critères qui permettront de faire baisser la marge du crédit entre 10 et 20 points de base ». Pour amplifier ce mouvement, les fonds de dette mais également les fonds *equity* se dotent de compétences en interne. Des investisseurs *mid-cap* tels qu'Apax Partners, Andera Partners et Siparex comptent un *Chief Sustainability Officer* pour traiter uniquement ces sujets tant sur leurs nouveaux investissements que sur leurs sociétés en portefeuille.



> *La crise sanitaire a accéléré le mouvement d'adoption du produit unitranche en France et dans d'autres pays européens.*
>
> **NICOLAS NÉDÉLEC, MANAGING DIRECTOR, EURAZEO.**

Tikehau Capital a accompagné 18 sociétés françaises lui permettant de déployer 916,8 M€. « L'année 2021 marque un record en termes de déploiement pour les fonds unitranche grâce à trois facteurs : un effet portefeuille car les portefeuilles des fonds de dette commencent à être diversifiés sur des transactions qui font l'objet de nouvelles transactions, le retrait des banques sur le *mid-cap* et la puissance de feu croissante des fonds de dette », analyse Cécile Mayer-Lévi, directrice de l'activité dette privée de Tikehau Capital. La société

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

CAPZA

CAPZA[1] est la plateforme d'investissement privé dédiée aux PME et ETI européennes. Sa plateforme unique de 6 stratégies lui permet d'accompagner les entreprises sur le long terme et à tous les stades de leur développement en leur apportant des solutions de financement flexibles (capital majoritaire, capital minoritaire, dette subordonnée, dette senior, etc.).

6,5 Mds€
d'encours[2]

+270
investissements depuis 2004[3]

100
professionnels au sein du Groupe

+110
entreprises en portefeuille[3]

6
stratégies
- Flex Equity
- Flex Equity Mid-Market
- Growth Tech
- Private Debt
- Artemid[4]
- Transition[5]

5
pays
- France
- Allemagne
- Espagne
- Italie
- Pays-Bas[6]

A+
Notation PRI



[1]CAPZA est la dénomination commerciale d'Atalante SAS, société de gestion de portefeuille agréée le 29/11/2004 sous le numéro GP-04000065 par l'Autorité des marchés financiers (AMF). [2]dont des actifs conseillés par Artemid SAS et gérés par un tiers. Valorisations au 31/12/2021 intégrant également les levées de fonds au 11/05/2022. [3]au 15/03/2022, incluant les fonds conseillés par Artemid SAS. [4]Artemid SAS a le statut de conseiller en investissements financiers (CIF en France) et est enregistrée à l'Orias sous le numéro 14003497 depuis le 28/05/2014. [5]CAPZA Transition SAS a le statut de conseiller en investissement financier (CIF en France) et est enregistrée à l'Orias sous le numéro 18001601 depuis le 23/03/2018. [6]Sous réserve de l'approbation des Autorités Réglementaires.



Dans un contexte tendu, les fonds de dette unitranche sont moins sensibles aux risques exogènes liés aux évènements géopolitiques.

CÉCILE MAYER-LÉVI, DIRECTRICE DE L'ACTIVITÉ DETTE PRIVÉE, TIKEHAU CAPITAL.

d'investissement cotée sur le compartiment A d'Euronext à Paris est l'un des seuls acteurs figurant dans le classement à initier quasiment trois fois plus de transactions liées à de nouvelles sociétés que d'*add-on* et de refinancements. Son portefeuille compte, désormais, Jimmy Fairly, la marque de lunettes positionnée sur le luxe accessible, détenue par HLD et Carso, le laboratoire lyonnais d'analyses dans le portefeuille d'Archimed. Le millésime 2022 sera-t-il aussi exceptionnel ? Rien n'est moins sûr à cause de la dégradation du contexte géopolitique marquée par l'entrée en guerre de la Russie contre l'Ukraine. Ces événements ont entraîné la quasi-fermeture du marché de la *syndication* et l'arrêt complet du marché *high-yield*. Une opportunité pour les fonds de dette ? « Dans un contexte tendu, les fonds de dette unitranche sont moins sensibles aux risques exogènes liés aux évènements géopolitiques. Les fonds de *private equity* pourraient donc se tourner vers eux pour des transactions *upper-mid* et *large cap,* même pour des tailles de plusieurs centaines de millions d'euros, alors qu'auparavant le TLB régnait en maître sur cette typologie d'opérations », précise Cécile Mayer-Lévi.

