

# La lettre du Trésorier

Mensuel de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise

ENTRETIEN P. 8

**Nadine Grevaz**  
Présidente  
Association des  
trésoriers d'entreprise  
en Suisse romande



EDITORIAL P. 3

**Printemps  
économique sur  
fond d'inquiétudes**

MÉTIER P. 22

**L'Euro PP, souple  
et dimensionné  
pour les besoins  
des entreprises**



DOSSIER P. 11

**La location,  
entre financement et service**

**aFTE** |

N°324 Mai 2015

18 euros

# Printemps économique sur fond d'inquiétudes

L'activité économique redémarre franchement dans la zone euro, au point que les experts n'excluent pas d'être pris en flagrant délit d'excès de prudence lorsque sera établi le bilan de leurs prévisions, en fin d'année. L'on peut certes émettre des réserves quant à la capacité du mouvement à s'autoalimenter, notamment via les exportations, dans un contexte où les Etats-Unis donnent des signes de faiblesse caractéristiques d'une fin de cycle et où de nombreux pays en développement sont à l'arrêt ou en perte de vitesse. On ne peut cependant que se féliciter de ce retour à une croissance demeurée longtemps introuvable.

Cette hirondelle fera-t-elle le printemps des financiers d'entreprise ? Rien n'est moins certain : quand l'économie se porte mieux, ce sont les marchés financiers qui alimentent les craintes.

En témoigne la guerre des changes que se livrent les grands pays ou blocs économiques par banques centrales interposées. La fuite en avant généralisée vers une dévaluation plus ou moins maîtrisée peut faire momentanément des heureux, comme l'attestent les récentes publications trimestrielles des entreprises européennes, mais elle porte en elle les germes de l'instabilité et de l'imprévisibilité.

La bulle spéculative qui prévaut sur à peu près tous les marchés de dette, entretenue par ces politiques monétaires non conventionnelles, constitue une autre source d'inquiétude : quand la planète retient son souffle dans l'attente d'un relèvement d'un petit quart de point du taux de refinancement de la Réserve fédérale – assurément une bonne nouvelle –, n'est-ce pas le signe que l'économie marche sur la tête ?

En attendant le prochain krach obligataire ou, du moins, s'agissant de la dette d'entreprise, une remontée des taux d'intérêt d'autant plus vive que la liquidité du marché secondaire est devenue problématique, la déconnexion entre le prix des obligations et la réalité fait courir un double risque : celui d'une allocation hasardeuse et essentiellement opportuniste

des ressources financières et celui de la création de bulles sectorielles, comme c'est peut-être le cas dans l'industrie du schiste bitumineux aux Etats-Unis.

Les marchés d'actions sont eux aussi en lévitation : l'indice Standard and Poor's 500, qui a été multiplié par plus de trois depuis mars 2009, culmine à 75 % du dernier pic historique d'octobre 2007. Si le niveau de l'indice vedette reflète la bonne santé des entreprises américaines, il témoigne aussi d'un choix par défaut de la part d'investisseurs à la recherche de rentabilité – et donc de risque. La performance des marchés d'actions américains doit par ailleurs beaucoup aux rachats de titres, largement financés par la dette (l'année dernière, les dividendes et les rachats d'actions ont représenté 95 % des bénéfices des entreprises du S&P500). Larry Fink, le président de BlackRock, le plus grand gestionnaire d'actifs mondial, vient d'écrire à ce propos aux dirigeants des entreprises du S&P 500 en les enjoignant de privilégier les investissements à long terme et non un retour de capital immédiat et trop généreux à leurs actionnaires.

Ce contexte (prix des obligations et des actions au plus haut) doit nous inciter à la prudence : l'action des banques centrales sur les taux d'intérêt peut avoir des effets involontairement pervers. Le niveau inédit et persistant de taux d'intérêt bas incite à une quête légitime de rendement, mais il peut également conduire à des investissements inconsidérés dans des actifs plus risqués ou des projets plus douteux. Les conditions d'une crise semblent dès lors réunies. Reste à savoir quel en sera le déclencheur : mouvement soudain des taux d'intérêt, défauts d'entreprises surendettées, ralentissement de la croissance aux Etats-Unis lié à la vigueur du dollar et à l'essoufflement des investissements, matérialisation des incertitudes géopolitiques ? La mission du trésorier d'entreprise est plus que jamais de prémunir son bilan (à l'actif comme au passif) contre les conséquences d'une exubérance qui paraît bien peu rationnelle.

**La Lettre du trésorier**

# forexfinance

UN CONSEIL  
SPECIALISÉ  
DANS LA GESTION  
DES RISQUES  
FINANCIERS ET DANS  
L'ORGANISATION  
DE LA FONCTION  
TRÉSORERIE



## CONSEIL EN GESTION DES RISQUES FINANCIERS

Forex Finance propose une méthode de gestion sécurisée et rationnelle pour conseiller les entreprises dans leurs stratégies de couverture de Change, de Taux d'Intérêt et de Matières Premières.

Forex Finance offre des prestations récurrentes ou ponctuelles en :

- ✓ Gestion des risques
- ✓ Contrôle des risques / reporting / valorisation
- ✓ Documentation IFRS / déclaration EMIR

## REPORTINGS DE CHANGE, DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE MATIÈRES PREMIÈRES EN LIGNE

- ✓ Suivi quotidien des positions et des mark-to-markets
- ✓ Mesure de la sensibilité des positions aux marchés
- ✓ Analyse du risque de contrepartie
- ✓ Analyse des portefeuilles d'opérations
- ✓ Production des écritures comptables
- ✓ Saisie d'opérations et téléchargement de fichiers
- ✓ EMIR : Déclaration des opérations de couverture auprès du référentiel central de votre choix

## CONSEIL EN ORGANISATION DE TRÉSORERIE

FOREX FINANCE accompagne les Directions Financières, de la formalisation des recommandations à leur mise en place, pour les projets suivants :

- ✓ Mise en place de solutions de trésorerie (TMS)
- ✓ Optimisation des processus de traitement et contrôle interne
- ✓ Identification et mesure des risques financiers (cartographie, politique de gestion)
- ✓ Traduction comptable des opérations financières
- ✓ Optimisation des opérations (centralisation du cash, des risques, netting)
- ✓ Audit / diagnostic de la fonction trésorerie
- ✓ Conception et mise en œuvre de reporting de trésorerie (cash, risque, performance)

### CHANGE / TAUX D'INTÉRÊT / MATIÈRES PREMIÈRES

CONSEIL EN GESTION DES RISQUES

VALORISATIONS ET CALCULS FINANCIERS

PRODUCTION RÉGLEMENTAIRE (IFRS - EMIR)

