



N° SPECIAL FINANCEMENT DES ENTREPRISES

**UNE CONJONCTURE CONTRASTÉE
POUR LES EMPRUNTEURS CORPORATE**

**LES SOLUTIONS DE FINANCEMENT
ALTERNATIVES GAGNENT DU TERRAIN**

**FINANCEMENTS CORPORATE
COLLATÉRALISÉS : LA NÉCESSITÉ
D'UNE MÉTHODE D'ANALYSE
SPÉCIFIQUE**

**CHALAIR AVIATION ÉTOFFE SA
FLOTTE GRÂCE AU FINANCEMENT
COLLATÉRALISÉ**

SE FINANCER GRÂCE À SES STOCKS

**FINANCER L'INNOVATION FRANÇAISE
GRÂCE AU CRÉDIT IMPÔT RECHERCHE**

**L'INTÉRÊT DES ENTREPRISES POUR
LES FINANCEMENTS ALTERNATIFS**

—L'ÉDITO



Nicolas Fourt
Directeur général délégué
d'Acofi Gestion

« Les entreprises bénéficient depuis 3 ans d'un pouvoir de négociation puissant avec leurs partenaires financiers »

crédit : Acofi / Ph. Zamora

FINANCEMENT DES ENTREPRISES : LA FIN DE L'ARGENT FACILE ?

Des taux historiquement bas et la multiplication des sources de financement ont rendu les conditions d'emprunt des entreprises extrêmement attractives. Mais l'entrée dans un nouveau cycle et le durcissement des normes réglementaires devraient renchérir le coût pour les emprunteurs.

Le cycle de crédit post 2008 s'est caractérisé par la mise en place par la tutelle domestique et surtout européenne de conditions de refinancement des banques inédites ayant pour objet d'éviter tout risque de récession : un accès à un refinancement à moyen terme abondant et récurrent via les LTRO et des taux directeurs négatifs. L'effet mécanique de ces politiques a été un accès facilité des entreprises à des financements à des taux historiquement bas et une baisse historique des taux de défaut. En France, le taux moyen des concours à plus d'un an aux entreprises a atteint 1,5% en juin 2018 et le nombre de défaillances d'entreprises est au plus bas depuis 2007.

En outre, les régulateurs français et européen ont favorisé systématiquement le développement des capacités de financement direct de l'économie par des non-banques : certains gérants peuvent maintenant octroyer des prêts ou effectuer des opérations de leasing en direct dans leur pays d'origine. Ainsi en France, l'AMF valide des extensions de programme d'activité « octroi de prêt » déposées par des Sociétés de gestion de portefeuilles gérant des Organismes de financement spécialisés (OFS). Et ces OFS, s'ils bénéficient du label Européen ELTIF, peuvent également octroyer des crédits dans tous les pays européens qui l'autorisent.

Les entreprises ont donc bénéficié au total depuis trois ans d'un pouvoir de négociation puissant avec leurs partenaires financiers, banques, fonds, investisseurs, intermédiaires qui s'est traduit par la prédominance des financements disposant d'un faible niveau de protection contractuelle, le développement du marché des placements privés pour les entreprises de taille moyenne, et la généralisation d'instruments de dette remboursables à l'échéance au détriment des structures avec désendettement progressif. A titre d'illustration, les documentations avec absence de covenants financiers ont représenté en 2018, selon Moody's, 84 % du marché des emprunts à effet de levier.

Une croissance des défauts de l'ordre de 6% en 2019

Les indicateurs avancés que constituent les statistiques et les prévisions des assureurs crédit (Euler et Coface) pointent néanmoins à une croissance des défauts de l'ordre de 6 % pour 2019. Simultanément, les agences de rating (S&P, février 2019) font passer le message que la sévérité des défauts va être nettement plus élevée sur le cycle qui s'ouvre pour passer à un *Loss Given Default* de l'ordre de 70 % pour la dette obligataire en euro contre 50 % en moyenne historique. L'augmentation des ratios d'endettement, la généralisation des structure unitranche et la faiblesse des covenants sont les facteurs majeurs de cette probable aggravation.

Le système bancaire dans le même temps fait face avec l'application procyclique de Bâle 4 à une aggravation du coût en capital de ses opérations de crédit dont l'effet est la diminution des concours bancaires et l'augmentation des spreads d'intérêt.

Ces éléments doivent pousser les investisseurs à anticiper une hausse du coût du risque de crédit (produit du taux de défaillance de l'emprunteur et du niveau de perte pour le créancier en cas de défaillance de l'emprunteur) et à prendre acte de cette évolution dans les comptes consolidés des prêteurs dans le cadre de la nouvelle méthode de comptabilisation des provisions (norme comptable IFRS 9). Ou au contraire à choisir résolument de rompre avec les tendances actuelles (faible protection des clauses contractuelles et des sûretés) et à retenir des transactions très solidement structurées en termes de contrat comme en termes de qualité et de quantité de collatéral. Le quasi tarissement du marché français de l'Euro PP est un indice de cette rupture en cours qui n'est finalement que le retour à des pratiques bancaires ancestrales et peut être un peu vite oubliées...

Une conjoncture contrastée pour les emprunteurs corporate

Les défaillances d'entreprises repartent (lentement) à la hausse en France en 2019

Sur les quatre premiers mois de l'année 2019, les défaillances d'entreprises (ouvertures de procédures collectives) ont progressé de 0,8%, confirmant la tendance observée aux troisième et quatrième trimestres 2018, après huit trimestres consécutifs de baisse.

