

## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)

ALPHA CREDIT—[www.alpha-credit.ch](http://www.alpha-credit.ch)

Avec un marché passé de 300 milliards de dollars en 2010 à plus de 1,4 billion de dollars en 2022, la dette privée est devenue une classe d'actifs incontournable pour tout investisseur à la recherche de diversification et de rendements. Utilisée à bon escient, elle présente des caractéristiques essentielles à tout portefeuille et ouvre l'accès à une multitude de thématiques d'investissement.

### Le désert bancaire

Un autre catalyseur a également joué un rôle déterminant: le retrait progressif des banques du financement direct des petites et moyennes entreprises. Cette évolution, en grande partie imputable aux réglementations bancaires telles que Bâle III, a contribué à créer de nouvelles opportunités de financement.

### La quête de rendement à l'ère des taux bas

Autrefois réservée aux fonds d'investissements spécialisés, la dette privée s'est largement démocratisée au cours de la dernière décennie. Portée par des taux d'intérêt maintenus proches de zéro après la crise financière de 2008, la classe d'actifs a connu une ascension fulgurante auprès d'investisseurs à la recherche de rendements et de stabilité, loin de la volatilité des marchés boursiers.

Cette tendance semble se renforcer, comme l'indique le récent rapport du «Global PE Barometer» de Coller Capital, publié l'été dernier et qui révèle que 44% des investisseurs interrogés prévoient d'augmenter leur exposition à la dette privée, contre seulement 37% six mois plus tôt. Dans un contexte de marché incertain, la diversification vers des investissements alternatifs est en passe de devenir la norme. La dette privée, qui combine la stabilité du crédit, renforcée par l'absence de 'mark-to-market', avec une décorrélation des marchés traditionnels, pourrait bien être la grande gagnante de cette tendance.

En imposant des niveaux de fonds propres réglementaires de plus en plus élevés, ces réglementations ont rendu le financement des PME trop coûteux et contraignant pour les banques, les obligeant à peu à peu réduire leur exposition. De plus, ces nouvelles réglementations, sans doute dans le but d'éviter toute forme de subjectivité dans leur application, ne mettent pas nécessairement la qualité intrinsèque des emprunteurs au cœur des dispositifs. En conséquence, c'est tout un pan de l'économie mondiale, pourtant crucial pour la croissance, l'innovation et l'emploi, qui a vu son accès au crédit bancaire devenir de plus en plus limité.

Bien qu'ayant pour objectif de renforcer la stabilité financière, ces réglementations ont créé un besoin croissant d'alternatives de financement, contribuant ainsi à dynamiser l'écosystème financier. Cela offre aux entreprises davantage de possibilités pour accéder aux capitaux nécessaires à leur croissance et à l'innovation, tout en offrant aux investisseurs des moyens de diversifier leurs portefeuilles et des profils de risques/rendements potentiellement plus attrayants.



## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)

ALPHA CREDIT—[www.alpha-credit.ch](http://www.alpha-credit.ch)

La dette privée ne se limite donc pas aux mauvais élèves du monde bancaire, bien au contraire! Face à une demande de financement grandissante, les investisseurs peuvent non seulement sélectionner les meilleures opportunités mais également imposer des structures plus robustes visant à mitiger au maximum les risques sous-jacents. Fort de ces constats, le développement de la dette privée prend tout son sens et fait souffler un vent d'innovation, qui bénéficie tout autant aux PME qu'aux investisseurs qui les financent.

### Un multivers d'investissement

Si l'immobilier a beaucoup bénéficié du développement de la dette privée notamment via les financements mezzanine, la dette privée a bien plus à offrir. Elle ouvre la voie à une multitude de thématiques d'investissement autrefois difficiles d'accès et permet aux investisseurs de diversifier leur portefeuille tout en répondant à leurs objectifs stratégiques et financiers.

Infrastructure, énergies renouvelables, transition énergétique, négoce de matières premières, affacturage, 'supplychain', financement d'équipements: ce sont autant d'univers rendus plus accessibles à un large éventail d'investisseurs. Que ce soit via des fonds, des titrisations, du financement participatif ou même des investissements en direct, les supports et les outils se multiplient pour saisir ces opportunités. Ainsi, les investisseurs peuvent aujourd'hui affiner leur stratégie d'investissement en explorant une variété de secteurs et de structures qui permettent d'offrir une diversification toujours plus grande à leur portefeuille.