Forex Finance • 27 rue de Berri 75008 Paris • Téléphone +33 (0)1 47 42 04 21 • o-lechevalier@forexfinance.com

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

# Sommaire



## La Lettre du trésorier N°324 / mai 2015

**afte** | Association Française des  
Trésoriers d'Entreprise

**Président**  
Philippe Messenger

**Directeur de la publication**  
François d'Alverny

**Rédacteur en chef**  
Arnaud Brunet  
arnaud.brunet@afte.com

**Comité de rédaction**  
Raffi Basmadjian  
Véronique Blanc  
Marc Espagnon  
Paolo Falcone  
Lionel Jouve  
Vincent Le Bellac  
Véronique Nassour  
Hervé Postic  
Brice Roche  
François Schlumberger

Commission paritaire  
N° CPPAP 0614 G 88142  
ISSN n° 0757 - 0007  
Dépôt légal : mai 2015 -  
N° 0.1114  
Impression : Imprimerie de  
Champagne - 52200 Langres  
Régie publicitaire : FFE  
Isabelle de la Redonda  
01 53 36 20 42  
i.redonda@ffe.fr

AFTE  
3 rue d'Edimbourg  
75008 Paris  
Tél : 01 42 81 53 98  
Fax : 01 42 81 58 55  
Adresse Internet : afte.com  
E-Mail : afte@afte.com

### IÉDITORIAL

**PAGE 3** Printemps économique sur fond d'inquiétudes

### ISOMMAIRE

**PAGE 5**

### IUN POINT DE VUE SUR LES MARCHÉS

**PAGE 7** L'Afrique un nouveau support ?

### I ENTRETIEN

**PAGE 8** Nadine Grevoz  
Présidente  
Association des trésoriers d'entreprise en Suisse romande

### DOSSIER PAGE 11

## La location, entre financement et service

### IMÉTIER

**PAGE 22** L'Euro PP, souple et dimensionné  
pour les besoins des entreprises

### IEVÉNEMENT

**PAGE 25** Un pays marqué au sceau de la verticalité

### ITAUX ET CHANGES

**PAGE 26** Les chiffres et vos prévisions

### ILES ACTIVITÉS DE L'AFTE

**PAGE 28**

### IAGENDA

**PAGE 30**

Nos experts  
les ont lus pour vous.  
Tout est dans notre  
solution ...

## TITAN™ Treasury

Gestion des risques

Valorisation  
de produits dérivés

Rating based modeling  
of Credit Risk

Commodities and  
commodity derivatives  
modeling and pricing

La Consolidation  
des comptes. Normes IFRS

Advanced models in  
Value-at-Risk assessment



La gestion du risque n'a jamais été  
aussi simple et sous contrôle.

3V Finance, filiale de Viel & Cie Finance, est l'éditeur  
de la solution TITAN™ Treasury depuis plus de 20 ans.  
Notre métier consiste à concevoir et délivrer des  
solutions de gestion des risques pour aider les  
entreprises à sécuriser leur activité et maîtriser leur  
résultat financier.

Chez 3V Finance, nous considérons que notre métier  
ne se limite pas à la fourniture de solutions  
techniques. C'est pourquoi, nous proposons une  
approche unique qui repose sur le triptyque suivant :  
un niveau de service et d'accompagnement  
« Best-in-Class », une expertise sans équivalent et une  
innovation permanente.

Position – Valorisation – Simulation – Risque de  
marché et de Crédit – Reportings sur mesure –  
Normes EMIR – IFRS 7, 13, 17, IAS 39 – interprétation  
comptable Local Gaap et IFRS SURFI...

**FINANCEMENTS – PLACEMENTS MONETAIRES – TITRES – CASH FLOW  
DERIVES TAUX, CHANGE ET MATIERES PREMIERES**

# L'Afrique un nouveau support ?

Par Philippe Waechter, directeur de la recherche économique, Natixis Asset Management

Les taux d'intérêt sont bas et vont le rester encore un moment même si l'inflation ne se transforme pas en déflation. Il y a en creux l'idée que la croissance sera plus limitée dans les pays industrialisés en raison du vieillissement de la population et donc de la réduction de la population active. Cette situation reflète aussi la position de la Banque centrale européenne qui, en tirant durablement les taux d'intérêt vers le bas, oblige les investisseurs à modifier leur comportement et à choisir des actifs plus risqués.

Cela oblige nécessairement à réfléchir à d'autres types d'actifs ou d'autres supports. Une région ou un continent peut aussi provoquer un intérêt dans une optique de long terme. Sur ce point, l'Afrique semble receler des opportunités.

C'est un territoire immense avec des histoires très différentes d'un point à l'autre du continent. La superficie de l'Afrique englobe les Etats-Unis, la Chine, l'Inde, le Japon, le Mexique, l'Europe centrale et l'Europe occidentale. La diversification du risque est ici assurée.

L'Afrique a connu une croissance remarquable depuis le début des années 2000, de l'ordre de 5 à 9 % par an. L'accélération contraste fortement avec les deux décennies précédentes (illustration). Cependant, son niveau de richesse est encore modeste. L'Afrique subsaharienne représente 3,1 % du PIB mondial exprimé en parité de pouvoir d'achat et l'Afrique et le Moyen Orient 6,7% de celui-ci. A titre de

comparaison, le poids de la France était en 2014 de 2,4%.

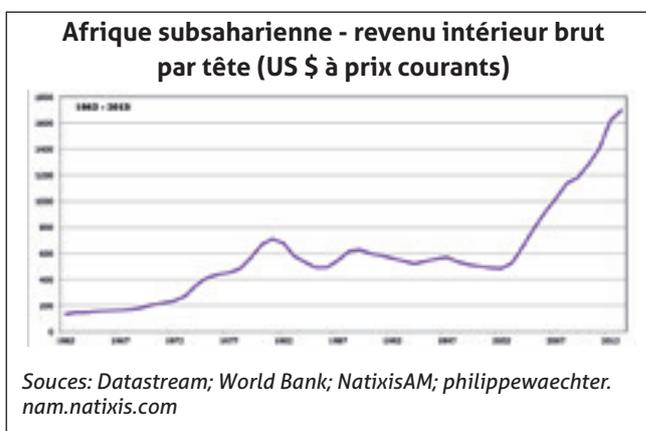
En Afrique subsaharienne, même si chaque pays a une histoire propre, il y a des points communs.

Le premier est le transfert de l'agriculture au bénéfice du secteur manufacturier et des services. Les gains de productivité associés sont une source majeure d'accélération de la croissance. En Asie, cela avait été significatif avec un report fort sur le secteur manufacturier. En Afrique, l'accent est davantage mis sur les services dont la productivité est plus faible, obligeant les Africains à beaucoup d'ingéniosité pour innover à un rythme rapide. De ce point de vue, le téléphone mobile est une ressource majeure avec un taux d'équipement très élevé

sur des matières premières et de l'autre sur des biens manufacturés. La route est encore longue. Le niveau de vie moyen est encore très faible. Il faut donc mettre en œuvre les conditions pour un développement durable. Cela passe par la création d'infrastructures. L'objectif doit être de faciliter les échanges au sein de chacun des pays et entre pays africains. Cela s'observe déjà un peu plus qu'il y a quelques années, et concourt à la hausse de l'activité. C'est aussi un accès à l'électricité, à l'eau et à de nombreux besoins qui font encore défaut. Cela passe par des financements publics-privés de grande envergure. Il leur faudra être suffisamment attrayants pour continuer d'attirer des capitaux étrangers. L'amélioration des conditions d'installation et de démarrage d'une activité traduisent bien cette volonté d'attirer. Plusieurs indicateurs le soulignent. Il faut également mettre en place ou développer le financement bancaire et la gestion de l'épargne. La croissance du secteur financier doit permettre une plus grande

stabilité et accroître la possibilité de se projeter dans le futur. A une échelle réduite, les expériences de micro-crédit ont été très porteuses de promesses en créant des perspectives nouvelles.

L'Afrique décolle et le fait avec une population jeune dont le niveau d'éducation progresse rapidement. Cela crée les conditions à terme d'un développement plus autonome.



(supérieur à 60 %) et une capacité à faire des opérations, notamment de paiement, sécurisés et souvent plus novateurs qu'en Europe.

La deuxième étape a été l'apport de la hausse du prix des matières premières. Cela a été un apport indéniable mais ce n'est pas l'unique source d'amélioration des revenus. Le troisième point est le développement des échanges avec la Chine. Cela a créé une impulsion durablement robuste sur la crois-

# Nadine Grevaz,

Présidente,

Association des trésoriers d'entreprise  
en Suisse romande (ACTSR)

« Faciliter l'échange des connaissances »



## Comment s'est constituée l'association dont vous êtes présidente ?

Les premières initiatives datent de tout début des années 1980. Des trésoriers de grands groupes internationaux présents en Suisse, dont l'un des sujets de réflexion et de préoccupation était le change, se sont réunis au sein d'un « club forex » afin d'échanger leurs points de vue et leurs expériences. Ces fondateurs ont ensuite pris de plus en plus de responsabilités dans leur entreprise, élargissant leurs domaines d'intervention. Au milieu des années 2000, il est alors apparu que la structure de

club ne répondait plus à toutes les attentes et qu'il convenait de formaliser davantage ce regroupement de professionnels de la trésorerie. L'Association des trésoriers d'entreprise en Suisse romande (ACTSR) a ainsi été créée en 2010. Cela a permis, entre autres, de devenir association membre de l'*European Association of Corporate Treasurers* (EACT).

## Quels sont les grands principes de fonctionnement qui régissent l'association ?

Il s'agit d'une association de personnes, en l'occurrence toutes

des professionnels de la trésorerie d'entreprise, quelles que soient leur spécialité et leurs responsabilités. Nous comptons aujourd'hui environ cent vingt membres actifs travaillant dans des entreprises très diversifiées : groupes internationaux présents en Suisse, sociétés suisses, entreprises du secteur du négoce... A l'image de ce qui se pratique à l'Association française des trésoriers d'entreprise, nous acceptons aussi, au côté des membres actifs, des membres correspondants, qui de par leur profession ou en raison de leur objet social s'intéressent aux questions de gestion de trésorerie, mais qui ne participent pas à l'administration de l'association. Le conseil d'administration est composé de sept membres élus pour trois ans par l'assemblée générale. J'ai pour ma part été désignée il y a deux ans.

## Quels buts l'ACTSR poursuit-elle ?

L'une des missions de l'association demeure celle qui a prévalu à la création du club forex des débuts : favoriser la connaissance mutuelle des membres, élargir le réseau professionnel de chacun et faciliter l'échange des connaissances. Les moments privilégiés pour cela sont d'une part, un événement

d'une demi-journée – qui prolonge l'assemblée générale annuelle –, que nous organisons en toute indépendance économique, ce qui nous donne une grande liberté dans les thèmes abordés et le choix des orateurs invités, d'autre part cinq rencontres par an, qui ont lieu le plus souvent à Genève, et dont les thèmes récents ont été, par exemple, les conséquences des taux négatifs sur la gestion de trésorerie ou encore les relations avec les *credit managers* – lesquels peuvent être rattachés hiérarchiquement au trésorier groupe. Il y a aussi des moments de détente, qui peuvent prendre la forme de randonnées à raquettes dans le Jura, à une grosse demi-heure de voiture de Genève. La communication avec les membres et entre les membres prend aussi la forme d'un site internet – que nous sommes en train de reconfigurer – et d'un groupe fermé du réseau social LinkedIn, qui permet d'aborder de nombreux thèmes et de poser quantité de questions en toute confidentialité, entre pairs. A cet objectif initial s'ajoute celui, plus institutionnel, consistant à faire connaître aux autorités nationales les attentes des professionnels de la trésorerie et, pourquoi pas ? à devenir un organisme représentatif prenant des positions sur les orientations réglementaires. Une partie du travail actuel consiste justement à inscrire l'ACTSR dans le paysage de la finance d'entreprise et à faire en sorte que nous devenions des interlocuteurs naturels des autorités compétentes.

### **Sur quels types de dossiers l'association pourrait-elle intervenir ?**

C'est une spécificité suisse, du moins pour les entreprises d'une certaine taille, que d'avoir à composer à la fois avec un environnement et des règles internationales – le Sepa ou Emir en sont des

illustrations parmi bien d'autres – et avec des règles et des usages purement nationaux. Pour notre association, il s'agit donc d'être actif sur ces deux ensembles géographiques en même temps. En Suisse, le Conseil fédéral a ouvert fin 2013 une consultation relative à la loi sur l'infrastructure des marchés financiers. Cette loi vise à adapter la réglementation des infrastructures des marchés financiers et du négoce de dérivés aux évolutions des marchés et des normes internationales. Nous avons participé à cette consultation et nous suivons de près l'évolution du cadre réglementaire de ce projet d'encadrement des déri-

## **Devenir des interlocuteurs naturels des autorités**

vés de gré à gré qui a les mêmes visées qu'Emir. On ne sait toujours pas, par exemple, à quels niveaux seront fixés les seuils d'exemption pour les entreprises non financières, et on ne connaît pas les modalités de déclaration à des référentiels centraux qui sont en cours d'agrément. Ce dossier est intéressant, car il permettra d'apprécier dans quelle mesure une place financière a pu tirer des leçons d'expériences similaires, Emir ou Dodd Frank en l'occurrence. Pour ce qui est de l'échelon européen, l'EACT, dont nous sommes membre, est un bon vecteur de représentation des trésoriers et des entreprises, et dans ce cadre, nous avons participé aux différentes consultations liées à Emir.

### **Pouvez-vous indiquer quelques étapes de votre parcours ?**

Après des études d'économie et gestion des entreprises à Grenoble et à Brighton en Angleterre, j'ai découvert les techniques de gestion de trésorerie lors de mon année de master en finance d'entreprise et pratique des marchés financiers de l'Institut d'études politiques de Strasbourg. Depuis quinze ans, j'occupe différentes positions dans les métiers de la trésorerie en France et en Suisse, dans des groupes cotés. Pendant les cinq premières années, dans la gestion du risque de change et de taux à TF1 et Biomérieux.

Ce qui me plaisait était cette possibilité de suivre le trading sur les marchés tout en pouvant identifier clairement le produit sous-jacent. J'ai ensuite élargi mes domaines de compétence et prérogatives en prenant la responsabilité du département trésorerie de M6 où, en plus du management de l'équipe, j'ai connu les joies d'un changement de normes comptables et du logiciel de trésorerie. L'étape suivante a davantage développé ma vision internationale : deux ans et demi pour le groupe américain de jeux vidéo Electronic Arts en tant que trésorier Europe, et, en tout, six ans à la trésorerie d'Ahold, où j'exerce actuellement le rôle de directeur « trésorerie *controlling* et gestion de projet ». Ahold est un groupe de supermarchés présent aux Etats-Unis et en Europe, qui réalise un chiffre d'affaires de 33 milliards d'euros. La fonction trésorerie est centralisée et gère les liquidités, les risques financiers, le financement, les relations avec les banques et les agences de notation. Mon rôle au sein de cette trésorerie m'a permis d'ajouter à mes connaissances celles de contrôle interne, du suivi des réglementations internationales et du contrôle de gestion de filiales.

# NOTRE MÉTIER

## Fiabilisation et Cohérence des Systèmes d'Information

En tant que spécialiste des processus de gestion, ACA / Alsyon vous garantit:

- ▶ Une bonne compréhension des enjeux de l'entreprise
- ▶ La connaissance et la maîtrise des processus de gestion
- ▶ La capacité à faire évoluer l'ensemble des pratiques de l'entreprise

*Depuis 25 ans, Aca / Alsyon édite des progiciels spécialisés. Aca / Alsyon est également DVA, intégrateur SAP et Centre de support SAP. ACA / Alsyon apporte à ses clients une réponse complète pour la refonte de leur Système d'information.*



## La location, entre financement et service

Le leasing est dans l'air du temps, au moment où la détention en propre de l'outil de production n'est plus une évidence. Les arbitrages – crédit-bail ou location opérationnelle, acheter ou louer –, ne sont pas strictement d'ordre financier et impliquent plusieurs fonctions de l'entreprise.



Dossier réalisé par  
Arnaud Brunet

Si l'on n'emploie plus comme sous le bon roi Henri IV « la bailler belle » pour dire « duper avec de belles promesses », le crédit-bail - qui n'est pas péjoratif - est, lui, toujours là après s'être imposé sans tapage mais sûrement dans le paysage du financement. Il est même très « tendance » à une époque où l'usage tend à primer la posses-

sion, où les entreprises industrielles s'enorgueillissent de fonctionner « sans usine » et où le paiement à la carte (*pay-per-use*) est devenu l'alpha et l'oméga de la consommation de masse.

Dans l'Europe de l'Atlantique à l'Oural, l'activité consistant à louer des biens de toute sorte à des en-

treprises, quelles que soient les modalités pour ce faire (avec ou sans possibilité d'acquiescer le bien... : lire page 16) constitue une industrie considérable : quelque 1400 sociétés de leasing accordent de l'ordre de 250 milliards d'euros de nouveaux financements chaque année. Deux pays et un actif dominant de la tête et des épaules le marché

de la location d'équipements, le plus important : le Royaume-Uni et l'Allemagne d'une part, les véhicules de transport, voiture et utilitaires, d'autre part.

La France n'est pas absente de la distribution des prix dans ce domaine, à double titre. Par le nombre de ses sociétés de leasing de premier plan : Société générale et BNP Paribas figurent aux deux premières places d'un classement où cinq acteurs nationaux se classent dans les quinze premiers (lire le tableau ci-contre). Et par la place importante qu'y occupe le crédit-bail immobilier, le seul pays comparable à cet égard étant l'Italie. Avec environ 5 milliards d'euros d'encours par an, le crédit-bail représente de 30 % à 40 % du financement de l'immobilier non résidentiel dans l'Hexagone. Une poignée de gros acteurs, parmi lesquels BPCE et la Banque publique d'investissement, se dispute l'essentiel du marché.

S'il a encore de grosses marges de progression en France, le crédit-bail mobilier représente tout de même un montant d'investissement annuel de l'ordre de 10 milliards d'euros et finance bon an mal an un quart des achats de biens manufacturés. Une

Les grands du leasing en Europe	
	prod.(*)
Société générale Leasing Solutions (France)	11,9
BNP Paribas Leasing Solutions (France)	11,9
Volkswagen Leasing GmbH (Allemagne)	10,3
De Lage Landen International (Pays-Bas)	9,7
Unicredit Leasing (Italie)	8,8
Deutsche Leasing (Allemagne)	7,4
Nordea Finance (Suède)	5
LeasePlan Corporation (Pays-Bas)	4,4
Alphabet (Allemagne)	4,2
OJSC VEB Leasing (Russie)	4,1
Cr. agricole Leasing & Factoring (France)	4
CM CIC Bail (France)	3,5
Porsche Bank AG (Autriche)	3,1
DNB Finans (Norvège)	2,9
RCI Banque (France)	2,8

(\*) nouveaux financements, en 2013, en milliards d'euros Périètre: Europe, Fédération de Russie y compris Source: Leaseurope

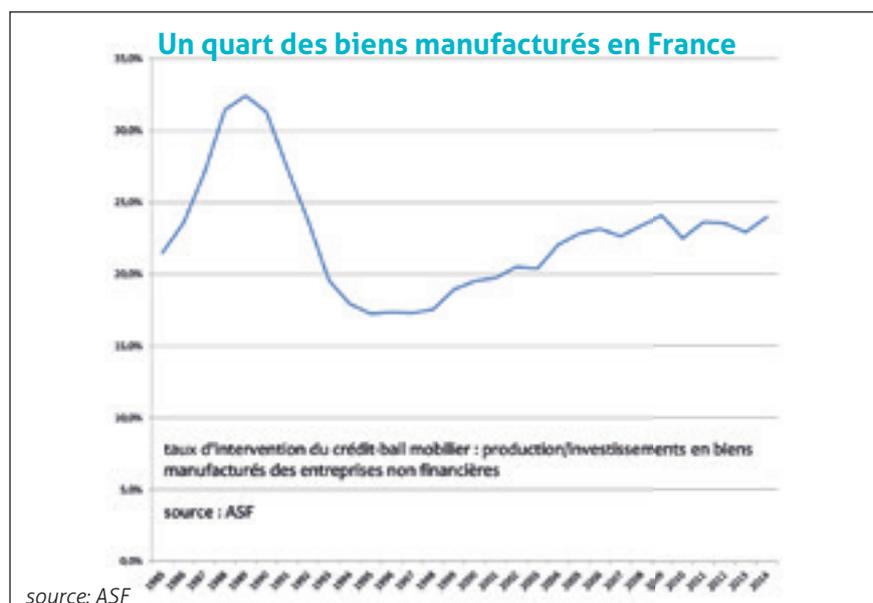
entreprise sur deux, par ailleurs, a recours au crédit-bail pour ses besoins en informatique (serveurs, ordinateurs, tablettes...). Les bailleurs sont nombreux en France – environ soixante-dix – et se livrent une concurrence « très âpre » selon le directeur

du financement d'une société du SBF 120 qui y voit l'occasion de réaliser de « bonnes affaires ».

### Marges écrasées

Le principe même de la location, quelle que soit sa forme, recèle un atout non discutable : le fait de lisser dans le temps les flux de trésorerie attachés à la disposition d'un outil de travail. Autre attrait, les quotités financées sont généralement de 100 %, tandis qu'en présence d'un crédit classique, cette part s'étagé le plus souvent de 70 % à 90 %.

Par ailleurs, les marges appliquées au financement locatif sont écrasées, dans la mesure où le bien loué constitue une garantie efficace pour le bailleur. « Nous n'étions traditionnellement pas adeptes du crédit-bail, mais nous avons revu notre jugement, si bien que la moitié de nos investisse-



# Comprendre et gérer les risques aujourd'hui – pour créer de la valeur demain.

Identifier, analyser et anticiper les risques depuis plus de 150 ans, a fait de nous des experts en gestion d'actifs – cette approche est au cœur de notre philosophie d'investissement. C'est le meilleur moyen pour construire avec vous des performances régulières et durables.



Swiss Life Asset Management (France) – SA au capital de 3 000 000 € – RCS Nanterre 344 677 885 – Agrément AMF 23/12/2003, N°GP 03 026 – 03/2015

TBWA ZÜRICH



SwissLife  
Asset Managers

L'avenir commence ici.

ments est aujourd'hui financée de la sorte. C'est moins cher qu'un crédit classique à moyen terme et moins lourd administrativement qu'avant », témoigne Christophe Bourjac, directeur de la trésorerie de Ponticelli, un groupe industriel qui réalise 800 millions d'euros de chiffre d'affaires. Cependant, l'écart de rémunération avec un crédit classique tend à diminuer, voire à s'annuler, en période de liquidités bancaires abondantes et de faibles taux de refinancement des établissements financiers, ce qui est le cas en ce moment.

En matière de crédit-bail immobilier, il faut aussi considérer le gain fiscal (crédit d'impôt) dû à l'amortissement accéléré du bien, cela alors même qu'il y a réintégration fiscale à la levée de l'option (on réintègre la différence entre le suramortissement et l'amortissement tel qu'il aurait été pratiqué si l'immeuble avait été détenu en propre). Cet avantage fiscal, qui tend à s'amenuiser quand l'inflation, et donc les taux d'intérêt, faiblissent, est de l'ordre de 15 à 20 points de base, estiment les professionnels du secteur. « Nous venons de refaire nos calculs, qui aboutissent à la conclusion que cet avantage fiscal demeure pertinent », confirme Olivier Cestre, le directeur administratif et fi-

nancier « immobilier » de Decathlon, un groupe qui a recours à ce mode de financement pour des actifs - principalement des magasins - d'une valeur supérieure à quelques millions d'euros.

Le crédit-bail immobilier n'est cependant pas la panacée, car ce que l'on peut faire aisément en tant que propriétaire (vente partielle, changement de locataire en toute confidentialité, travaux, extension...) l'est moins en tant que locataire et entraîne des coûts cachés (frais d'avocat et/ou notaire, traitement administratif...) qui ne peuvent être négligés.

#### Arbitrage multicritère

Il en va d'ailleurs ainsi pour toutes les formes de location, qu'il s'agisse de biens d'équipement ou d'immeubles : la décision d'y recourir ne relève pas de la seule approche financière, et concerne en outre, à des degrés variables, plusieurs départements de l'entreprise.

L'analyse financière elle-même ne se fait pas in abstracto, et les conclusions varient selon la structure d'endettement de l'entreprise, les conditions de marché (en particu-

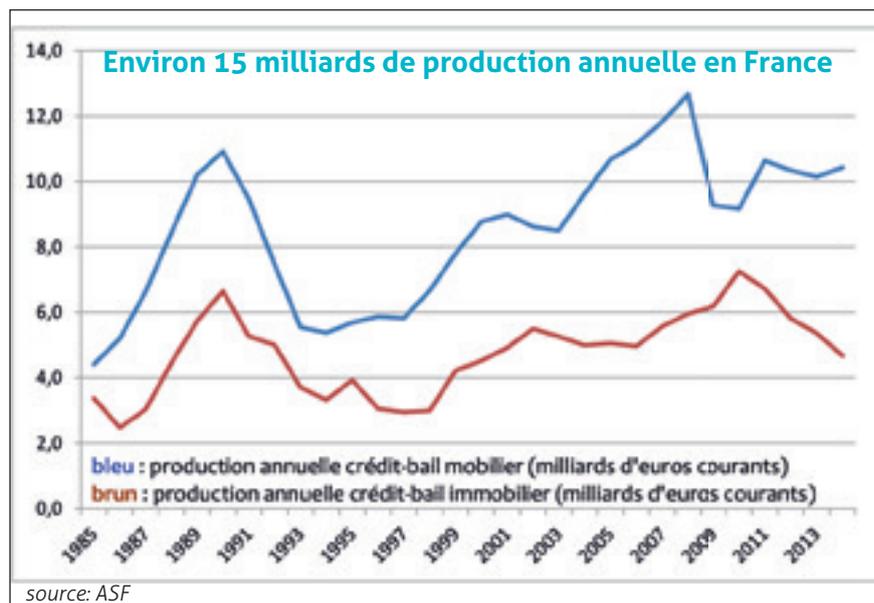
lier la forme de la courbe des taux d'intérêt), la variété et la qualité des prêteurs habituels ou encore la nature de l'actionnariat (un actionnaire privé ou familial peut par exemple privilégier la détention en propre d'actifs réputés sûrs - immobiliers entre autres - en sachant pertinemment qu'à moyen terme, une meilleure allocation des fonds propres serait possible).