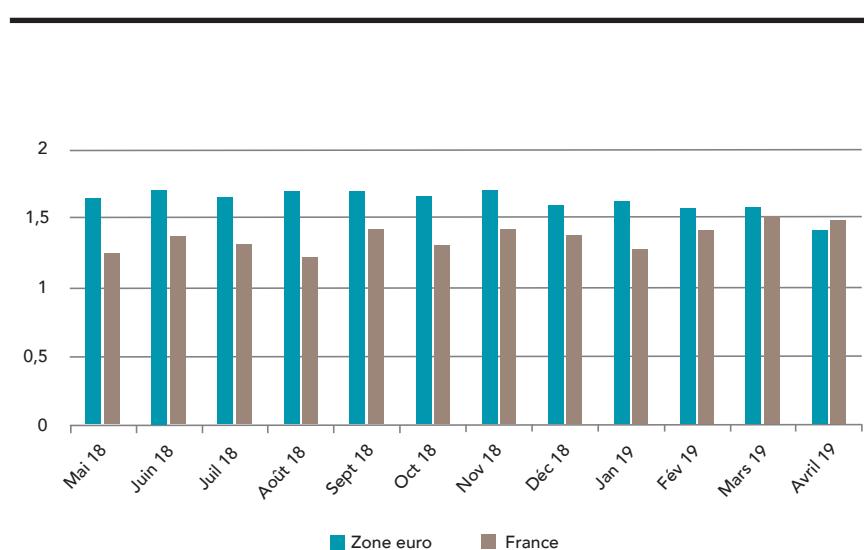
Dans sa publication économique de mai 2019, Coface anticipe même une hausse de 1,7% du nombre de défaillances d'entreprises en France en 2019. L'assureur crédit justifie cette prévision par une dégradation du contexte international pour les entreprises françaises (moindre croissance économique des partenaires étrangers, accroissement du protectionnisme) et par une offre réduite de produits par l'industrie manufacturière (taux élevé d'utilisation des capacités de production, difficultés de recrutement). Les secteurs de la consommation des ménages, des services aux particuliers, de l'automobile et des commerces non spécialisés seraient particulièrement exposés à cette hausse du nombre de défaillances.

Les petites entreprises sont les plus affectées par la tendance, tandis que les autres catégories ont vu la fréquence des défaillances refluer ou stagner. Le chiffre d'affaires moyen des entreprises défaillantes a ainsi reculé de 10% sur un an, à environ 350 000 euros. Le coût financier des défaillances, mesuré par Coface comme l'encours des dettes fournisseurs non remboursées, a également diminué sur la même période, à 60 300 euros en moyenne entre mai 2018 et avril 2019, contre 64 600 euros entre mai 2017 et avril 2018.

Les taux d'intérêt poursuivent leur compression

Selon les données reportées par la Banque centrale européenne (BCE), le taux d'intérêt moyen d'un prêt bancaire à une société non financière s'établissait à 1,41% en Europe en avril 2019 (1,48% en France), pour un prêt moyen/long-terme d'un montant supérieur à un million d'euros. Ce taux s'élevait à 1,65% en mai 2018.

TAUX D'INTÉRÊT DES PRÊTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



source : Acofi / Banque Centrale Européenne

Faibles perspectives de recouvrement sur le marché des *leveraged loans*

La forte baisse des taux d'intérêt depuis plusieurs années, sous l'effet des politiques monétaires très accommodantes menées par les banques centrales, a favorisé la recherche de rendement par les investisseurs financiers. Le marché des emprunts à effet de levier (*leveraged loans*) connaît une forte croissance, alimentée, entre autres, par l'appétit des investisseurs pour des instruments de dette au rendement élevé et portant un taux d'intérêt variable, et par le développement du marché des CLO (*collateralized loan obligations*).

Dans son Rapport sur la stabilité financière (juillet 2019), la Banque d'Angleterre estime que les *leveraged loans* représentent actuellement un encours total de 3 200 milliards de dollars à l'échelle mondiale. Selon la Banque de France (étude de juillet 2019), l'encours détenu par les investisseurs institutionnels européens excédait 200 milliards de dollars à la fin de l'année 2018.

Les caractéristiques de ce marché se sont progressivement développées en faveur des emprunteurs plutôt que des investisseurs, concernant à la fois l'évolution du

profil de crédit des entreprises, le niveau de rémunération du risque, les structures de financement, et les clauses des contrats de dette.

L'agence de notation Standard & Poor's pointe ainsi l'évolution structurellement défavorable des perspectives de recouvrement pour les investisseurs en cas de défaut des entreprises émettrices d'emprunts à effet de levier. En cause, notamment, la hausse des ratios d'endettement, la raréfaction des tranches junior et mezzanine dans les structures de dette, et la multiplication de contrats de financement « covenant-lite », laissant beaucoup de flexibilité aux débiteurs (remontée de dividendes, sortie d'actifs du périmètre) et retardant l'intervention des créanciers en cas de difficultés financières.

Dans son étude du 2 mai 2019 (« When The Cycle Turns: How Low Will Recovery Rates Go? European Leveraged Finance Update Q1 2019 »), Standard & Poor's anticipe que le taux de recouvrement moyen sur des emprunts de premier rang émis par des sociétés européennes se situera à 58,3%, contre une moyenne historique observée à 73,4% depuis 2003. ●

Les solutions de financement alternatives gagnent du terrain

L'offre de financement pour les petites et moyennes entreprises françaises et européennes s'est profondément modifiée depuis plusieurs années, avec le développement d'une palette plus large d'instruments, en substitution ou en complément du crédit bancaire.

Les entreprises, en particulier les plus grosses, ont progressivement réduit leur dépendance au système bancaire (au profit notamment des marchés obligataires), qui subit de plus fortes contraintes depuis la crise financière de 2008 (exigences de fonds propres, de levier et de liquidité).

Même si le crédit bancaire reste la principale source de financement externe pour les PME, celles-ci ont aujourd'hui accès à diverses sources alternatives de financement.

Un marché hétérogène du financement alternatif

Le « financement alternatif » représente encore un univers difficile à borner et à mesurer, à cause de l'hétérogénéité des acteurs et des modes de financement, et du manque d'informations fiables et homogènes sur certains segments.

Le Conseil de stabilité financière (CSF) a créé un cadre méthodologique dédié à la mesure du « shadow banking », terme

popularisé après la crise financière de 2008 qui désigne, de manière neutre, l'« intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire traditionnel ». Dans l'approche par « fonctions économiques » développée par le CSF, la « fonction économique 2 » concerne l'octroi de prêts sur la base de financements à court terme ou de financements garantis par des actifs, et couvre les sociétés de financement, le crédit-bail, l'affacturage et le crédit à la consommation.

Dans cette acception, le financement alternatif recouvre des activités très disparates, à la fois dans les conditions financières proposées aux entreprises (financement à court-ou long-terme, niveau de taux d'intérêt, etc.), dans les montants concernés (les encours d'affacturage sont aujourd'hui très élevés au regard de la taille du marché du crowdfunding, par exemple), et dans le profil des acteurs (sociétés de gestion de portefeuilles, établissements spécialisés, fintechs).

Sans être exhaustif, nous pouvons distinguer, sur le marché du financement alternatif, quatre segments qui présentent une dynamique notable de croissance. Nous les classons par taille de marché (décroissante).

Affacturage

Cet instrument permet à une entreprise d'obtenir le paiement anticipé d'une facture en cédant la créance à un acteur financier spécialisé (le « factor »).

« Le montant cumulé de créances des sociétés d'affacturage a atteint 320 Md€ en 2018 »

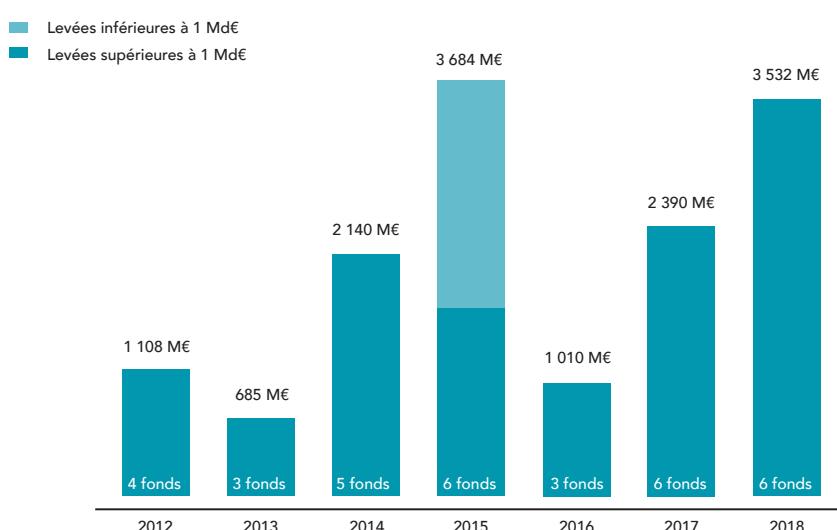
En 2018, selon les données de l'Association française des Sociétés Financières (ASF), l'activité des sociétés d'affacturage a représenté en France un montant cumulé de créances de 320 milliards d'euros, en hausse de 10,2% sur un an, avec un encours de créances proche de 55 milliards d'euros au 31 décembre 2018. Le nombre de sociétés financées en 2018 s'est élevé à plus de 41 000, toutes tailles d'entreprises confondues.

Fonds de dette privée

Les fonds de dette privée connaissent un rythme de croissance important depuis plusieurs années, porté par l'intérêt des investisseurs institutionnels pour cette classe d'actifs, dans un contexte de chute des taux d'intérêt, de volatilité sur les marchés obligataires et d'une évolution favorable du cadre réglementaire (directive Solvabilité 2).

Les solutions de financement proposées aux PME et ETI par les fonds de dette privée peuvent répondre à des besoins et profils d'entreprises très variés : financement

LES LEVÉES DE CAPITAUX DES FONDS FRANÇAIS DE DETTE PRIVÉE ATTEIGNENT 3,5 MDS€ EN 2018 (+48% VS. 2017)



* Capitaux levés par des fonds gérés en France.

source : France Invest/ Deloitte



« Le financement participatif sous forme de prêts s'est élevé à 402 M€ en 2018 »

d'acquisition, octroi de prêts senior, financements d'actifs (équipements, stocks).

Selon les données collectées par Deloitte et France Invest, les fonds français de dette privée ont investi environ sept milliards d'euros en 2018 pour financer 147 opérations (en croissance annuelle de 16% et 20%, respectivement), dans divers secteurs d'activité, toutes tailles d'entreprises confondues. La majorité des opérations a été réalisée pour des financements d'acquisition, le solde étant réparti entre le refinancement et la croissance externe ou interne. Les financements ont été apportés sous différentes formes de dette (unitranche, senior, mezzanine, subordonnée).

Financement ou location d'équipements

Financer ou louer les équipements nécessaires à l'activité permet une meilleure adéquation de sa consommation de trésorerie à la durée de vie économique des actifs.

Le marché français du financement d'équipements a connu une croissance sensible en 2018, soutenu par la dynamique du segment de la location, avec ou sans option d'achat, de divers actifs (véhicules, matériels informatiques, machines-outils, etc.). Selon les statistiques de l'ASF, l'activité a représenté environ 33 milliards d'euros en France en 2018.

Une alternative pour les PME et ETI au financement ou à la location de nouveaux équipements réside dans le mécanisme de

cession-bail (« *sale-and-leaseback* »), consistant à louer un actif après en avoir cédé la propriété à un tiers, permettant ainsi de dégager des ressources de trésorerie à partir de sa base existante d'actifs. La cession-bail peut porter sur des biens mobiliers (machines de production, par exemple) ou immobilier (siège social, usine, etc.).

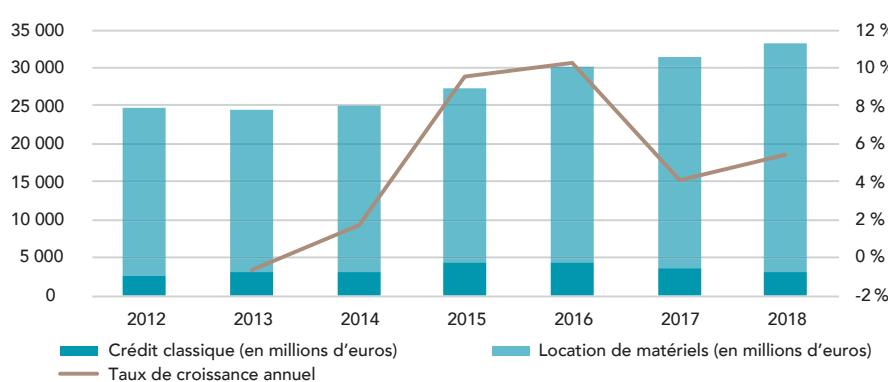
Financement participatif

Le *crowdfunding* est un mécanisme de collecte de fonds, généralement sur des plateformes digitales et pour des montants relativement limités, auprès d'un public large dans l'optique de financer un projet entrepreneurial. Les trois principaux segments du *crowdfunding* sont, par ordre d'importance, ceux du prêt, du don, et des fonds propres.