Un pricing à la baisse, des leviers en hausse

Le volume de transactions initiées en 2021 impacte les conditions de financement et, en particulier, le *pricing* de la dette. « Dans un contexte de concurrence exacerbée due à des fonds levés d'une taille de plus en plus importante et à l'émergence de nouveaux acteurs de la dette privée, les *pricing* sur les montages unitranche descendent fréquemment en dessous de 6 %. Sur les actifs *prime*, le chiffre peut même descendre jusqu'à 5,5 % », estime Paul Lombard, associé de Willkie Farr & Gallagher qui est intervenu comme conseil de Barings sur Altaïr et d'Eurazeo Small-mid buyout sur Groupe Premium. Constat partagé par Laurence de Rosa-

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

EURAZEO

140 ANS D'HISTOIRE



Bureaux dédiés à l'investissement

Bureaux dédiés au développement

360 COLLABORATEURS

12 BUREAUX

25 NATIONALITÉS

Eurazeo est un groupe d'investissement mondial de premier plan, qui gère 32 milliards d'euros d'actifs diversifiés dont 22,3 milliards pour compte de tiers investis dans un portefeuille de 530 entreprises. Fort de son expertise dans le Private Equity, la dette privée et les actifs immobiliers et infrastructures, le Groupe accompagne les entreprises de toute taille, mettant au service de leur développement l'engagement de ses 360 collaborateurs, sa profonde expertise sectorielle, son accès privilégié aux marchés mondiaux, ainsi que son approche responsable de la création de valeur fondée sur la croissance. Son actionnariat institutionnel et familial, sa structure financière solide sans endettement structurel et son horizon d'investissement flexible lui permettent d'accompagner les entreprises dans la durée.

> *Les fonds d'investissement qui remportent des enchères sur des actifs disputés et qui choisissent l'unitranche peuvent bénéficier d'un effet de taille sur les pricing et les conditions documentaires.*
>
> LAURENCE DE ROSAMEL, MANAGING PARTNER EN CHARGE DU DEBT ADVISORY, CLEARWATER INTERNATIONAL.

mel, *managing partner* en charge du *debt advisory* chez Clearwater International : « Les fonds d'investissement qui remportent des enchères sur des actifs disputés et qui choisissent l'unitranche peuvent bénéficier d'un effet de taille sur les *pricing* et les conditions documentaires. Plus la taille des *deals* augmente, plus la liquidité est forte et à des conditions optimisées. » Alice Foucault précise : « Sur des *process* ultra compétitifs et des quantums de dette importants, le *pricing* peut être revu à la baisse ». Les valorisations qui ont atteint des sommets en 2021 ont eu pour corollaire l'augmentation des niveaux de levier des opérations. « Les leviers des LBO structurés en 2021 repartent à la hausse en raison de l'abondance de liquidités, la performance économique des sociétés et les valorisations en forte hausse. Ces niveaux de leviers sont aussi liés à des structures de financements beaucoup plus *in fine* qu'avant la crise de 2008 », explique Grégory Fradelizi, conseil financement lors de l'acquisition par IK Partners de Batisanté, le spécialiste de la protection du bâtiment et de ses occupants auprès de LGT Capital Partners dans le cadre d'un quatrième LBO financé par une unitranche de Barings et Hayfin. La documentation juridique liée à un financement fait l'objet de négociations entre les différentes parties prenantes. Sur le *small* et *mid cap*, il existe un

LE FINANCEMENT ARR, UNE DETTE DÉDIÉE À LA TECH

Récemment, les fonds de dette privée ont ajouté une corde à leur arc en adressant les sociétés du secteur technologique ne générant pas d'Ebitda ou avec un Ebitda très faible. Les financements classiques s'appuyant sur un effet de levier lié à l'Ebitda, il leur était impossible jusqu'alors de mettre en place des montages à effet de levier. C'est là qu'intervient le financement ARR *(Annual Recurring Revenue)* axé sur le revenu annuel récurrent. « Sur ce type de société, l'Ebitda n'est pas toujours une bonne valeur de référence. Ces financements s'appuient sur un multiple d'ARR, plus propice aux entreprises technologiques le plus souvent en très forte croissance », analyse Alexander Prémont,

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

associé d'Hogan Lovells qui a conseillé la mise en place d'un financement ARR par Tikehau Capital sur +Simple, la fintech marseillaise à l'occasion de l'entrée en minoritaire de KKR. L'associé ajoute, « les fonds regardent avec attention la trésorerie de ces sociétés avec, à la clé, un test de liquidité minimale couplé à un ratio de levier sur une base ARR. Par ailleurs, dès lors que l'entreprise va générer un Ebitda récurrent, le montage prévoit un transfert *flip* vers un financement avec un nouveau test calculé sur l'Ebitda ». Deux autres financements ARR sont intervenus entre l'an dernier et cette année : Praxedo, l'éditeur de logiciel Saas de *field service management* s'est tourné vers l'équipe *private debt* d'Eurazeo et Bpifrance pour financer l'arrivée de MBO & Co en qualité d'actionnaire minoritaire tandis que Barings a apporté ce type de dette à l'occasion du premier LBO de Dilitrust, l'éditeur d'une suite logicielle pour les directions juridiques, aux côtés de Cathay Capital, Eurazeo Small-mid buyout et Sagard NewGen. « Le *pricing* de ces financements ARR oscille entre 8 et 12 % dans un contexte de marché avec de l'appétit », dispose Cécile Mayer-Lévi chez Tikehau Capital. Et Alice Foucault, *managing director* de Barings de conclure : « Dans un souci d'améliorer notre rendement potentiel, nous pouvons être amenés à prendre un ticket d'*equity* très minoritaire dans les montages ».