Il tombe par exemple sous le sens que lorsqu'une maison mère a accès à des financements de marché peu onéreux, l'attrait de la location faiblit voire n'existe plus. C'est encore plus net dans les périodes de déflation où les liquidités excédentaires ne sont pas ou peu rémunérées. « Lorsque nous étudions les projets aujourd'hui, nous privilégions le paiement en cash plutôt que la location, car nous avons procédé à notre première émission obligataire l'année dernière », témoigne le trésorier d'une société d'ingénierie industrielle.

Il peut arriver que le recours au crédit-bail, peu consommateur de fonds propres réglementaires, constitue un moyen de maintenir de bonnes relations avec des banques gênées, entre autres, par un taux d'emprise déjà élevé. La location sans option d'achat, de son côté, permet de ne pas augmenter la dette, même si les agences de notation retraitent ces contrats (lire page 19). « Il y a quelques années, au moment où notre dette atteignait un pic, nous avons intensifié le recours à la location », explique le directeur du financement d'une entreprise du SBF 120 cotée mais non notée, peu dupe néanmoins de la portée de cet habillage de bilan.

#### Une forme d'externalisation

Dans les arbitrages entre location et autres formes de financement, les éléments pratiques pèsent de tout



Trésoriers,  
quelle innovation vitaminée  
vous réserve DataLog Finance  
en 2015...



## Termes et comptabilité

### Crédit-bail

#### Définition

Contrat de location d'un bien pour une durée déterminée et irrévocable, entre une entreprise (crédit-preneur) et une banque ou un établissement spécialisé (crédit-bailleur). Ce contrat est assorti d'une promesse unilatérale de vente (option d'achat) à son échéance. Code monétaire et financier : L.313-7

#### Intérêts

Financement total du bien ; souplesse dans la mise au point des contrats ; optimisation de la fiscalité (les durées des contrats, pendant lesquelles les entreprises déduisent fiscalement l'intégralité des loyers, sont généralement inférieures à celles de l'amortissement fiscal lorsque l'entreprise est propriétaire ; possibilité de majorer le ou les premiers loyers ou d'opter pour des loyers dégressifs)...

#### Etablissements

L'Association française des sociétés financières dénombre 71 établissements de crédit-bail mobilier et 40 établissements de crédit-bail immobilier

### Opérations apparentées au crédit-bail

#### Location financière

Opération de location sans option d'achat, portant sur une période irrévocable, non soumise à la réglementation bancaire

#### Location-vente

Le locataire prend l'engagement ferme d'acheter le bien. Il s'agit de la combinaison d'une promesse de vente et d'une obligation d'achat

#### Cession de bail (*lease-back*)

Mode de financement par lequel une entreprise propriétaire d'un équipement ou d'un immeuble vend ce bien à une société de crédit-bail qui le lui reloue immédiatement dans le cadre d'un crédit-bail

#### Crédit-bail adossé ou crédit-bail fournisseur

L'entreprise devenue preneur après une cession de bail, sous-loue le matériel à ses clients utilisateurs.

### Traitement dans les comptes consolidés

En normes IFRS, le contrat de location-financement a pour effet de transférer au preneur la quasi-totalité des risques et des avantages inhérents à la propriété, que la propriété soit ou non transférée à la fin du contrat.

Le classement d'un contrat en location-financement (bilan) ou en location simple (hors bilan) dépend de la réalité économique de la transaction plutôt que de la forme juridique du contrat.

Le transfert des risques et avantages liés à la propriété peut être appréhendé par une série de principes mentionnés dans la norme IAS 17 :

- le contrat transfère la propriété de l'actif au preneur au terme de la période de location ;
- le contrat donne au preneur l'option d'acheter l'actif à un prix qui devrait être suffisamment inférieur à sa juste valeur à la date de la levée d'option pour que, dès la conclusion du contrat, il soit raisonnablement certain que l'option sera levée ;
- la durée du contrat couvre la majeure partie de la durée de vie économique de l'actif même s'il n'y a pas transfert de propriété de l'actif ;
- à la date de conclusion du contrat, la valeur actualisée des paiements minimaux au titre de la location s'élève à la quasi-totalité de la juste valeur de l'actif loué ;
- les actifs loués sont de nature tellement spécifique que seul le preneur peut les utiliser sans que des modifications majeures ne leur soient apportées.

A défaut, les contrats de location qui ne transfèrent pas la quasi-totalité des risques et avantages liés à la propriété sont des contrats de location simple.

En normes françaises, pour l'Ordre des experts comptables, la location financement est un contrat ayant pour effet de transférer au preneur l'essentiel des avantages et risques inhérents à la propriété. L'avis n°29 mentionne quatre situations caractérisant la location financement.

Source : Banque de France – direction des entreprises

leur poids et sont spontanément mis en avant par les professionnels : cela va de la mise à disposition sur place du matériel et à son enlèvement et son recyclage (parfois obligatoire) à une facturation sur mesure (multisite...), en passant par le préfinancement... « Cette notion de prestation globale est appréciable », explique le directeur de la trésorerie d'une entreprise cotée, pour qui cette forme « d'externalisation » constitue la motivation principale du recours à la location. « C'est le rêve pour les acheteurs », s'enthousiasme de son côté un directeur des achats dans une entreprise parapétrolière.

Tout n'est cependant pas idyllique dans le monde enchanté des services. Les contrats, par exemple, demeurent denses, et parfois très complexes en matière de location – « L'opacité est entretenue par certains professionnels de ce type de financement, dont quelques-uns commencent toutefois à faire le pari de la transparence », constate Claude Muckensturm, le fondateur d'Evoluance Conseil, une société d'audit et de conseil spécialisée dans l'optimisation des frais généraux, notamment ceux liés à la location d'actifs. Dans la mesure où ces contrats de location sont complexes, ils sont susceptibles d'induire des coûts cachés : « Après plusieurs opérations d'annulation et de remplacement des contrats de location, de nombreux trésoriers ou directeurs financiers s'interrogent sur le coût global de ces locations », explique Claude Muckensturm.

Dans le domaine de la location, par ailleurs, le reporting peut s'avérer très contraignant, spécialement quand les montants en jeu sont élevés (gros matériel industriel, navire...).

On trouve par ailleurs des financiers d'entreprise très remontés à l'égard

# Treasury Line :

## le marché des TMS\* entre dans une nouvelle dimension !



- Gestion de la trésorerie, des liquidités et du cash flow
- Financements / Placements, Change, Taux, Matières Premières
- Gestion des risques associés aux opérations de marché
- Approche "Front to Back / to Book / to Payment"
- Conformité EMIR, IAS / IFRS...

La gestion de trésorerie est plus que jamais devenue un métier aux multiples facettes. Pour répondre à cette évolution majeure, DataLog Finance a créé **Treasury Line** : une solution novatrice, totalement intégrée, véritable ERP de trésorerie.

**Treasury Line** met à la disposition des trésoriers d'aujourd'hui tous les outils indispensables à la gestion à court, moyen et long terme, avec une approche simple et inédite "Front to Payment".

À la pointe de la technologie, **Treasury Line** génère une productivité accrue grâce à l'automatisation des tâches (STP\* et workflows), offre une visibilité consolidée et centralisée des positions et délivre un niveau de contrôle et d'audit inégalé, tout en étant bien sûr parfaitement conforme à l'ensemble des réglementations en vigueur : EMIR, IAS/IFRS...

En mode licence, en mode hébergé ou en SaaS, **Treasury Line** garantit une sécurité optimale et une fiabilité totale.

\*Straight Through Processing

**Une démonstration  
peut vous faire prendre  
10 ans d'avance.**

**Appelez maintenant le  
+ 33 1 44 08 80 10**

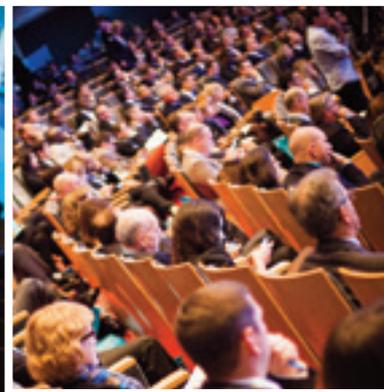
[www.datalog-finance.com](http://www.datalog-finance.com)

**DATA  
LOG**

**FINANCE**

**Think Cash**

Mardi 17 et mercredi 18 novembre  
Palais Brongniart - Paris



### Le comité de pilotage des Journées de l'AFTE 2015

Président



Pierre BOISSELIER  
ACCOR



Julia ALLALI  
PUBLICIS



Catherine BOUVIER  
GUERBET



Olivier BROU



Arnaud BUNEL  
AREVA



Alexandre GONDARD  
LAGARDERE



Christophe LIAUDON  
NEOPOST



Véronique NASSOUR  
AFTE



Aurélie POUZET  
AFTE



Emmanuelle RAULT  
ELIOR



Emmanuelle REVILLION  
AFTE



Agnès SERTILLANGE  
FAURECIA



Edmond SYRIANI  
REXEL



Xavier TREGUER  
AGRIAL



Valérie VOISIN  
AFTE

→ Mardi 17 novembre

## Tirer parti des taux bas

→ Mercredi 18 novembre

## Les enjeux de la révolution numérique

### Ateliers

- Stratégies numériques, plans de déploiement monétique,
- Financement, billets de trésorerie, notation,
- Cash management en Amérique latine, S€PA mail, BSB,
- IFRS 9, gestion du BFR et performance cash,
- Lutte contre la fraude, sanctions et embargos, ...



**afte**

Association Française des Trésoriers d'Entreprise

[www.afte.com](http://www.afte.com) > Evénements > Journées de l'AFTE > Edition 2015  
[journeesafte@afte.com](mailto:journeesafte@afte.com)

## Retraitement par les agences de notation

Les agences de notation financière retraitent les comptes des entreprises principalement dans deux domaines : les passifs sociaux et les contrats de location.

L'exercice, en ce qui concerne la location, consiste à faire comme si les actifs loués étaient réellement détenus. La dette est donc majorée de la valeur théorique des actifs alors que le résultat opérationnel est augmenté du montant des amortissements théoriques.

### Standard and Poor's

L'agence a réaménagé sa méthode de retraitement en novembre 2013.

Sont prises en compte toutes les opérations de location opérationnelle, quels que soient les actifs concernés.

Le retraitement consiste à actualiser au taux de 7 % l'ensemble des engagements.

L'excédent brut d'exploitation et les *cash-flows* sont modifiés en conséquence, sur la base des deux derniers exercices, de façon à lisser les à-coups.

### Moody's

La méthode de Moody's est fondée sur une approche sectorielle : pour une activité donnée, quelle est, en moyenne, la durée de vie économique de l'appareil de production ? Le retraitement consiste à appliquer un multiple sectoriel au loyer annuel global, ce multiple étant, en tout état de cause, compris entre 5 et 8. Le résultat ainsi obtenu est comparé à la valeur actuelle nette des engagements futurs.

Si la valeur actuelle nette des engagements futurs est supérieure, ce qui est le cas pour un peu plus de 10 % des émetteurs notés par l'agence, cette donnée est retenue pour le retraitement.

L'excédent brut d'exploitation et les *cash-flows* sont ajustés en conséquence.

Moody's a lancé le 15 avril une consultation portant sur un changement dans le retraitement des leases (*Proposed Updates to Standard Adjustments in the Analysis of Companies' Financial Statements*). Le projet prévoit de réduire le multiple appliqué au loyer annuel global dans une fourchette de 3 à 6, dans le but de mieux refléter la flexibilité que les leases procurent par rapport à l'achat des actifs. Avec ces multiples, la valeur actuelle nette des engagements futurs serait alors retenue comme ajustement dans environ la moitié des cas et le multiple s'appliquerait dans l'autre moitié.

### Fitch Ratings

Les analystes de Fitch font l'hypothèse que l'outil de production d'une entreprise connaît une certaine stabilité et fondent leur méthode sur la nature de l'actif concerné.

Le retraitement consiste à appliquer au loyer annuel global un multiple maximum de 8 pour les actifs à amortissement lent (immobilier surtout), ce multiple pouvant être minoré pour les actifs à amortissement plus rapide.

Si la valeur nette présente des engagements futurs est supérieure, ce qui n'est le cas qu'exceptionnellement, constate l'agence, cette donnée est retenue.

Fitch se penche sur les cas où des actifs sont utilisés en contrepartie d'une redevance ou de royalties, mais ne retire pas si les accords ne constituent pas une alternative à l'achat des actifs.

### Scope Ratings

L'agence assimile le crédit-bail à une forme alternative de dette ou de financement hors-bilan, et ajuste donc le compte de résultats, le bilan et les flux de trésorerie afin de refléter la réalité économique du crédit-bail sur le risque de crédit des entreprises.

Ces ajustements sont fondés sur une analyse au cas par cas, et non sur l'application mécanique de critères rigides.

Les ajustements sont nécessaires à l'analyse de chaque entreprise et permettent en outre de mieux comparer les entreprises entre elles. Les contrats de location-exploitation ou de bail représentent une obligation future de paiement. Ils peuvent donc considérablement influencer la mesure de la profitabilité, du taux de couverture des coûts fixes ou du taux d'endettement.