Le marché encore jeune du financement participatif continue de croître à un rythme soutenu, même si sa taille reste sensiblement moindre que celle des solutions présentées ci-dessus.

Selon les données du baromètre publié en janvier 2019 par KPMG et l'association Financement Participatif France, le financement participatif sous forme de prêts s'est élevé à 402 millions d'euros en France en 2018, en croissance de 20% sur un an, pour un total de 33 381 projets de financement, contre 24 126 en 2017. Les PME et ETI représentent la très grande majorité des entités financées. ●

OPÉRATIONS DE FINANCEMENT D'ÉQUIPEMENT DES ENTREPRISES ET PROFESSIONNELS



Une méthode d'analyse spécifique est indispensable pour les financements corporate collatéralisés

ARNAUD FRASLIN, DIRECTEUR RECHERCHE, MARKETING ET COMMUNICATION
MANUEL VARGAS, ANALYSTE CRÉDIT SENIOR

Pour un créancier octroyant à des emprunteurs corporate des financements assortis de sûretés sur des actifs réels (immeubles, machines de production, stocks de matières premières ou de produits finis, etc.), une approche d'analyse de l'espérance de perte (« expected loss ») pour chaque investissement permet de combiner une vision sur le risque de crédit de l'emprunteur, et une autre sur les perspectives de perte finale sur le financement en cas de défaut.

Compréhension du modèle économique et qualité de l'équipe dirigeante

L'octroi de financements à moyen- et long-terme à une entreprise de taille petite ou moyenne implique une bonne compréhension de son modèle économique, une étude fouillée des perspectives de son secteur d'activité et un regard critique sur sa stratégie industrielle et financière.

Compte tenu de la spécialisation de certaines entreprises sur des produits ou services de niche, il peut être difficile d'obtenir des données de marché abondantes et fiables sur le secteur d'activité dans lequel elles évoluent. Un contact approfondi avec les cadres dirigeants de l'emprunteur (direction générale, direction financière ou comptable, direction industrielle, direction commerciale) est nécessaire pour bien analyser les états financiers (historiques et prospectifs) de l'emprunteur et, ainsi, évaluer les perspectives de développement de l'entreprise sur son marché. Dans un contexte de transformation du périmètre d'activité ou de l'organisation

« Difficile d'obtenir des données abondantes et fiables sur certains secteurs d'activité »

de l'entreprise, la capacité de son équipe de direction à mettre en œuvre les mesures nécessaires à la pérennité de son activité ou à la poursuite de son développement est clé dans l'analyse de sa qualité de crédit, tout comme l'alignement des intérêts à long-terme entre l'équipe dirigeante et les actionnaires de l'entreprise.



UNE MÉTHODOLOGIE D'ANALYSE ADAPTÉE POUR LE FONDS PREDIREC ABL-2

La méthodologie développée par Acofi pour le fonds Predirec ABL-2 repose sur la détermination, pour chaque opération d'investissement, d'un « score Transaction ». Cette évaluation correspond à une fourchette d'estimation de l'espérance de perte finale sur un investissement, combinant une vision sur la probabilité de défaut sur un engagement reçu par un fonds (score Corporate) et une autre sur les perspectives de perte finale sur l'investissement en cas de défaut de la contrepartie (score Collatéral / Contrat).

Le score Collatéral / Contrat est déterminé par une approche numérique développée en interne, qui se base sur un plan de recouvrement des actifs pris en collatéral pour chaque opération de financement.

Etudier la situation de trésorerie et du besoin en fonds de roulement

Nous accordons une importance majeure à l'analyse détaillée des prévisions de trésorerie de l'entreprise, sur une durée n'excédant généralement pas 24 mois (sauf cas exceptionnels d'entreprises dont le niveau d'activité est très stable et prédictible). Pour les entreprises dont la réalisation du chiffre d'affaires est soumise à des aléas importants ou est dépendante d'un nombre réduit de produits, de contrats ou de clients, une attention particulière est portée à l'analyse des ressources de financement externes, qu'elles soient confirmées ou non (lignes de crédit disponibles, soutien financier de l'actionnaire, etc.).

« Un rythme de croissance non maîtrisé peut provoquer un épuisement des liquidités »

L'analyse de la structure du besoin en fonds de roulement et de son cycle (effets de saisonnalité), en lien avec la compréhension du modèle économique, revêt une importance majeure dans l'analyse du risque de crédit d'une PME, dans la mesure où un rythme de croissance non maîtrisé ou une difficulté soudaine (perte d'un client, interruption momentanée de la production d'une usine, hausse non répercutée des coûts d'approvisionnement, etc.) peut provoquer un épuisement rapide des liquidités.

Estimation de l'espérance de perte

L'octroi de financements assortis de sûretés réelles sur des actifs tangibles permet cependant d'atténuer le risque de perte financière pour le créancier en cas de défaillance de l'emprunteur, dans la mesure où les sûretés offrent au créancier une meilleure position dans les négociations relatives à une restructuration financière (scénario de continuité d'exploitation), et, dans un scénario d'arrêt de l'activité, la possibilité de revendre les actifs sur lesquels portent les sûretés, dans le but de recouvrer sa créance.

Ainsi, une approche d'analyse de l'espérance de perte, correspondant au produit de la probabilité de défaut de l'emprunteur (risque de crédit – *probability of default*) et des perspectives de perte en cas de défaut

LA MAÎTRISE DU RECOUVREMENT, UN ENJEU FONDAMENTAL

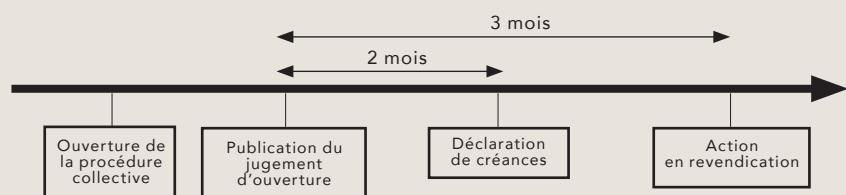
ALEXIA PICOT, GÉRANT- FONDS DE FINANCEMENT AUX ENTREPRISES

Dans un contexte d'allègement des contraintes juridiques envers les débiteurs et de crainte d'une hausse des défaillances, la capacité des gestionnaires d'actifs à maîtriser les situations de recouvrement devient primordiale. Fort de son expérience de plus de 30 ans dans le recouvrement de créances contentieuses, Acofi Gestion se distingue par une maîtrise de ces situations délicates qui demandent une connaissance spécifique des procédures de recouvrement.

De fait, on distingue deux types de procédures : les procédures amiables que sont le mandat ad hoc et la conciliation d'une part et, de l'autre, les procédures collectives parmi lesquelles la sauvegarde, le redressement et la liquidation judiciaire.

Dans le cadre de la gestion de l'un de ses fonds de financement aux entreprises, Acofi Gestion a été amené à gérer certaines situations de recouvrement, en France principalement, mais également en dehors de l'hexagone.

Schéma descriptif des actions de recouvrement à mener dans le cas d'un débiteur soumis à une procédure collective :



La maîtrise du processus de recouvrement implique autant une connaissance des procédures judiciaires - avec le respect d'un calendrier imposé par la loi au cours duquel le prêteur en tant que créancier et propriétaire du collatéral doit mettre en œuvre les actions visant à faire valoir ses droits - que la maîtrise de problématiques opérationnelles auxquelles tout prêteur bénéficiant de sûretés réelles doit faire face.

Sur un plan juridique, le prêteur doit déclarer la créance née antérieurement à l'ouverture de la procédure collective qui lui est due et revendiquer la propriété des biens qui lui appartiennent et qui sont utilisés par le débiteur.

Sur un plan opérationnel, le prêteur doit organiser le processus de cession de son collatéral et établir la stratégie à mettre en œuvre (type de vente : gré à gré ou vente aux enchères, calendrier, etc.), identifier l'expert en charge de la vente du collatéral, être en relation étroite avec les organes de la procédure (administrateur judiciaire et/ou liquidateur) pour coordonner les visites d'inspection et, enfin, s'assurer du bon état de conservation du collatéral (couverture d'assurance, alimentation en eau, électricité, etc.).

(risque de non-recouvrement – *loss-given-default*), s'avère particulièrement pertinente pour l'octroi à des PME/ETI de financements « collatéralisés ».

L'estimation des perspectives de perte en cas de défaut nécessite l'élaboration d'un plan de recouvrement des actifs basé sur des hypothèses précises et détaillées sur le déroulement des procédures amiables ou judiciaires, les frais juridiques, les coûts

associés à l'entretien et à la revente des actifs, etc.

La consultation d'experts externes (juristes, cabinets de conseil, professionnels du secteur d'activité) et le retour d'expérience sur la gestion de créances contentieuses renforcent cette approche et permettent d'affiner les critères de sélection des dossiers ou les conditions contractuelles des financements.●



Chalair Aviation étoffe sa flotte grâce au financement collatéralisé

L'acquisition de quatre nouveaux avions a été réalisée à la suite d'un apport de 14 millions d'euros du fonds Predirec ABL-2

Chalair Aviation passe à la vitesse supérieure. Dans le cadre de son développement, la compagnie aérienne française, spécialisée dans les lignes inter-régions, s'est récemment tournée vers Acofi Gestion pour bénéficier d'un prêt collatéralisé de 14 millions d'euros. Un financement, réalisé à travers le fonds Predirec ABL-2, qui lui a permis d'étoffer sa flotte d'avions et, donc, de voir plus grand. « Notre compagnie connaît aujourd'hui un virage en termes de croissance, explique Alain Battisti, PDG de Chalair Aviation. Avec cette enveloppe, Chalair finance l'achat de quatre avions d'occasion de la gamme ATR, utilisés pour des vols réguliers régionaux. Ces avions comptent désormais de 48 à 79 sièges contre 19 auparavant. »

L'acquisition a été réalisée auprès de la compagnie Hop !, filiale régionale du groupe Air France. « Nous avions ainsi la garantie d'avoir des avions très bien entretenus, rachetés auprès d'une compagnie dont la qualité est connue, avec des performances passées bien établies, souligne Alain Battisti. C'est un élément important car nous allons exploiter ces avions pendant 7 à 9 ans. »

Non contente d'étoffer sa flotte, la compagnie aérienne en a également profité pour diversifier ses sources de financement. Traditionnellement, le financement d'avions est en effet l'apanage de fonds étrangers, essentiellement américains implantés en Irlande, Dublin s'étant en effet imposée comme la première place en Europe dans le

financement aéronautique. La démarche est simple : le fonds Predirec ABL-2 fait un prêt à un véhicule dédié (« *special purpose vehicle* » ou SPV), détenu par Chalair et détenant lui-même les avions. Ce prêt est alors assorti d'une hypothèque sur ces mêmes avions, ces derniers étant apportés en collatéral.

Une vision d'ensemble du projet

Sans rentrer dans le détail, Alain Battisti reconnaît que « les modalités de financement sont tout à fait compétitives par rapport à d'autres sources de financement ». De fait, « les négociations étaient finalement assez proches de celles que nous pouvons connaître avec des prêteurs nord-américains, du fait d'une approche plus qualitative que purement financière ».