ALEXANDER PRÉMONT, ASSOCIÉ, HOGAN LOVELLS.

point qui est quasiment systématiquement intégré, le covenant lié au ratio de levier. « Dans le *small* et *mid cap* français, le sponsor et le fonds de dette s'accordent en général sur un seul et unique covenant de levier. Les autres covenants, notamment le ratio de couverture du service de la dette ou les restrictions sur les dépenses d'investissement (capex), ont quasiment disparu », expose Thomas Binet, associé chez Willkie Farr & Gallagher.

L'arrivée du cov-lite

Cependant, deux transactions sur le *upper-mid cap* dans l'Hexagone ont amené un nouveau type d'unitranche, le *cov-lite* (sans covenant) qui était jusque-là réservé au *Term Loan B* dans le *large cap*. Quatrième du classement 2021, Goldman Sachs Private Capital a financé de cette manière la prise de participation minoritaire de l'américain Insight Partners chez iad, le réseau immobilier entièrement en ligne, pour un multiple de 24 fois et le

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

> *L'unitranche bénéficie d'une flexibilité importante et est donc très pertinente pour le développement de stratégies de buy and build menées par des fonds.*
>
> **GRÉGORY FRADELIZI, ASSOCIÉ GÉRANT, ROTHSCHILD & CO.**



rachat d'HTL Biotechnology, le fabricant breton d'acide hyaluronique par Montagu, allié à Partners Group, pour une valorisation supérieure à 1,2 Md€. « L'arrivée des montages unitranche *cov-lite* participe d'un phénomène plus global de ruissellement des tendances de financement *large cap* sur le *mid cap*. Il n'est pas exclu que la tendance se propage, mais plutôt sur le marché de l'*upper-mid cap* », rétorque Cécile Mayer-Lévi. Dans un contexte de compétition féroce entre les différents acteurs du financement, des sujets font l'objet d'âpres négociations. « Aujourd'hui, les points centraux de discussions entre le fonds *equity* et le fonds dette regroupent le *headroom* sur le niveau de levier, les définitions financières et la flexibilité liée à la définition d'acquisition autorisée », explique Alice Foucault. Ces questions tournent le plus souvent autour des futures acquisitions. « L'unitranche bénéficie d'une flexibilité importante et est donc très pertinente pour le développement de stratégies de *buy-and-build* menées par des fonds. Les critères de qualification des croissances externes autorisées font partie des points clés des négociations des *term sheet* unitranche », indique Grégory Fradelizi.

MÉTHODOLOGIE :

Les financements en dette unitranche arrangés par un ou plusieurs fonds de dette qui portent sur des sociétés affichant un résultat net positif et dont le siège social est situé en France. Sont exclues les opérations avec des syndicats bancaires, les Term Loan C ainsi que les tirages de ligne capex pour financer des build-up.

À LIRE AUSSI
SUR CFNEWS EN LIGNE

- **HTL Biotechnology prend soin d'un nouveau fonds**
- **+Simple grossit avec un fonds américain**
- **Altaïr en route pour son troisième LBO**
- **New Immo Group s'internationalise en LBO**

© Tous droits réservés CFNEWS - MAGAZINE - Juin 2022

Deloitte.



Debt & Capital Advisory

Une expertise, une équipe dédiée, des solutions sur mesure pour vos financements

Nos domaines d'intervention :
- Financements corporate/ Financements d'acquisitions
- Financements LBO
- Restructurations financières

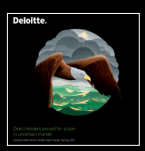
Une présence internationale :
- 220 professionnels localisés dans 31 pays
- La première plateforme européenne dédiée aux financements désintermédiés

Une offre « one-stop-shop » pouvant intégrer plusieurs expertises :
- Fusions/Acquisitions
- Financement immobilier
- Financement de projet
- Modelling

Restructuring	Financement d'acquisitions	Financement corporate	Financement LBO
Amend & Extend bancaire et Asset Back Lending	Unitranche	Crédit syndiqué bancaire et Placement Privé EuroPP	Financement d'acquisition
350m€ *2022*	**105m€** *2022*	**130m€** *2021*	**105m€** *2020*

Alternative Lender Deal Tracker









Contacts

Charles Bédier
Associé Corporate Finance
cbedier@deloitte.fr

Olivier Magnin
Managing Director,
Head of Debt & Capital Advisory
omagnin@deloitte.fr

MAKING AN IMPACT THAT MATTERS since 1845

© 2022 Deloitte SAS - Membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited