



ANALYSE FINANCIÈRE : LE PRÉFINANCEMENT DU CIR

LA SUPPRESSION DE LA TAXE D'HABITATION PRÉSENTE PEU DE RISQUE POUR LES FINANCES LOCALES

LA FIDUCIE : UN MÉCANISME EFFICACE DE PROTECTION DES INVESTISSEURS

L'INTÉGRATION DES EnR POSE DE NOMBREUX DÉFIS POUR LA GESTION DU RÉSEAU DE TRANSPORT D'ÉLECTRICITÉ

ACOFI GESTION ET RES, LE SPÉCIALISTE DES ÉNERGIES RENOUVELABLES, ENTAMENT UNE COLLABORATION FRUCTUEUSE

LA RÉNOVATION LOURDE D'IMMEUBLES OFFRE DES OPPORTUNITÉS DE FINANCEMENT PROMETTEUSES

« **LE NOUVEL ORGANISME DE FINANCEMENT SPÉCIALISÉ (OFS)** DEVIENT LE VÉHICULE DE FINANCEMENT AU SENS LARGE »

— L'ÉDITO

LE CADRE JURIDIQUE DU FINANCEMENT DÉSINTERMÉDIÉ PROFONDÉMENT TRANSFORMÉ

— L'adaptation du cadre juridique de la gestion d'actifs aux besoins du financement désintermédié de l'économie a connu récemment un vrai coup d'accélérateur. L'ordonnance du 4 octobre 2017 sur la « modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette », a notamment élargi le spectre des opérations éligibles aux fonds de financement et créé un nouveau véhicule de gestion collective – l'Organisme de financement spécialisé (OFS) – attendu par les professionnels (lire page 12, l'entretien avec Gilles Saint Marc, avocat associé au cabinet Kramer Levin). Disposant de la capacité d'émettre des parts ou des actions ainsi que des titres de créances (à la différence des FPS), les OFS pourront acquérir, gérer, mais aussi octroyer des prêts. Soumis à la directive AIFM, ils pourront bénéficier du passeport européen pour être distribués dans tous les pays de l'Union européenne. Déjà, le décret du 26 novembre 2016 avait ouvert une première brèche dans le monopole bancaire en permettant à certains Fonds d'investissement alternatifs (FIA) d'octroyer directement des prêts.

Les premiers fonds de prêts sont apparus en France dès 2012. L'introduction dans le Code des assurances en août 2013 d'un régime spécifique pour certains fonds de prêts (les Fonds de prêts à l'économie – FPE) a permis l'ouverture au sein des portefeuilles des entreprises d'assurance, puis des organismes régis par le Code de la mutualité (à partir de décembre 2014), de poches spécifiquement dédiées aux créances représentatives de prêts. Ces institutionnels ont su profiter de cette opportunité de s'exposer à ces actifs de rendement, peu coûteux en charges en capital (SCR), en déléguant à des sociétés de gestion spécialisées le soin d'analyser, d'acquérir et de suivre des créances de natures diverses. Historiquement le marché du « direct lending » se concentrait essentiellement sur les financements d'opérations de LBO. Il irrigue désormais l'ensemble de l'économie.

Les pouvoirs publics français ont su accompagner ce mouvement de désintermédiation en faveur des agents économiques. Par ailleurs, l'ambitieux projet européen d'Union des marchés de capitaux a été l'occasion pour l'UE d'élaborer de nouveaux véhicules d'investissement, afin d'offrir aux investisseurs et aux émetteurs la profondeur du marché unique. Le règlement ELTIF, du 29 avril 2015, a ainsi créé les fonds européens d'investissement à long terme, dont la vocation est d'apporter des financements de longue durée à des projets d'infrastructures, des sociétés non cotées ou des PME cotées. Capables, entre autres, d'octroyer directement des prêts à des entreprises, ils sont commercialisables dans l'ensemble de l'UE. La création, en France, des Organismes de financement spécialisé (OFS) vient parachever cette transformation du paysage et définir un nouvel équilibre entre les banques qui vont continuer à être des acteurs essentiels du financement de l'économie et les investisseurs institutionnels qui y trouvent une source de diversification et de décorrélation de leurs investissements.

La conjugaison d'une moins grande capacité des banques à prêter, à certaines périodes et sur certains segments du crédit, d'un appétit des investisseurs en quête de rendement pour de nouvelles classes d'actifs et du souhait de diversification de leurs sources de financement par les acteurs de l'économie a créé un formidable élan qui devait se traduire dans les textes. C'est désormais chose faite.



crédit : Acofi / Ph.Zamora

Thibault de Saint Priest
Directeur général d'Acofi Gestion

« Le spectre des opérations éligibles aux fonds de financement s'élargit »

La suppression de la taxe d'habitation présente peu de risque pour les finances locales

STANISLAS BOUTMY, RESPONSABLE D'INVESTISSEMENT SECTEUR PUBLIC

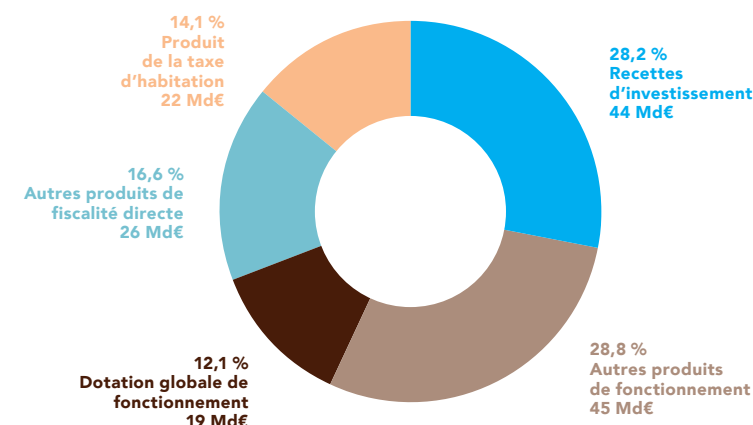
Emmanuel Macron, candidat, avait promis l'exonération de taxe d'habitation pour 80 % de la population. Le projet de loi de finances présenté au Parlement à l'automne dernier met en œuvre la promesse présidentielle. L'exonération du paiement de la taxe d'habitation est progressive sur trois ans. A terme, le gouvernement s'est engagé au remplacement de la taxe d'habitation par une nouvelle ressource pour les collectivités locales.

A la volonté politique d'augmenter le pouvoir d'achat s'est ajouté le constat partagé d'une iniquité, si ce n'est une inefficacité, de cette taxe. En effet, le calcul de la taxe s'appuie sur les valeurs locatives cadastrales, dont les bases ont été fixées dans les années 70 et dont la revalorisation annuelle était plus le fait de la loi que le reflet de la réalité. A ce titre, comme la taxe professionnelle en son temps, cette imposition est appelée à disparaître. Associant autonomie financière et capacité à fixer les taux d'imposition, nombreux sont ceux qui y ont vu une perte de ressource pour les collectivités. Il n'en est rien à court terme. Le cadre légal et constitutionnel garantit l'autonomie financière des collectivités. Ainsi, si le Parlement décide d'exonérer tout

ou partie de la population d'une taxe, c'est l'Etat qui se substituera à elle pour abonder le budget des collectivités. Ces dernières ne verront pas ainsi leurs ressources baisser à ce titre. Si la taxe d'habitation représente 45 % des recettes fiscales du bloc communal (communes et EPCI), elle représente 19 % des produits de fonctionnement et 14 % des produits totaux. La crainte légitime des collectivités est la perte du dynamisme de la ressource : les bases d'imposition sont revalorisées annuellement par le Parlement et le pouvoir de fixer les taux est une garantie de lever sur leurs ressources. La recette fiscale qui viendra la remplacer, que ce soit un impôt de stock ou de flux, une fiscalité partagée avec d'autres niveaux ou territorialisée, n'offrira pas forcément la flexibilité actuelle.

Les collectivités dont le produit de la taxe d'habitation est le plus important sécuriseront la recette. Quant à celles qui avaient décidé de limiter la pression fiscale sur leurs habitants, elles perdront avant tout la possibilité de revenir sur leur choix. Contraintes d'accroître leur autofinancement, les collectivités continueront à améliorer leur pilotage. Rien qui ne mette en péril la qualité de leur signature.

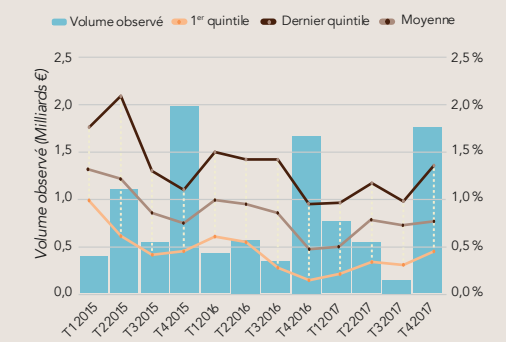
RÉPARTITION DES RECETTES DE FONCTIONNEMENT ET D'INVESTISSEMENT DU BLOC COMMUNAL (EN 2016)



source : Acofi

Le besoin de financement des collectivités devrait croître en 2018

SPREADS SUR EURIBOR 12 MOIS À 7,5 ANS COLLECTIVITES > 100 000 HABITANTS



Les spreads sont exprimés contre le taux de swaps de l'euribor 6 mois à 7,5 ans. Ils sont réunis en deux ensembles, les collectivités de plus de 100 000 habitants d'une part, (représentés dans le graphique ci-dessus) les plus petites d'autre part.

Depuis 2015, le spread moyen est passé de 100 points à 75 points au 31/12/2017. Le plancher, un peu supérieur à 20 points, a été atteint au 1^{er} trimestre 2017, lorsque les emprunteurs ont massivement adopté un profil attentiste, propre à l'approche des temps forts électoraux et alors que les taux de swaps avaient débuté un lent mouvement de remontée.

Il existe un écart constant (90-100 points) entre le 1^{er} quintile des spreads les plus bas, les plus favorables aux emprunteurs, et le dernier quintile. De la même façon, s'il existe une différenciation entre les collectivités de plus et moins de 100 000 habitants, elle tend à se réduire. A l'inverse, les quintiles des spreads les plus élevés se démarquent, baissant moins et remontant plus.

2017 s'est révélée une année charnière. Après plusieurs exercices au cours desquels les collectivités ont connu une baisse de leurs dotations, des réorganisations importantes (lois MAPTAM et NOTRe), un fort renouvellement électoral, elles ont accru leur demande de financement au dernier trimestre. A l'approche des prochaines échéances, 2020 pour les municipales, les projets portés par les nouvelles majorités arrivent à maturité. Le besoin de financement anticipé en 2018 devrait croître, les capacités autonomes de financement de leurs investissements par les collectivités ayant cessé de se redresser.



Analyse financière : cas du préfinancement du Crédit Impôt Recherche

ARNAUD FRASLIN, CFA, RESPONSABLE ANALYSE CRÉDIT ET HUGO THOMAS, ANALYSTE CRÉDIT CORPORATE

Pour lancer le Fonds Predirec Innovation 2020, dont l'objet est de financer des programmes innovants de PME et ETI françaises à travers le préfinancement de leurs créances de Crédit Impôt Recherche (CIR), Acofi Gestion a développé une méthodologie d'analyse financière adaptée aux spécificités de ce mode de financement et à la typologie des entreprises financées.

Predirec Innovation 2020 acquiert des créances de CIR auprès d'entreprises déficitaires ou disposant de déficits fiscaux reportables suffisants pour écarter le risque d'imputation du crédit d'impôt sur leur impôt sur les sociétés (IS). Le Fonds est donc exposé in fine à un risque de crédit sur l'Etat français, sous réserve de diligences satisfaisantes sur deux volets : l'analyse du risque de contestation du montant ou de l'existence de la créance (redressement fiscal) par l'administration fiscale et l'analyse du risque de défaillance de l'entreprise cédante avant déclaration de son CIR auprès de l'administration fiscale. Le risque de contestation de la créance est

couvert par un audit approfondi, réalisé par un expert indépendant externe, de l'éligibilité des projets de R&D, au titre du mécanisme du CIR, et des dépenses de recherche déclarées par l'entreprise. Les créances de CIR acquises par le Fonds correspondent soit à des créances échues, constatées au titre d'un exercice clos pour lequel l'entreprise a déjà déposé sa liasse fiscale et pour lequel le CIR déclaré n'a pas pu être imputé sur son IS, soit à des créances courues (ou en germe), correspondant à des dépenses de recherche engagées au titre de l'exercice en cours et dont le CIR sera déclaré l'année suivante. L'analyse du risque de défaillance avant déclaration du

CIR porte donc uniquement sur les sociétés cédantes de créances courues.

L'analyse financière classique peu applicable
Ce risque de défaillance fait l'objet d'une analyse financière corporate, réalisée par Acofi Gestion, sous un angle spécifique au profil de risque de crédit et à la typologie des entreprises financées. Le cadre d'une analyse crédit « classique » n'est généralement pas applicable. Tout d'abord, le risque de crédit sur l'entreprise cédante d'une créance porte sur un horizon court (jusqu'au dépôt de la liasse fiscale). Ensuite, l'analyse de ratios financiers est généralement non pertinente,

car la majorité des sociétés financées sont jeunes, ont un chiffre d'affaires faible ou quasi inexistant, des marges d'exploitation négatives pendant la phase de recherche et un endettement limité. Enfin, la typologie des entreprises financées (généralement de petite taille et effectuant des travaux de recherche sur des produits de niche) rend l'analyse de leur business model particulièrement ardue. Pour ce type d'entreprises dont le chiffre d'affaires est faible, les possibilités de financement « classiques » (crédit bancaire, affacturage, crédit-bail, etc.) sont limitées. Les augmentations de capital, subventions et aides diverses jouent ainsi un rôle primordial dans le financement de leur activité.

220 entreprises financées
183 M€ déployés

par le Fonds Predirec Innovation 2020

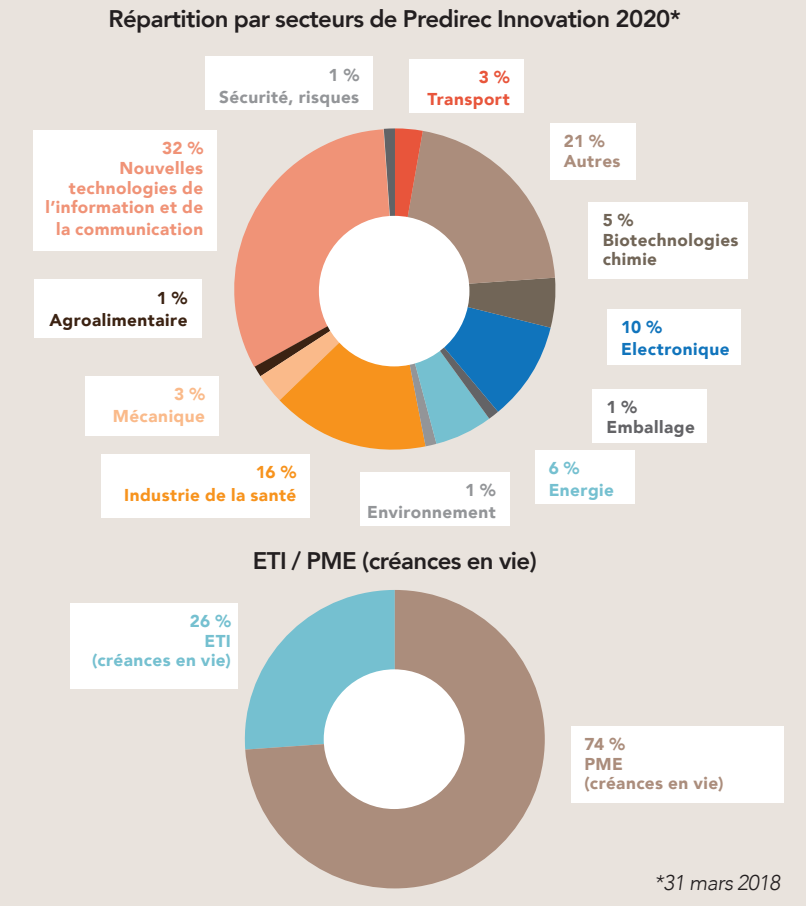
Une méthodologie adaptée
En conséquence, la méthodologie d'analyse financière développée par Acofi Gestion accorde une importance particulière aux prévisions de trésorerie à court-terme, à la qualité de l'équipe de direction, au soutien actionnarial et à la transparence de l'information financière. Les prévisions de trésorerie, sur une base mensuelle ou trimestrielle, font l'objet d'une étude fine, distinguant les ressources de trésorerie « sécurisées » (liquidités disponibles, lignes de crédit confirmées, chiffre d'affaires contracté, etc.) des ressources « non sécurisées » (levée de fonds non confirmée, subventions dont les conditions d'obtention ne sont pas remplies, etc.). La qualité de l'équipe de direction est évaluée par rapport au niveau d'expérience des principaux dirigeants, à leur alignement financier avec les intérêts à long-terme de l'entreprise et à la répartition des postes-clés. Le soutien des principaux actionnaires est mesuré au regard de leurs moyens financiers et de leur volonté d'accompagner l'entreprise sur le long-terme (expertise dans le secteur d'activité, implication dans la gouvernance, historique de soutien). Enfin, une attention particulière est portée à la transparence et à la fiabilité de l'information financière, évaluée sur la base de plusieurs critères : certification des comptes, compréhension du périmètre social de l'entreprise, pertinence des réponses aux questions posées par l'analyste crédit. ●

PREDIREC INNOVATION 2020 A FINANCÉ PLUS DE 300 CRÉANCES DE CIR

Lancé en avril 2015, le Fonds Predirec Innovation 2020, dédié au financement du Crédit Impôt Recherche et innovation (CIR), a vu ses opérations s'accélérer depuis fin 2016. Le montant total des créances financées a dépassé 183M€ au 31 mars 2018 pour 340 créances de CIR financées et le Fonds compte ainsi plus de 220 entreprises financées. Les entreprises concernées sont essentiellement des PME et TPE (74% de l'encours du Fonds au 31 mars 2018 correspondait au financement de PME). Les secteurs les plus représentés en portefeuille au 31 mars 2018 sont les NTIC (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication) pour environ un tiers, le secteur de l'Industrie de la Santé pour 16% ou encore l'Electronique pour 10% de l'encours.

Cette bonne dynamique depuis 2016 est largement due à l'accroissement de la notoriété du dispositif de financement du CIR organisé par Neftys et Acofi Gestion, par les développements mis en place pour faciliter le « parcours internet » proposé aux entreprises et à la rapidité de mise à disposition des capitaux. Le Fonds a ainsi su financer plusieurs millésimes de CIR d'une même entreprise dans un délai de 15 jours, incluant le passage en comité d'investissement du Fonds le 14 décembre 2017 et le décaissement au profit de l'entreprise le 29 décembre 2017.

Pour les investisseurs dans le Fonds un processus systématique de recouvrement a été mis en place pour suivre et assurer au mieux le traitement des remboursements avec le Service des Impôts des Entreprises (SIE) et assurer, le cas échéant, un traitement rapide des contentieux.



La fiducie : un mécanisme efficace de protection des investisseurs

DELPHINE ROHON, GÉRANTE - FONDS DE FINANCEMENT CORPORATE

Acofi Gestion met en œuvre, dans certains cas, des prêts garantis par des actifs industriels ou financiers, placés sous le contrôle d'un fiduciaire.

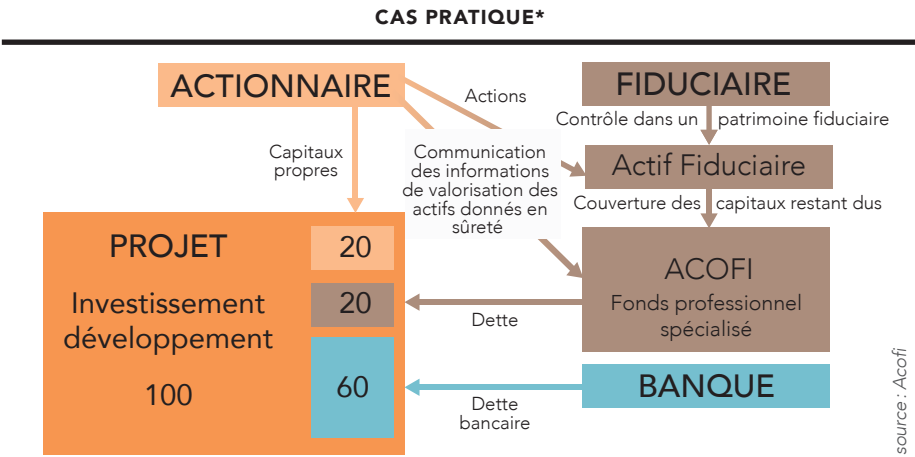
Le mécanisme de la fiducie a été introduit en droit français par la loi du 19 février 2007. L'article 2011 du Code Civil dispose qu'elle est « l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenants séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires ».

Un patrimoine fiduciaire suffisant pour couvrir le prêt

Concrètement, dans les opérations structurées par Acofi Gestion, cela signifie que l'entreprise « emprunteuse » (le constituant) transfère des biens (actifs) dans un patrimoine fiduciaire à titre de garantie et dont la valeur économique est suffisante pour couvrir le prêt effectué par les fonds gérés par Acofi Gestion. Par la constitution de ce patrimoine fiduciaire, le créancier bénéficiaire de la fiducie se trouve ainsi protégé tant des actions des créanciers du fiduciaire que de celles des créanciers de l'emprunteur-constituant.

Un transfert d'actifs opposable aux tiers en cas de procédure collective

Dès lors que les engagements nés du contrat de prêt sont respectés par le débiteur, cette opération n'a que peu d'impact à caractère comptable ou fiscal pour l'emprunteur et le créancier. En cas de défaut de paiement de l'emprunteur, le fiduciaire exerce les clauses prévues au contrat à l'origine, jusqu'à



*Exemple d'un prêt pour le développement d'un point de vente, garanti par des actions de l'emprunteur remises en fiducie par l'actionnaire.

appréhender les actifs donnés en garantie par le prêteur. En cas d'ouverture d'une procédure collective, les actifs placés dans le patrimoine fiduciaire ont déjà été isolés. Les actifs deviennent alors propriété des prêteurs. Ce transfert est opposable aux tiers, tant créanciers chirographaires que privilégiés et super privilégiés (salariés, organismes de protection sociale, etc.).

Pas de dépendance à un éventuel plan de continuation

Le fiduciaire organise alors la liquidation du patrimoine fiduciaire (cession des actifs donnés en sûreté). La recette de la liquidation vient solder le passif de la fiducie (honoraires du fiduciaire, etc.) et les dettes (capital et intérêts) du débiteur. Enfin, le boni de liquidation éventuel revient au

constituant. Les créanciers bénéficiant de la sûreté ne souffrent alors uniquement que du temps de la liquidation des actifs, et ne sont plus dépendants d'un plan de continuation éventuel pouvant prévoir le remboursement des dettes de l'entreprise défaillante sur 10 ans, durée maximum d'un plan d'apurement du passif en cas d'obtention d'un plan de continuation par l'entreprise défaillante. Egalement, les actifs placés en fiducie ne peuvent être inclus dans le périmètre d'un éventuel plan de cession.

Des outils de monitoring de la valeur du patrimoine fiduciaire

L'efficacité de cet outil de garantie des engagements justifie l'attention qu'il convient d'accorder à la juste valorisation des actifs pris en sûreté et à l'organisation de la fiducie, de sorte qu'elle ne puisse être requalifiée en cas de procédure collective affectant la contrepartie. Il est également indispensable de mettre en place des outils de monitoring de la valeur du patrimoine fiduciaire et de veiller à la capacité du fiduciaire à appréhender les actifs donnés en garantie pour recouvrer les sommes dues au prêteur et in fine aux investisseurs.

La fiducie, inspirée de la technique du « trust » dans les pays anglo-saxons, est un outil puissant de sécurisation des engagements d'un débiteur. ●

FIDUCIE « GESTION » ET FIDUCIE « SÛRETÉ »

Il convient de distinguer la fiducie « gestion » de la fiducie « sûreté ». La fiducie « gestion » consiste en la capacité à fixer des règles précises en cas de survenance d'un évènement et nous permet de nous assurer de la bonne gestion des actifs placés en fiducie. Pour sa part, la fiducie « sûreté » consiste en la sortie d'un actif du patrimoine de l'entreprise et permet, lorsque les conditions prévues dans le contrat de fiducie sont réunies, l'exécution immédiate de la sûreté sans l'intervention d'un juge. La combinaison des deux types de fiducie permet une mise en jeu des garanties efficace et protectrice en cas de non-respect des obligations nées du contrat de prêt par l'emprunteur.



Acofi dépasse le milliard d'euros d'encours en prêts immobiliers

Acofi Gestion a bouclé en novembre 2017 le programme d'investissement de son 4ème fonds de prêts immobiliers : LF Predirec Immo 4 à travers 12 créances dans 7 pays européens, avec un ratio de levier (loan to value) moyen pondéré de 57% et une marge brute sur Euribor de 230 bp, mieux qu'initialement prévu. Avec le réinvestissement de remboursements anticipés, il aura déployé plus de 500 M€ en 24 mois. Ce portefeuille de prêts est adossé à différentes typologies d'actifs immobiliers, principalement des bureaux, du commerce ou de l'hôtellerie. Dans son sillage, Acofi Gestion a lancé son 5ème fonds de prêts immobiliers : LF Predirec Immo 5, avec un encours visé de 600 M€. Pour ce fonds, Acofi met en place un pilotage et des outils de gestion du risque de valorisation des actifs sous-jacents et limitera créance par créance le ratio de levier à 65%. Les encours de la société de gestion sur cette classe d'actifs dépassent désormais le milliard d'Euros.

Acofi Gestion devient partenaire de la plateforme Medef Accélérateur d'Investissement

Lancée en octobre 2017, la plateforme Medef Accélérateur d'Investissement permet de mettre en relation les PME et les ETI avec des organismes financiers partenaires, susceptibles d'apporter des financements de longue durée adaptés à leurs besoins de croissance comme les fonds propres ou les prêts obligataires. Une sélection de 22 fonds est référencée. Au total, plus d'un milliard d'euros est mobilisé sur toute la France, tous secteurs d'activité confondus. Acofi, désormais partenaire de cette plateforme, a fait, depuis plusieurs années, du financement spécialisé des entreprises l'un de ses domaines d'expertise à travers en particulier Predirec Innovation 2020, dédié au pré-financement du Crédit Impôt Recherche, ou Predirec Leasing Stratégique, spécialisé dans le leasing d'équipements industriels stratégiques.

Le Fonds Transition Energétique France acquiert un parc solaire de 12 MW

RES, un des leaders mondiaux dans le domaine du développement de projets d'énergies renouvelables, qui a réalisé le développement et la construction de ce parc solaire en opération situé dans le département de l'Aude, en assurera également l'exploitation. Ce parc de 12 MW produira chaque année 17,5 GWh d'énergie verte soit la consommation de plus de 3 500 foyers et permettra d'éviter ainsi l'émission de 10 900 tonnes de CO2 par an. Cette acquisition est effectuée pour le compte du fonds Transition Energétique France, qui investit dans des sociétés de production d'électricité d'origine photovoltaïque, et minoritairement éolienne, situées en France métropolitaine. Il détient désormais plus de 165 MW d'actifs solaires et éoliens en opération.

Un nouveau fonds de prêts collatéralisés dédié aux PME et ETI

Acofi lance le Fonds Predirec ABL-2, successeur du Fonds Predirec Leasing Stratégique, pour proposer aux investisseurs institutionnels un fonds de prêts collatéralisés destiné au financement des PME et ETI. Les prêts, d'une durée de vie moyenne de 6 ans, sont toujours dimensionnés en fonction d'un actif mis en collatéral, principalement déterminé, valorisable et re-commercialisable le cas échéant. Le Fonds est lancé avec 45M€ d'engagements et vise un rendement net des frais de 4%.

La Banque Européenne d'investissement investit 50 M€ dans le fonds Predirec EnR 2030

Predirec EnR 2030, fonds de prêts obligataires de 200 M€, est dédié au financement, via des prêts allant de 5 à 15 ans, des développeurs, industriels et opérateurs d'énergies renouvelables en Europe. L'investissement de 50 M€ dans le Fonds Predirec EnR 2030 a été réalisé dans le cadre du Plan d'Investissement pour l'Europe, ou « Plan Juncker », qui permet en raison de la garantie européenne une prise de risque plus importante de la part de la BEI. Labellisé TEEC (Transition Énergétique et Écologique pour le Climat) dès la création du Label, le Fonds produit un indicateur environnemental quantifié : à fin 2017, les actifs financés représentent un équivalent de 146 640 tonnes de CO2 évitées et la consommation annuelle d'électricité de 50 000 foyers.

Secteur public : augmentation des encours confiés dans un fonds dédié

Le Fonds HAV Filo 2, géré pour un seul investisseur institutionnel et dédié au financement du secteur public français, achève au printemps 2018 l'investissement d'un complément de souscription portant son encours de 80 M€ à 130 M€. D'une durée de 30 ans, il a pour objectif de permettre l'adossement des passifs longs de son investisseur, en offrant une rémunération supérieure à l'OAT de référence avec au 31 mars 2018 un SCR crédit de 1,5%, une durée de vie moyenne de 7,8 ans et un spread net supérieur de 100 points à l'OAT de référence.

L'intégration des EnR pose de nombreux défis pour la gestion du réseau de transport d'électricité

CLAIRE BRICKLEY, ASSISTANT GÉRANT - INFRASTRUCTURES

Le renforcement du réseau (intégration des EnR au réseau et optimisation des flux) est un point aussi fondamental que le développement des EnR lui-même.

Dans le sillage du paquet énergie-climat 2020 européen, la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte fixe notamment un objectif de 32 % de la consommation finale d'électricité en France devant provenir des EnR d'ici 2030. A la fin du troisième trimestre 2017, la puissance du parc EnR en France s'élève à 47,5 GW et permet de couvrir 17,9 % de l'électricité consommée sur une année. Fin 2016, les EnR représentaient plus de 19 % des capacités de production d'électricité. La part du nucléaire et des énergies fossiles est en constante diminution. L'intégration des EnR est indispensable au bon développement du secteur de l'énergie, mais pose plusieurs défis pour la gestion du réseau afin de maintenir un accès à une alimentation électrique sûre, économique et de qualité. Comment est-il prévu de gérer ces nombreuses installations nouvelles, de typologies différentes, de taille différente, inégalement réparties sur le territoire et pouvant produire de manière intermittente ?

Gérer une production électrique variable
La variabilité de la production issue des énergies renouvelables oblige à transformer les modes de gestion du réseau de transport d'électricité. Les technologies les plus matures sont celles du stockage et per-

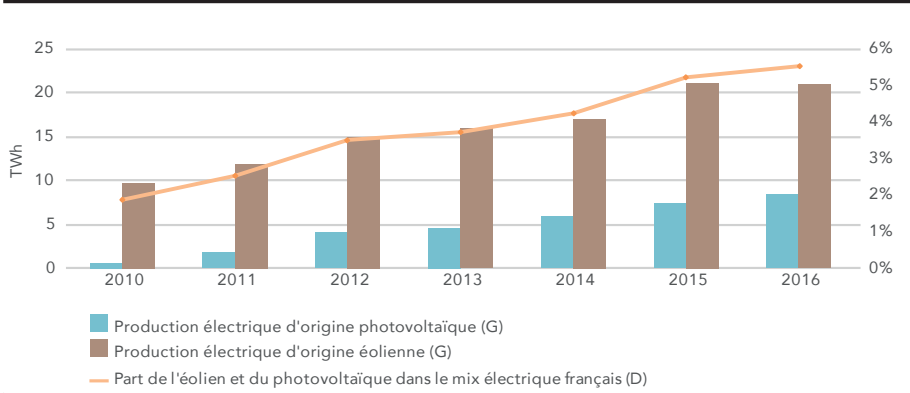
mettent d'injecter l'énergie produite par un site de production en fonction des besoins du réseau. C'est un moyen d'optimiser l'allocation des ressources en fonction de la demande d'électricité. De nombreuses technologies sont aujourd'hui à l'essai en vue d'une implantation à une échelle industrielle, notamment les batteries.

S'adapter à la nouvelle géographie de la production
L'augmentation de la part des énergies renouvelables dans le mix électrique français, conjuguée avec la baisse à venir de la part du nucléaire, va engendrer une nouvelle répartition géographique de la production électrique, dans laquelle les disparités entre les territoires seront fortes. Afin de faciliter le transport de l'électricité, le réseau se devra d'être plus dense et efficient. Le développement des interconnexions européennes est également indispensable à l'intégration des énergies renouvelables. Avec l'essor des EnR, l'ensemble du réseau européen est soumis à une volatilité de la production électrique de plus en plus forte. De nombreuses infrastructures sont en projet (lignes souterraines mais aussi sous-marines) afin d'améliorer le réseau européen. Le développement des interconnexions sous-marines permet notamment de raccor-

der des installations offshore (hydrolien, éolienne offshore). En 2016, les importations françaises d'électricité ont représenté l'équivalent de 1 % de la consommation et les exportations 8 % de la production. La bonne intégration des EnR passe également par l'optimisation du marché de l'électricité. Pour cela, RTE a conçu en 2014 le mécanisme de capacité. Mis en place par le gouvernement français à partir du 1er janvier 2017, le principe est le suivant : les fournisseurs d'électricité doivent disposer de garanties de capacité en lien avec la consommation de pointe de leurs consommateurs. Les fournisseurs peuvent acquérir ces garanties auprès d'exploitants de capacité de production ou d'effacement. Ce mécanisme permet d'écarter les besoins et donc de minimiser les investissements nécessaires.

La solution du futur : les smart grids
Afin de s'adapter aux transformations du secteur énergétique, moderniser le système électrique est devenu une nécessité. Cette modernisation passe par le développement des réseaux intelligents, les « smart grids ». Ces technologies associent (i) des outils permettant la remontée d'information via le réseau électrique à la fois sur la consommation et la production d'électricité, et (ii) des logiciels de supervision. Cette association permet de prendre en compte le comportement des acteurs du réseau et d'y ajuster la production électrique, ce qui améliore l'efficacité du réseau. La combinaison de ces technologies avec les voitures électriques, par exemple, permettra de stocker l'électricité en cas de baisse de la consommation ou au contraire en cas de pic de consommation sur une courte durée d'utiliser les réserves des voitures afin d'équilibrer le réseau. Ces évolutions nous feront passer d'un système où l'équilibrage du réseau était géré par la production électrique vers un nouveau schéma dans lequel l'ajustement portera davantage sur la demande. ●

PRODUCTION ÉLECTRIQUE D'ORIGINE PHOTOVOLTAÏQUE ET ÉOLIENNE EN FRANCE



Acofi Gestion et RES, le spécialiste des énergies renouvelables, entament une collaboration fructueuse

Poursuivant ses investissements dans le domaine des infrastructures d'énergies renouvelables, Acofi Gestion a acquis auprès de RES deux parcs éoliens pour 55 millions d'euros.

En 2017, Acofi Gestion a acquis deux parcs éoliens dans le Puy-de-Dôme (Bois de Bajouze) et dans l'Ain (Monts de l'Ain) pour une puissance totale de 30 MW, auprès du groupe anglo-saxon RES, un des leaders mondiaux des énergies renouvelables, bénéficiant de 35 années d'expérience et présent en France depuis 1999. Cette acquisition, effectuée pour le compte du Fonds Transition Énergétique France (« TEF »), est l'aboutissement d'une collaboration efficace dans un contexte réglementaire en évolution. Ces deux projets avaient été initiés suite à une rencontre entre les équipes de RES et celles d'Acofi au salon Wind Europe organisé en novembre 2015 lors de la COP21. Dans un contexte très concurrentiel, Acofi Gestion est parvenu à obtenir en avril 2016 l'exclusivité pour l'acquisition de deux parcs éoliens auprès de RES, financés avec l'aide de la banque allemande NORD LB.

Un projet soumis aux évolutions du cadre réglementaire
Les projets ont rapidement été contraints par les évolutions du cadre réglementaire. Dès le mois de mai 2016 est paru un décret instaurant une date limite d'achèvement des parcs éoliens sous peine de perte du tarif de rachat d'électricité d'origine renouvelable (Feed-in Tariff). Le délai pour la construction des deux parcs a ainsi été fixé au 29 novembre 2017 et des discussions entre les deux parties ont été ouvertes quant aux garanties apportées sur le calendrier de construction ou en cas de perte du FiT. Au début de l'été 2016 sont également apparues des craintes sur la remise en question du FiT français par la Commission Européenne (CE). Cette dernière souhaitait en effet que la France passe au plus vite d'un système de guichet ouvert à un système d'appels d'offres comme dans les autres pays de l'Union Européenne afin d'accroître la compétitivité de l'éolien. Face à cette incertitude tarifaire, RES et Acofi ont temporairement suspendu le



Parc éolien de Monts de l'Ain

processus de cession. L'avancée des pourparlers avec la CE a permis une reprise des discussions entre Acofi Gestion et RES en octobre 2016 concernant l'acquisition du site du Puy-de-Dôme. L'arrêté tarifaire 2016, paru en décembre, a également permis de confirmer le projet dans l'Ain. Ces suspensions ont tout de même entraîné un retard de 3 mois sur les chantiers.

Une livraison du projet dans les temps
Les projets ont connu une dernière incertitude en juin-juillet 2017 avec la mise en redressement judiciaire de la société Franceole, seul fabricant français de mâts d'éoliennes en acier. Les salariés ont bloqué les sites et paralysé la fin de la construction des mâts. L'acquisition de Bois de Bajouze a pu se faire en juillet, celle de Monts de l'Ain étant repoussée à septembre. Les deux parcs ont été achevés début octobre pour une mise en service fin novembre. Les délais d'achèvement ont donc bien été respectés et les FiT confirmés. Les deux parties sont ressorties enrichies de cette expérience et ont décidé de poursuivre leur collaboration à l'avenir. Un parc solaire RES de 12 MW a également été acquis en octobre et, début 2018, Acofi et RES travaillent ensemble à l'acquisition de plusieurs actifs éoliens. ●

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'OPÉRATION

Investissement
Montant : 55 millions d'euros

Actifs sous-jacents
Puissance totale : 30 MW
(Puy-de-Dôme : 12 MW, Ain : 18 MW)
Production annuelle : 67.500 MWh
Equivalent consommation annuelle : 14.350 foyers
CO₂ évité sur un an : 42.300 tonnes
CA annuel : 6,1 millions d'euros
Durée d'exploitation : 25 ans

RES en quelques chiffres
Plus de **13 GW** de capacité d'énergie renouvelable (éolien et solaire) installée à travers le monde
3ème développeur indépendant sur le marché français avec **700 MW** et plus de 2000 MW en développement
17 millions de personnes alimentées
16 millions de tonnes de CO₂ évitées
CA annuel : 1 milliard d'euros
1 400 salariés dans le monde

La rénovation lourde d'immeubles offre des opportunités de financement prometteuses

Les prêteurs accompagnent les investisseurs, à la recherche de rendements supérieurs à ceux des actifs Core, désormais au plus bas. Une stratégie relativement peu risquée du fait des bons fondamentaux du marché immobilier européen.

CHRISTOPHE MURCIANI, DIRECTEUR DES FONDS - PRÊTS IMMOBILIERS

Alors que la plupart des marchés européens de bureaux ont atteint des taux de capitalisation bien inférieurs au dernier pic constaté il y a plus de 10 ans, les investisseurs qui recherchent de meilleurs rendements se tournent vers les acquisitions en VEFA ou vers les actifs à restructurer. Dans le même temps, la période de bienveillance monétaire pourrait s'achever prochainement. Dans ce contexte, est-il opportun, en matière de financements, de se positionner également sur cette typologie de biens ? Et d'essayer de contredire ces deux lieux communs de l'immobilier : « Un bon immeuble est un immeuble loué » et « Le financement, c'est une affaire de cash flows stabilisés » ? Dans la hiérarchie des stratégies immobilières, les opérations les moins risquées sont désignées sous le terme Core. Ce sont les projets où les trois grands critères de la qualité d'un investissement immobilier sont remplis : un emplacement irréprochable, un état locatif stabilisé, et un bâtiment en excellent état, aux derniers

standards techniques. Viennent ensuite les projets Core+, où l'un des critères est imparfait, généralement un état locatif présentant de la vacance (autour de 25 % des surfaces), ou bien nécessitant quelques travaux d'aménagement (par exemple des services communs dans les plus grands ensembles immobiliers). Suivent les opérations value-add, où deux critères sont sous-optimaux, et enfin les opérations spéculatives, où tous ces critères sont à travailler, en général des constructions neuves sans pré-commercialisation, ou des emplacements éloignés des infrastructures de transport existantes.

Les investisseurs se tournent vers la VEFA et la restructuration

Les rendements des actifs Core se sont extrêmement tassés depuis 2011. Dans la grande majorité des centres d'affaires européens, ils sont désormais inférieurs au plus bas observé en 2007 avant la crise des subprimes (voir graphique p. 10). Pour dégager environ 150 à 200bp de rentabilité

additionnelle, les investisseurs ont accepté de prendre davantage de risque, notamment en investissant en VEFA ou en restructurant lourdement des ensembles existants. Ainsi en Ile-de-France, le volume investi en VEFA au cours des 3 premiers trimestres de 2017 a déjà excédé la moyenne annuelle décennale, sous la pression de volumes unitaires en augmentation constante depuis 2008.

« Le marché locatif est très dynamique dans les principales villes d'Europe »

Qui plus est, la part du blanc dans ces volumes progresse elle aussi régulièrement depuis 5 ans (voir graphique p. 11). Dans ce contexte, les prêteurs qui souhaitent préserver leurs profits lorsque les opérations les plus sécurisées se traitent à moins de



100bp de marge, ont majoritairement accepté d'accompagner le mouvement. Les raisons de cet engouement sont nombreuses et valident la thèse d'un couple rendement-risque très acceptable, y compris dans un contexte de remontée des taux d'intérêt. En premier lieu, le marché locatif est très dynamique dans les principales villes d'Europe, où la demande placée s'établit souvent au-delà de sa moyenne quinquennale. Ces résultats reflètent l'amélioration des perspectives macro-économiques, et notamment en Italie et en Espagne. Ils découlent également d'une solvabilisation des locataires, dont la valeur ajoutée a progressé plus vite que les loyers. Enfin ils traduisent les évolutions

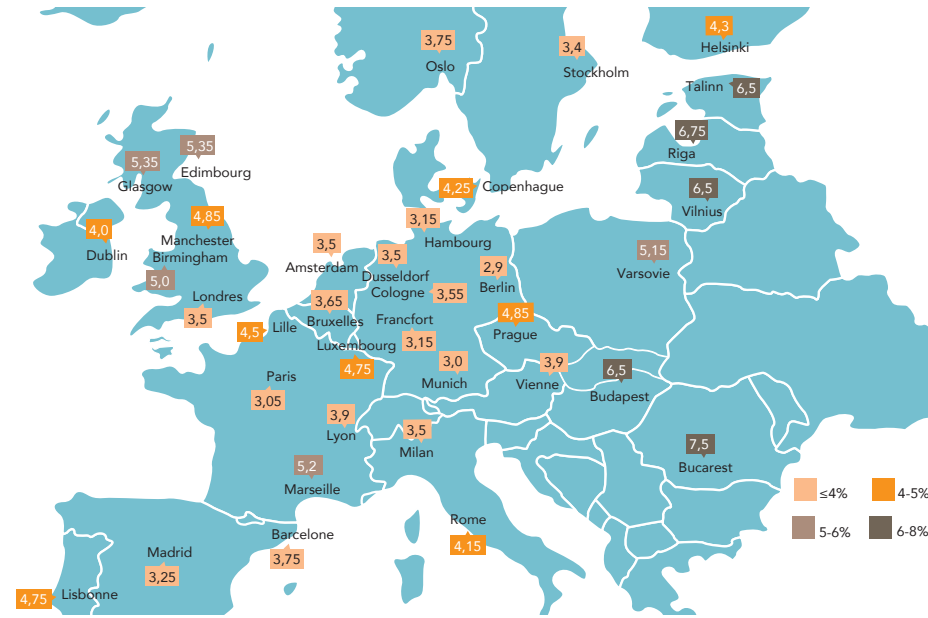
techniques qui permettent, lorsqu'un programme de rénovation lourde est mis en œuvre, de densifier les surfaces de bureaux, et de réduire ainsi le coût d'occupation par poste de travail. Dans les décisions d'implantation, cet indicateur a désormais pris le pas sur le seul loyer exprimé par m². D'autre part, à quelques exceptions près, les mises en chantier sont restées maîtrisées. On peut citer Amsterdam, dont la municipalité a développé une politique incitative à la conversion de bureaux en logements, contribuant à réduire la vacance à 9% contre plus de 20% en 2012. A contrario, Berlin dispose encore d'un foncier disponible important qui pourrait

alimenter l'offre après les programmes de restructuration des abords de la Spree qui ont convaincu start-ups et médias de s'y installer. Quant à Dublin, comme cela a pu être le cas à Londres, elle est aujourd'hui en grand chantier.

La perspective d'une remontée des taux ne devrait pas être pénalisante

Enfin l'analyse rétrospective des périodes de resserrement monétaire contredit l'intuition selon laquelle la remontée des taux d'intérêt est pénalisante pour l'immobilier. Lorsque les taux d'intérêt remontent dans un environnement économique normalisé, cette hausse reflète des anticipations de hausse des prix. Les loyers n'échappant pas à ces anticipations, celles-ci font plus que compenser l'effet taux dans la formation des prix et l'on constate une hausse des valeurs vénale dans les 18 à 24 mois qui suivent la remontée des taux. Si toutefois la hausse des taux intervenait sans progression des loyers (par exemple en cas de crise de la dette souveraine) elle pénaliserait davantage, toutes choses égales par ailleurs, les actifs les plus chers. En définitive, le financement d'immeubles de bureaux vacants à restructurer nous apparaît, dans la majorité des grandes villes européennes, comme une stratégie relativement peu risquée eu égard aux fondamentaux du marché immobilier, en particulier s'agissant de ceux de ces projets qui s'inscrivent dans un emplacement incontestable et irrigué par les infrastructures de transport. ●

RENDEMENT DES ACTIFS CORE EN EUROPE

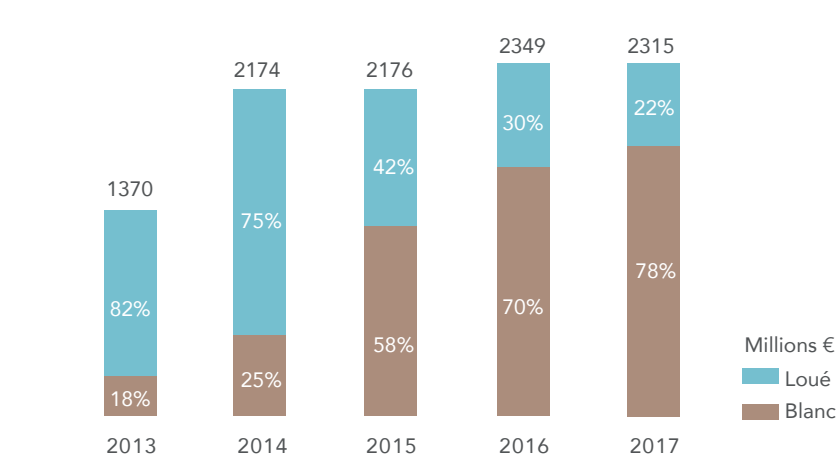


Europe - 2017 T4

2017 T4 vs 2016 T4	
Paris	-10 pb
Milan	-25 pb
Londres	=
Amsterdam	-100 pb
Bruxelles	-125 pb
Madrid	-25 pb
Dublin	-50 pb
Varsovie	-10 pb

Source : BNP Paribas Real Estate

RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS EN VEFA BUREAUX EN IDF



Source : BNP Paribas Real Estate

« Le nouvel Organisme de financement spécialisé (OFS) devient le véhicule de financement au sens large »

Questions à Gilles Saint Marc, Avocat associé au sein du cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

L'ordonnance du 4 octobre 2017 prise en application de la loi Sapin 2 modifie très substantiellement le paysage français des fonds de financement. Cette ordonnance doit encore être suivie de deux décrets d'application (l'un simple, l'autre en Conseil d'Etat) et de mesures fiscales spécifiques dans une prochaine loi de finances. Le nouveau dispositif est entré en vigueur en janvier 2018. Il réforme les organismes de titrisation (OT) et crée un nouveau véhicule juridique : organismes de financement spécialisés (OFS).

Qu'apportent les OFS (Organismes de financement spécialisés) ?

L'OFS devient le véhicule de financement au sens large. Il peut investir dans la dette sous toutes ses formes (acquisition de créances, souscription ou acquisition d'obligations, octroi de prêts en direct, sous-participations en risque et en trésorerie, octroi de tout type de garanties). Il peut en outre, à la différence des OT, investir dans des titres de capital, des titres de quasi-capital (OBSA, ORA, OCA...), voire des actifs physiques. L'OFS peut ainsi investir dans tous les actifs visés par le règlement européen ELTIF. Etant un véhicule régi par la directive AIFM, les titres qu'il émet peuvent être placés dans le cadre du « passeport commercialisation » prévu par cette directive. Il peut également être géré par un AIFM étranger sur la base du « passeport gestion ». En revanche, et c'est l'un de ses traits distinctifs avec l'OT, les titres qu'il émet ne peuvent pas donner lieu à un

tranching du risque de crédit via une émission de titres senior/subordonnés.

Que deviennent les OT (Organismes de titrisation) ?

L'OT demeure le véhicule dédié à la dette au sens large du terme comme l'OFS. En revanche, n'étant pas régi par la Directive AIFM mais par le seul droit français, il ne bénéficie d'aucun des passeports prévus par la directive. Il doit être géré par une société de gestion agréée par l'AMF et ses titres ne peuvent être placés qu'en application du droit commun de la directive Prospectus (le règlement Prospectus à compter de mai 2018). En revanche, l'OT peut trancher le risque de crédit en émettant des titres senior/subordonnés. A noter que le tranching a des conséquences sur le traitement prudentiel de l'investissement par une entreprise d'assurance et oblige le cédant, l'originateur ou le sponsor à conserver 5% du risque économique net transféré. Les OT existants pourront migrer, sans dissolution, vers le régime des OFS.

A quelles conditions ces nouveaux véhicules peuvent-ils octroyer des prêts directement ?

Les OFS comme les OT (ainsi que depuis novembre 2016 les fonds professionnels spécialisés (FPS)) doivent être gérés par une société de gestion qui bénéficie de l'agrément « Octroi de prêts », distinct de l'agrément « Sélection de créances ». Tous ces véhicules peuvent, lorsqu'ils octroient des

prêts directement, bénéficier des dispositions de la loi Dailly dans les mêmes conditions qu'un établissement de crédit. ●

BIOGRAPHIE



- **Gilles Saint Marc** co-dirige l'activité des modes alternatifs de financement et d'investissement du bureau de Paris du cabinet Kramer Levin
- Membre de la Commission Titrisation de Paris Europlace, à l'origine du cadre juridique de la titrisation en France adopté en juin 2008
- Membre fondateur de l'Observatoire des Fonds de Prêts à l'Economie (OFPE) qui a contribué à la création du label sur les fonds de prêts à l'économie
- Président de la Commission Fintech (Fintech Commission) de Paris Europlace

ACTUALITÉ DU FINANCEMENT ALTERNATIF
est une publication éditée par Acofi Gestion :

ACOFI

58 bis, rue La Boétie 75008 Paris
Tél : +33 (0)1 53 76 99 99
Société anonyme au capital de 5 500 200 euros
RCS : 415 084 433

Directeur de la publication : Thibault de Saint Priest
Impression : Offiscenie
90 avenue du Général de Gaulle
94170 Le Perreux sur Marne
Maquette et conseil éditorial : Agence fargo
credit de couverture : istock
contact@acofi.com
www.acofi.com