Alain Battisti ne cache pas avoir été séduit par l'approche d'Acofi Gestion. « Nous avons apprécié leur volonté de financer à la fois l'entreprise Chalair et l'actif en lui-même, à savoir l'avion, note le PDG. Acofi a également prêté une attention toute particulière aux critères environnementaux car les avions ATR concernés par l'opération consomment 40% de moins qu'un autre avion de même capacité. »

Accompagnée par ChetWode, une structure indépendante spécialisée dans les financements industriels, et Avico Asset Management, spécialiste de l'aéronautique, Acofi Gestion affirme ainsi sa volonté « d'accompagner une belle maison familiale française », selon Nicolas Fourt, directeur



ALAIN BATTISTI,
PDG DE
CHALAIR AVIATION

général délégué d'Acofi Gestion. Son objectif était de réaliser un « financement avec un collatéral de qualité », poursuit-il. Un pari réussi. « Le financement collatéralisé nous permet d'être plus sécurisé car nous nous intéressons à la fois à l'entreprise et aux actifs cibles, ajoute Nicolas Fourt. Nous avons également pu bénéficier de contrats très normés, ce qui est très positif au niveau de la structuration financière de l'opération. » Ce financement innovant pourrait surtout en appeler d'autres. « Nous avons vocation à financer d'autres avions, avec Chalair ou d'autres compagnies aériennes », conclut Nicolas Fourt. ●

Se financer grâce à ses stocks

PHILIPPE ROCA, DIRECTEUR DE FONDS - FINANCEMENT CORPORATE

Avec les immobilisations corporelles et les créances commerciales, les stocks sont un des trois principaux postes d'actifs mobilisables par les entreprises de l'« économie réelle » pour obtenir des financements.

Les financements adossés à des stocks présentent plusieurs difficultés techniques :

- le caractère spécifique de certaines marchandises offre des débouchés réduits voire inexistantes en cas de faillite de la société ;
- le suivi des entrées et sorties de marchandises, dans l'approche des financeurs, nécessite des outils de suivi complexes ;
- la multiplicité des lieux de stockage (entrepôts et boutiques, voire chez le client) peut gêner l'accès aux actifs et leur appréhension rapide ;
- enfin, dans l'industrie, la transformation des matières premières en produits finis rend variable le profil de la sûreté.

Pour ces raisons, ce type de financement représente des encours moins importants que ceux reposant sur des équipements ou des créances commerciales. Il est d'ailleurs difficile de trouver des données sur cette classe d'actifs, à la différence du crédit-bail et de l'affacturage. Il est néanmoins courant dans certains domaines :

- les warrants agricoles permettent de financer les stocks de céréales des coopératives et des négociants en grain ;
- les vins et spiritueux ainsi que certains fromages ou salaisons requérant un certain vieillissement, et présentant donc une rotation faible, sont aussi sources de financement pour leurs propriétaires ;
- certains biens font l'objet d'un marché liquide (métaux, par exemple) ;
- enfin, les captives de financement des constructeurs automobiles financent les stocks de leurs concessionnaires, sachant que les marchandises concernées sont d'un suivi aisément.

Des entreprises exerçant leur activité dans d'autres secteurs parviennent néanmoins à mettre en place des financements adossés à leurs stocks. La complexité et le coût qui en résulte font que, généralement, ces emprunteurs ont le profil de sociétés connaissant quelques difficultés à se financer et obligées de faire feu de tout bois pour améliorer leur liquidité.



En étendant aux stocks le champ des sûretés possibles, Acofi a développé une approche innovante qui, s'inspirant de mécanismes mis en œuvre pour le financement d'autres types d'actifs, réduit les tâches fastidieuses pour la société de gestion et pour l'entreprise emprunteuse sans altérer le degré de sécurité pour les investisseurs. Par rapport aux techniques plus traditionnelles comme le gage avec dépossession, les directions financières apprécient le caractère pragmatique de cette structuration. Dans certaines situations, la solution développée par Acofi peut même permettre de financer l'ensemble du cycle stock - créances commerciales.

Aller au-delà de l'analyse-crédit

Pour l'équipe de gestion d'Acofi, travailler sur un dossier de financements de stocks requiert de bien comprendre, au-delà de l'analyse crédit, le marché sur lequel intervient l'entreprise, son cycle de production ou de commercialisation, son organisation logistique et son outil de gestion (ERP) :

- marché : quels débouchés pour les marchandises, matières premières ou produits finis de l'entreprise ? Les produits finis restent-ils vendables en cas de

disparition de l'entreprise (problématique de garantie) ? Existe-t-il des engagements de rachat des stocks par des tiers ?

- logistique : assurer la pérennité du bail sur les entrepôts, savoir où trouver les références, évaluer les coûts de stockage, d'assurance, de surveillance, de maintenance ;
- ERP : interface quotidien à un état de stock détaillé, par référence, avec identification des emplacements dans les entrepôts ;
- contrôles : à partir des reporting quotidiens sur les stocks, contrôles de cohérence, possibilité de mandater, plusieurs fois par an, des contrôleurs pour des inventaires physiques et la validation des coûts de revient ;
- quotité financée : variable selon les secteurs et les produits, selon des indicateurs-clefs (rotation, millésime, collection...), évaluation de la durée de réalisation du stock et, à partir de là, des coûts de stockage, de surveillance, de maintenance, d'intermédiaires, de financement, tout en prenant une marge de sécurité...
S'il est répondu de façon satisfaisante à toutes ces questions dans le cadre de l'Asset Recovery Plan, alors les stocks constituent une excellente sûreté et présentent peu d'aléa sur le taux de recouvrement. ●



Le fonds Predirec EnR 2030 a financé près de 1000 centrales énergétiques

Le fonds Predirec EnR 2030 a financé, à ce jour, 984 centrales photovoltaïques, éoliennes ou hydrauliques pour un montant de 130 millions d'euros, représentant 800 millions d'euros en valeur d'entreprise. Ces actifs représentent une puissance installée de 515 MW, soit une capacité de production annuelle de 756 GWh d'énergie verte, correspondant à la consommation d'électricité de 170 000 foyers. Lancé en décembre 2015, ce fonds de dette privée en euros est destiné à répondre de manière innovante aux besoins de financement des acteurs du secteur des énergies renouvelables. Il dispose d'une capacité d'investissement de 165 millions d'euros. Ce véhicule bénéficie du soutien de grands investisseurs institutionnels engagés dans la transition énergétique, dont la Banque Européenne d'Investissement.