Au-delà de la diversification, la dette privée est aussi un formidable moyen d'orienter ses capitaux vers des investissements qui reflètent des engagements sociaux et/ou environnementaux avec un impact plus direct qu'un investissement thématique sur les marchés.

### Les limites de la dette privée «traditionnelle»

L'année 2022 a été marquée par un retour de la volatilité sur les marchés du crédit. Le resserrement rapide de la politique monétaire a souvent mis en exergue une trop grande concentration de risque de taux et de crédit long terme dans les portefeuilles. Les stratégies les plus conservatrices ont pu être lourdement affectées et certains investisseurs ont ainsi vu plusieurs années de performance effacées par d'importants mouvements de prix. Une douloureuse piqûre de rappel de la corrélation globale du marché crédit listé.

La dette privée permet d'apporter une forme de stabilité dans les portefeuilles, principalement liée à une absence de 'mark-to-market' et à une forme de décorrélation des fluctuations spéculatives. Cependant, les investisseurs en dette privée restent souvent exposés aux habituelles composantes de risques crédit et de duration.

Ainsi, tout actif de dette privée à taux fixe peut être mis en perspective du niveau de taux du marché: un produit de dette privée acquis en 2021 est-il toujours pertinent en 2023? Le risque de duration se matérialise alors comme sur les actifs côtés et soudainement, l'absence de liquidité de marché peut être vue comme une limite entravant le redéploiement du capital vers des opportunités plus rémunératrices.

De même, ces financements traditionnels reposent sur une analyse crédit valide à la mise en place du financement mais qui peut évoluer fortement au cours de la durée du prêt et notamment au gré des tendances macro-économiques.

Au regard des incertitudes économiques et géopolitiques, renforcées par une fragilité bilancielle accrue par l'environnement de taux élevés, est-il encore raisonnable de concentrer un portefeuille obligataire dans des produits, listés ou non, rémunérant le risque

## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR) ALPHA CREDIT—www.alpha-credit.ch

lié au bilan d'entreprises à moyen long-terme?

Si on a souvent attribué le premium de rendement de la dette privée à une prime d'illiquidité, certaines opportunités de dette privée plus structurées peuvent offrir d'autres formes de liquidité hors des marchés côtés tout en venant mitiger le pur risque bilanciel et de duration. Ces solutions pourraient devenir un complément incontournable dans toute allocation crédit en apportant une véritable réponse aux limites du marché crédit listé, et en contribuant à rendre la classe d'actif attractive indépendamment des conditions de marché.

### Une nouvelle approche: la structuration et le financement du Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

En se détachant des modèles de financement traditionnels proposés par les banques, les acteurs de la dette privée peuvent répondre plus efficacement aux besoins des emprunteurs tout en améliorant les profils de risque/rendement des opportunités d'investissement associées. En s'affranchissant des contraintes imposées par une approche de financement «en masse» qui impose de standardiser au maximum les produits proposés, les prêteurs peuvent innover et proposer des solutions sur mesure réellement différenciantes.

La relative rareté des financements permet également d'imposer des structures légèrement plus

contraignantes pour l'emprunteur telles que la mise en place de comptes à double signature, de mécanismes de tirages auto-liquidatifs ou encore le recours à l'assurance-crédit. Ces techniques de structuration n'ont rien de révolutionnaires. Elles sont inspirées du financement du négoce de matières premières, aussi appelé Trade Finance, pratiqué depuis des centaines d'années par les banques. Elles permettent de mitiger la plupart des risques sous-jacents tout en limitant le risque direct lié au bilan des entreprises financées via un contrôle strict de l'utilisation des fonds.