Valorem fait l'acquisition de centrales hydroélectriques dans les DOM-TOM

Acofi Gestion a finalisé pour le groupe Valorem, l'un des premiers producteurs indépendants français d'énergies renouvelables, deux opérations de financement de centrales hydroélectriques dans les DOM-TOM pour un montant total de 49,4 millions d'euros. Ces financements, réalisés par le fonds Predirec EnR 2030 d'Acofi Gestion, prennent la forme de prêts obligataires d'une durée de 14 ans. Ces opérations permettent à Valorem de faire l'acquisition de la société Force Hydraulique Antillaise (FHA), un spécialiste historique de l'hydroélectricité dans les DOM-TOM. Valorem acquiert ainsi un portefeuille de 16 centrales hydroélectriques au fil de l'eau situées en Guadeloupe et représentant une puissance cumulée de 10,6 mégawatts (MW). En parallèle, la société FHA construira prochainement trois nouvelles centrales en Guadeloupe et en Martinique pour une puissance totale complémentaire de 6,4 MW. FHA compte par ailleurs plusieurs projets de développement représentant plus de 100 MW.

Le fonds Predirec ABL-2 franchit le cap des 200 millions d'euros d'encours

Créé et géré par Acofi Gestion, le fonds Predirec ABL-2 (Asset Based Lending 2) a enregistré, à l'été 2019, l'entrée à son tour de table de deux nouveaux investisseurs institutionnels de premier plan, portant ainsi sa capacité d'investissement à 205 millions d'euros. Ce véhicule est dédié au financement des entreprises de taille moyenne ayant un accès contraint aux financements bancaires ou obligataires traditionnels. Le fonds se concentre pour moitié au moins sur les entreprises de moins de 500 salariés et pour 60% au moins sur des entreprises françaises. Au printemps 2019, ce fonds avait déjà accueilli de nouveaux acteurs institutionnels ainsi que le Fonds Européen d'Investissement (FEI). L'apport du FEI est garanti par le Fonds européen pour les investissements stratégiques, le cœur du Plan d'Investissement pour l'Europe, ou « Plan Juncker ».

Valor acquiert plusieurs plateformes logistiques en Ile-de-France

Au début de l'été, l'équipe dette immobilière d'Acofi Gestion a financé l'acquisition par Valor Real Estate Partners, société paneuropéenne d'investissement immobilier, de deux plateformes logistiques situées en région parisienne : un parc de deux bâtiments totalisant environ 60 000 m² situé à Marly-la-Ville et bénéficiant d'un accès direct à l'autoroute A1 et d'une proximité immédiate avec l'aéroport Charles de Gaulle, ainsi qu'une messagerie de logistique urbaine de 5 900 m² à Limeil-Brévannes devant faire l'objet d'une rénovation lourde. Cet investissement est le deuxième réalisé en France par Valor Real Estate Partners.

Crédit-bail : première opération par un fonds de prêt

L'équipe de gestion du fonds Predirec ABL-2 d'Acofi Gestion a conclu la première opération en direct de crédit-bail par un fonds de prêt en France. Apportée par ChetWode, partenaire historique d'Acofi Gestion, cette opération d'un montant de 2,3 millions d'euros refinace deux parcs de machines d'usinage de pièces complexes, situés en Saône-et-Loire et dans l'Isère, pour le groupe SEEB. Ce groupe familial français de près de 250 salariés est spécialisé dans l'usinage et la fabrication d'équipements. Cette opération permet au groupe de financer ses investissements à venir ainsi que l'augmentation de ses effectifs sur les 5 prochaines années prévue pour près de 15%.

Octroi de prêt : première opération réalisée par un FCT

L'équipe de dette immobilière d'Acofi Gestion a conclu la toute première opération de prêt octroyé par un fonds commun de titrisation (FCT), permise par la loi entrée en vigueur en novembre 2018. Le prêt finance le fonds EQT Real Estate I afin d'acquérir et de rénover un immeuble de près de 10 000 m² de bureaux à Clichy. Pour réaliser cette transaction, Acofi Gestion s'est associé à Arkéa Banque Entreprises et Institutionnels. Les encours déployés par Acofi Gestion dans cette classe d'actifs s'élèvent aujourd'hui à environ 900 millions d'euros.



Financer l'innovation française grâce au Crédit Impôt Recherche

Lancé en 1983, le Crédit Impôt Recherche (CIR) est un dispositif fiscal français dont la vocation est de soutenir la recherche & développement (R&D) en France sous certaines conditions d'éligibilité. Le CIR accordé aux entreprises innovantes représente annuellement 6 milliards d'euros dont 2 milliards d'euros pour les PME/ETI.

L'Association Nationale de la Recherche et de la Technologie estime que le coût moyen d'un chercheur a baissé de 28% grâce à ce dispositif. Sur l'année 2016, on compte plus de 24 000 déclarants de CIR et 75% des bénéficiaires sont des PME de moins de 250 salariés.

Exemples de PME et ETI ayant bénéficié du préfinancement de leur Crédit Impôt Recherche (CIR) par le Fonds Predirec Innovation 2020

ADOK

CIR financés : 2017 – 2018

Adok est une start-up fondée en 2016 et incubée à l'X qui développe et commercialise une technologie innovante de projection qui transforme n'importe quelle surface en écran tactile interactif et visant à révolutionner les réunions en entreprise en les rendant plus interactives, plus captives et plus productives.

Le projet a demandé deux ans et demi de développement et l'algorithme de reconnaissance d'images est développé en interne. L'Adok Aura est présenté comme une alternative « made in France », économique et compacte aux tableaux interactifs traditionnels.

KRONO-SAFE

CIR financés : 2017 – 2018

KRONO-SAFE développe, produit et commercialise un logiciel de développement pour systèmes embarqués critiques (ASTERIOS) qui s'adresse aux marchés de l'automobile, de l'aéronautique, du ferroviaire, de l'énergie ou du médical.

Ce type de logiciel est déjà utilisé par le Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives (CEA) et AREVA pour les centrales nucléaires. L'entreprise a été créée en 2011, par essaimage du CEA, et est implantée à Orsay.