Ces techniques de mitigation du risque s'appliquent particulièrement bien au financement du besoin en fonds de roulement (BFR ou 'working capital') et comprennent notamment:

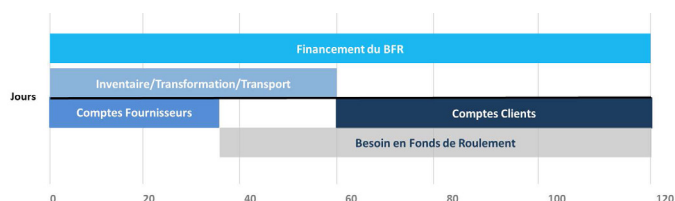
- Le financement transactionnel et auto-liquidatif, qui consiste à financer une transaction spécifique plutôt qu'un bilan comme dans un prêt à terme classique.
- La prise de sécurité sur des marchandises ou actifs «liquides» avec un taux d'avance (Loan to Value—LTV) inférieur à 100% pour créer une sur-collatéralisation du financement.
- Le recours quasi systématique à l'assurance-crédit pour se couvrir du risque de paiement des acheteurs finaux.

Le BFR correspond à la somme qu'une entreprise doit posséder pour financer son activité en attendant



## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR) ALPHA CREDIT—www.alpha-credit.ch

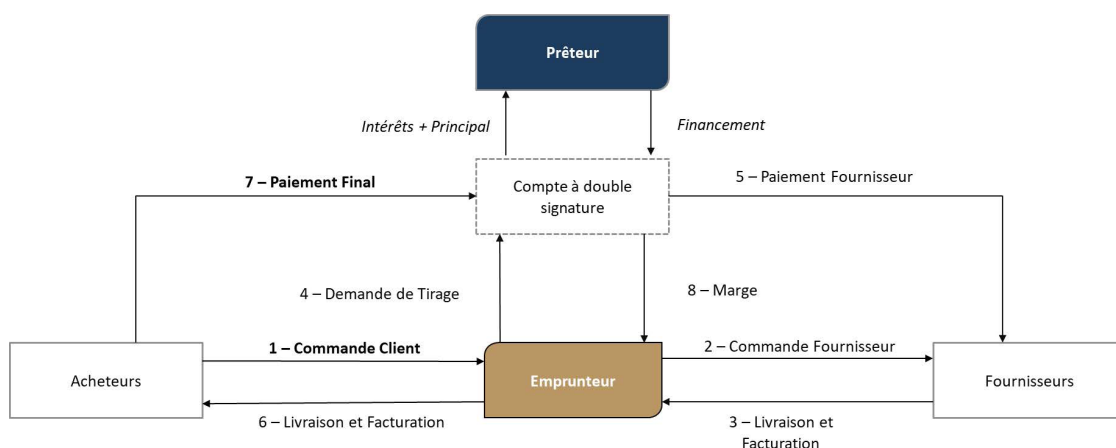
de percevoir les paiements dus par ses clients. Cette somme tend à augmenter proportionnellement au chiffre d'affaires, créant un besoin de liquidité toujours plus grand. Ce phénomène peut rapidement limiter la capacité d'une société à croître en l'absence de solutions adéquates. Financer efficacement le BFR d'une société revient finalement à alimenter son moteur pour lui permettre d'aller plus vite et plus loin.



En plus d'être essentiel pour les entreprises, le BFR a des caractéristiques qui le rendent intéressant du point de vue d'un prêteur. À l'actif, l'inventaire peut avoir une valeur de marché et une certaine liquidité tandis que les comptes clients peuvent se composer

d'entreprises bien plus robustes que l'emprunteur ou encore voir leur risque de crédit couvert par une assurance spécialisée. Au passif, le compte fournisseur peut être lui aussi restructuré pour réduire le besoin en liquidités.

Ainsi, en plaçant les fonds prêtés sur un compte à double signature et en s'assurant que les paiements des clients finaux soient effectués sur ce même compte, le prêteur s'expose au cycle du BFR et non plus à la solvabilité sur le long terme de son emprunteur. Cela permet non seulement de limiter l'exposition au bilan de l'emprunteur, mais également d'offrir une liquidité liée à la nature même des actifs financés. En effet, comme chaque nouveau tirage par l'emprunteur est sujet à validation, les investisseurs ont des options de remboursement fréquentes et peuvent maîtriser efficacement leur risque de durée, tout en ayant un levier sur les emprunteurs pour envisager des hausses de rendement dans un contexte de taux élevés.



## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)

ALPHA CREDIT—[www.alpha-credit.ch](http://www.alpha-credit.ch)

### Financement d'un trader de cacao

Prenons l'exemple d'un trader de cacao, bien établi au Cameroun, et sourçant des cargaisons sur le marché local qui sont ensuite vendues à Nestlé via un contrat long-terme en place depuis plusieurs années. Le cacao, comme beaucoup d'autres matières premières, doit généralement être payé dès son chargement sur le navire qui le transportera à destination. Le transport durera ensuite plus d'un mois avant que la marchandise ne soit finalement livrée à Nestlé et que notre trader puisse facturer et obtenir un paiement sous 30 à 60 jours.

Ainsi, notre trader voit 100% du montant de son achat immobilisé pendant un total de 2 à 3 mois. La somme de ce montant pour toutes les transactions en cours représente le BFR de notre trader. Sans solution de financement, il est limité dans sa croissance par son capital disponible.

Pourtant, lorsque la cargaison est chargée sur le navire, testée en qualité et quantité par des sociétés indépendantes telles que SGS ou Veritas, et enfin assurée par des assurances cargo couvrant les risques liés au transport, la transaction s'approche davantage d'un risque crédit Nestlé que d'un risque bilanciel sur notre trader de cacao. Pour financer davantage de transactions, ce dernier sera prêt à payer un taux bien plus élevé que ce qu'un risque similaire pourrait rapporter sur les marchés.

Ainsi, en utilisant un compte à double signature contrôlé par le prêteur et dont les fonds ne pourront être utilisés que pour payer des fournisseurs de cacao contre présentation d'une série de documents confirmant les aspects clés des transactions sous-jacentes (notamment la confirmation d'instructions de paiement par Nestlé sur ce même compte), il est possible de créer un profil de risques/rendement intéressant qui peut s'apparenter à un arbitrage de risque crédit.



### Escompte de subventions à la rénovation énergétique en France

Prenons maintenant l'exemple de la rénovation énergétique en France. Le secteur du bâtiment est essentiel pour atteindre les objectifs énergétiques et environnementaux de l'UE. Le rythme et l'ampleur de la transition vers une énergie propre au niveau mondial ne sont pas encore en ligne avec les objectifs climatiques. Selon l'UE, les bâtiments sont responsables à eux seuls d'environ 40% de la consommation d'énergie de l'UE et de 36% des émissions de gaz à effet de serre. L'UE a donc créé un éventail de politiques et de mesures de soutien qui poussent les gouvernements à renforcer la performance énergétique des bâtiments via une amélioration du parc immobilier existant.

En France, les particuliers, comme les entreprises, qui réalisent des travaux de rénovation énergétiques





## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)

ALPHA CREDIT—[www.alpha-credit.ch](http://www.alpha-credit.ch)

dans leurs logements ou leurs locaux, sont éligibles au paiement de primes qui peuvent financer jusqu'à 80% du montant des travaux. Ces primes sont liées à deux régimes de subvention qui apportent un soutien plus important aux ménages à faible revenus:

- ➔ Ma Prime Rénov' («MPR»), financé par l'État Français.
- ➔ Les Certificats d'Économie d'Énergie («CEE»), dispositif créé en 2005, qui oblige les fournisseurs d'énergie (électricité, gaz, fioul et le diesel/essence pour véhicules) dont les ventes dépassent un certain seuil à participer aux économies d'énergie, soit par des économies directes sur leurs propres installations, soit par l'achat de CEE qui sont créés via des travaux d'économie d'énergie.

Ces subventions, bien que critiques pour inciter à la réalisation de ces travaux, demeurent malheureusement peu efficaces en l'absence de financements adaptés en raison des délais entre la réalisation des travaux et leur paiement par les acteurs concernés. En effet, ni les installateurs, qui doivent financer l'achat du matériel et de la main-d'œuvre, ni les particuliers aux revenus souvent modestes, ne peuvent porter ce différentiel de trésorerie d'environ 2 à 3 mois.