ZOOV

CIR financés : 2017 – 2018

La start-up Zoov, fondée en 2017 et basée à Vanves dans les Hauts-de-Seine, développe un service de partage de vélos à assistance électrique.

Le service proposé par Zoov se différencie des solutions existantes par une station de recharge innovante. En effet, celle-ci, ultra-compacte, permet d'accrocher les vélos « encastrés » les uns dans les autres comme des chariots de supermarché. Doublement brevetée, cette station ne nécessite que 45 minutes pour être installée et peut accueillir une vingtaine de vélos sur l'équivalent d'une place de parking.

METABRAIN RESEARCH

CIR financés : 2017 – 2018

Metabrain Research est une société biopharmaceutique en forte croissance qui développe des solutions thérapeutiques innovantes pour soigner les maladies du vieillissement. Implantée à Maisons-Alfort, l'entreprise fête son 10^{ème} anniversaire en 2019.

Metabrain Research est au centre d'une plateforme de recherche collaborative dédiée au « bien-vieillir », fédérant un réseau de chercheurs, de médecins hospitalo-universitaires, d'entrepreneurs et d'industriels.

DEUX VÉHICULES D'INVESTISSEMENT DÉDIÉS

Les fonds spécialisés d'Acofi, Predirec Innovation 2020 et Predirec Créances ETI 2018, sont dédiés au financement des programmes de recherche des PME et petites ETI éligibles au CIR et ont été conçus en partenariat avec Neftys, 1^{ère} plateforme digitale de financement des entreprises innovantes.

485 entreprises

+33 000 emplois concernés

369 M€ de créances financées

32 domaines de recherches

(données au 30/09/2019)

L'intérêt des entreprises pour les financements alternatifs

3 QUESTIONS À PATRICK MARTIN, MEDEF

Les banques sont soumises à des contraintes plus fortes depuis l'éclatement de la crise financière et les réformes qui ont suivi : comment ont évolué les relations entre les entreprises et leurs banques concernant leurs financements ?

Au regard des chiffres, nous n'observons pas de dégradation dans les financements accordés par les banques aux entreprises. Les encours continuent en effet de progresser de manière significative. En revanche, sur un plan plus qualitatif, en s'intéressant plus particulièrement aux PME et aux ETI, nous avons constaté au cours des dernières années, dans un certain nombre d'établissements bancaires, un durcissement dans les processus de décision et d'octroi de financements. Ces processus se sont beaucoup plus formalisés. Ce formalisme croissant dans la relation entre les entreprises et les banques s'explique principalement par les nouvelles contraintes réglementaires et de conformité qui pèsent sur les acteurs bancaires.

Les financements obligataires sont-ils plus accessibles pour les ETI qu'auparavant ? Comment analysez-vous l'évolution du marché des EuroPP ?

Les financements obligataires sont clairement plus accessibles et l'offre est d'ailleurs abondante, portée de manière assez résolue auprès des ETI. De fait, un certain nombre de produits, dont les ETI n'avaient même connaissance il y a quelques années encore, est aujourd'hui largement connu par les entreprises. Toute la question est savoir si ces produits sont utilisés, notamment les EuroPP. Or, l'environnement de taux d'intérêt très bas fait que la forte progression du nombre de dossiers et des encours d'EuroPP – que beaucoup avait

pronostiqué – n'a pas eu lieu. Finalement, les EuroPP sont affectés à des sujets de financements très particuliers, intervenant quand l'entreprise ne trouve pas de financements bancaires. Pénalisés par les conditions anormalement basses de taux, ils n'ont donc pas connu le succès qu'on leur prédisait. Mais l'histoire n'est pas finie. Nous ne sommes pas à l'abri d'accidents sur le marché et, immanquablement, les financements de type EuroPP prendront une part plus importante à ce moment-là. La vraie question pour les emprunteurs est de savoir si le contexte de taux va se dégrader à court, à moyen ou simplement à long terme.

Quels rôles, en matière de financement, doivent jouer selon vous les investisseurs institutionnels et les fonds de prêts auprès des entreprises ? Comment devraient évoluer leurs offres de financement ?

La nécessaire transformation de l'économie autour de la digitalisation, de la finance verte et de l'intensification de la compétition internationale va nécessiter des montants importants en termes de financements et de coûts de restructuration dans les années qui viennent. Même si leur rentabilité s'améliore, les entreprises françaises auront des difficultés à auto-financer ces mutations fondamentales. Il est donc important qu'elles puissent trouver des financements stables et diversifiés. Dans ce contexte, il est indispensable que soient fléchés vers les financements structurants d'autres types de financements, et ce pour des volumétries importantes. Dans leurs allocations d'actifs, il me semble que les investisseurs institutionnels procèdent à des arbitrages qui devraient être favorables aux entreprises.

Les offres de fonds de prêts ou de dettes privées existent mais elles ne trouvent pas leur marché en raison de l'environnement des taux d'intérêts. Nous n'observons donc pas un rééquilibrage du marché entre les différentes sources de financements. Mais ce rééquilibrage finira par advenir et les différents acteurs du marché doivent continuer à promouvoir leurs offres. Un important travail de pédagogie doit en effet encore être fait auprès des dirigeants d'entreprises afin qu'ils connaissent la palette des offres et puissent opter pour celles qui sont les plus adaptées à leurs besoins de financements. Car si d'importants progrès ont été faits, les dirigeants d'ETI ou de PME n'ont pas encore le réflexe de mettre en compétition les différentes sources de financements.

BIOGRAPHIE



- Patrick Martin est président et actionnaire majoritaire de Martin Belysoud Expansion, un groupe familial spécialisé dans la distribution de fournitures industrielles qui emploie 2500 collaborateurs et réalisera cette année un chiffre d'affaires de 750 M€.
- Président délégué et trésorier du MEDEF depuis juillet 2018, ancien président du MEDEF Auvergne-Rhône-Alpes.
- Diplômé de Sciences PO Paris, de l'Essec et titulaire d'une licence en droit.

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 3 000 000 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

Crédit de couverture : Shutterstock

contact@acofi.com

www.acofi.com

Imprimé sur papier recyclé