Ces dispositifs relativement simples dont les étapes et les critères de paiement sont très encadrés et documentés, combinés avec des débiteurs finaux de qualité, permettent de structurer des financements à

fort impact tout en offrant un profil de risque maîtrisé pour les investisseurs.

En finançant les installateurs sur fourniture de preuves tangibles de réalisation des travaux éligibles et une cession des subventions à recevoir, l'investissement permet aux clients finaux de ne payer que le reste à charge tout en s'exposant à un risque de paiement d'entités étatiques ou de grands énergéticiens comme Total, EDF ou Engie.

De plus, la nature court-terme des cycles financés permet d'offrir une liquidité régulière aux investisseurs ainsi qu'un premium de rendement lié à un risque de crédit «indirect» sur les débiteurs finaux qui est donc mieux rémunéré. En effet, les installateurs, pour remplir leurs carnets de commande, sont prêts à payer un rendement généralement plus élevé que ce qu'un risque similaire pourrait rapporter aux investisseurs sur les marchés financiers.

### Le futur de la finance: un écosystème en mutation

Le retrait des banques pourrait donc finalement conduire à une circulation beaucoup plus efficace des capitaux vers l'économie réelle. La dette privée pourrait être un des principaux vecteurs de cette transformation en permettant à de nouveaux acteurs de l'écosystème financier de répondre à des problématiques de financement qui ne trouvent pas de réponses auprès des prêteurs traditionnels.



## COMMENT CONCILIER DÉCORRÉLATION, STABILITÉ ET LIQUIDITÉ? FINANCEMENT STRUCTURÉ ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)

ALPHA CREDIT—[www.alpha-credit.ch](http://www.alpha-credit.ch)

Les fonds de pension, compagnies d'assurance, fondations et investisseurs privés pourraient ainsi jouer un rôle de plus en plus prépondérant dans le financement des entreprises, mais aussi de problématiques aussi essentielles que la transition énergétique et les enjeux liés à l'ESG (Environnement, Social, Gouvernance).

Grâce à des structures innovantes, les acteurs de ce nouvel écosystème peuvent faciliter l'accès à cette classe d'actifs qui regorge d'opportunités attractives ne demandant qu'à être financées.

*Venez nous rencontrer à L'IceBergues à Genève  
le 23 janvier prochain,  
lors de la conférence:*

**Comment Concilier Décorrélation,  
Stabilité et Liquidité?  
Financement Structuré et Besoin en  
Fonds de Roulement (BFR)**

*organisée par le GSCGI—Voir l'invitation en page 39.  
Reservez votre place!*

## BIOGRAPHIES DES AUTEURS

### Timothée Bloch, Co-fondateur

Expert en investissement et crédit alternatif, Tim possède 10 ans d'expérience dans divers secteurs. Il a travaillé en Private Equity, Fusions-Acquisitions, ainsi que dans une boutique spécialisée en Trade Finance à Londres. Diplômé de l'EDHEC Business School (MSc Financial Markets, spécialisation gestion d'actifs).

### Antoine Martini, Co-fondateur

Avec 10 ans d'expérience en banque d'investissement et gestion de patrimoine, Antoine s'est spécialisé dans les produits structurés et la gestion de portefeuilles pour des clients privés. Expert des marchés financiers, des produits dérivés et de la gestion d'actifs, il est diplômé de l'EDHEC Business School (MSc Financial Markets, spécialisation gestion d'actifs).

## A PROPOS D'ALPHA CREDIT



Membre du GSCGI

Alpha Credit est une société spécialisée dans le financement structuré du 'working capital'. Notre mission consiste à transformer les besoins de financement court terme des entreprises en produits obligataires robustes, liquides et accessibles aux investisseurs non spécialisés.

Volume de <u>crédit alternatif</u>	Obligations	Emprunteurs	Transactions
<b>USD 500 millions</b>	<b>12</b>	<b>30+</b>	<b>1000+</b>

Nos solutions d'investissement sont disponibles à travers des obligations individuelles ou via un véhicule d'investissement diversifié, offrant une exposition globale à notre stratégie tout en permettant une liquidité quotidienne.