Scope analyse le taux de couverture des coûts fixes selon le ratio *ebitda* rapporté aux coûts fixes, plutôt qu'une mesure standard de la couverture d'intérêts comme l'*ebitda* rapporté aux intérêts et ajuste le bilan en augmentant la dette d'un montant qui reflète le crédit-bail. Le montant de l'ajustement correspond soit à un multiple du coût annuel des contrats de location, soit à la valeur actuelle nette des coûts futurs de ces contrats.

Dans les deux cas, le montant utilisé dépend des spécificités sectorielles, du type d'actifs loués et de leur durée de vie restante estimée d'après la durée du contrat.

# LES COMMISSIONS DE TRAVAIL

Participez  
à nos groupes de réflexion



**afte**

Association Française des  
Trésoriers d'Entreprise

POUR TOUT RENSEIGNEMENT, CONTACTEZ-NOUS AU  
01 42 81 53 98 - [AFTE@AFTE.COM](mailto:AFTE@AFTE.COM)

## Les institutionnels français financent le leasing

La société de gestion Acofi Gestion a procédé récemment au second *closing* de Predirec Leasing Stratégie, un fonds commun de titrisation (FCT) éligible aux fonds de prêt à l'économie lancé en juillet 2014, portant la levée de fonds à 220 millions d'euros. Predirec Leasing Stratégie est le fruit d'un partenariat avec ChetWode, une société spécialisée dans le financement d'équipements et plus particulièrement dans le leasing. Une société de location ad hoc a été créée en Irlande, de façon à pouvoir intervenir partout en Europe, qui achète les biens d'équipement qui seront loués (location avec obligation d'achat) en les finançant par des obligations garanties souscrites par le FCT.

Les biens en question sont dits « stratégiques », dans la mesure où ils sont indispensables à l'activité économique de l'entreprise.

Les montants des financements, en euro, qui seront accordés dans les dix-huit prochains mois à des entreprises de l'Union européenne ou suisses, s'étagent généralement de 5 à 25 millions, la durée des contrats étant comprise entre quatre et six ans.

La dernière levée de fonds a été réalisée auprès de treize investisseurs institutionnels, sociétés d'assurance vie et mutuelles, la plupart français.

Depuis la publication en décembre dernier du décret 2014-1530, les règles d'investissement (actifs admis en représentation des engagements réglementés) appliquées aux mutuelles et institutions de prévoyance ont été largement alignées sur celles auxquelles sont soumises les sociétés d'assurance.

du crédit-bail, soit que cette technique restreigne par trop leur liberté de manœuvre, soit que les filiales de banque spécialisées soient considérées comme des « Etats dans l'Etat », insoucieux de la relation bancaire d'ensemble.

A la fois mode de financement et service, la location est aussi une compétence partagée, entre les achats et/ou l'immobilier et/ou les services généraux et la trésorerie, entre la maison mère et les filiales. On peut donc imaginer toutes les configurations possibles, reflets du poids relatif de chacun des services, et noter, sans offenser personne, que rares sont les maisons mères capables de dire avec précision le nombre de contrats en cours dans le groupe. « Nous avons eu à effectuer cet inventaire récemment à l'occasion de notre première notation : fastidieux ! », témoigne le responsable d'une trésorerie.

### Bientôt tout au bilan

Les principales normes comptables établissent une distinction, par-delà

la forme du contrat, entre la location-financement et la location simple (lire page 16), la première donnant lieu à consolidation, l'autre pas, sachant que les prêteurs de tout type (et les agences de notation, qui le font systématiquement, lire p 19) se réservent la possibilité d'effectuer pour leur usage les retraitements de certains loyers en dette.

La grande affaire, en matière de comptabilité, réside dans la modi-

fication en cours, par l'*International Accounting Standards Board* (IASB), de la norme en vigueur, IAS 17, au nom de la convergence avec l'autre grand normalisateur comptable, le *Financial Accounting Standards Board*, et pour répondre à ce qui serait une demande des analystes financiers. Le projet, qui a déjà donné lieu à deux exposés-sondages (lire la *Lettre du trésorier* n°303 de juin 2013, page 21), est assez jusqu'au-boutiste. Il a provoqué beaucoup d'émotion, notamment en France, où il a fait « la quasi-unanimité contre lui », selon l'associé d'un grand cabinet d'audit de la place : en forçant un peu le trait, il s'agit de faire figurer au bilan à peu près tous les contrats de location de plus d'un an (en fait, les contrats dans lesquels une portion significative de l'objet loué est acquise ou consommée sur la période de location).

Adoptée en l'état - il semble que l'IASB fasse la sourde oreille aux critiques -, la nouvelle norme, dont les professionnels estiment qu'elle devrait entrer en vigueur au plus tôt en 2018, aurait des conséquences significatives sur les bilans. Cependant, pour l'heure, même les entreprises les plus concernées semblent se refuser à anticiper une évolution réglementaire qui n'est pas encore gravée dans le marbre.



# L'Euro PP, souple et dimensionné pour les besoins des entreprises

Par Hubert de Vauplane, Kramer Levin, Hubert du Vignaux, Gide, et Marc-Etienne Sébire, CMS Bureau Francis Lefebvre <sup>(1)</sup>

L'Euro PP est un jeune marché, destiné au financement des ETI et des PME. Son développement rapide s'explique principalement par l'implication remarquable, au sens propre du terme, des acteurs eux-mêmes, y compris des pouvoirs publics. Autrement dit, le marché de l'Euro PP répond d'abord à une attente des acteurs. Tout d'abord, celle des entreprises elles-mêmes, soucieuses de diversifier leurs sources de financement auprès d'acteurs non bancaires, et ce malgré le coût du crédit bancaire historiquement parmi les plus bas ; mais aussi une attente des investisseurs, ces nouveaux prêteurs issus du monde de l'assurance ou de la gestion et qui découvrent à leur tour le monde du financement des ETI / PME, au-delà de la vision traditionnelle du *private equity*. Une offre et une demande sur un même produit : la conjonction était favorable au succès d'un nouveau segment de marché du financement des entreprises, dont les banques ne sont pas absentes pour autant. En effet, que ce soit en leur qualité d'arrangeur du fait de leur proximité avec le tissu des ETI / PME clientes de leurs réseaux, ou bien en qualité de prêteur lorsqu'elles co-investissent aux côtés des nouveaux prêteurs, les banques restent très présentes sur ce marché. Ce qui en fait une particularité par rapport à d'autres marchés comparables hors de France, et sans doute une des causes de son succès : le rôle clé des banques dans l'« origina-

tion » mais aussi dans l'analyse du risque de crédit, contribue au professionnalisme et à la crédibilité de ce nouveau marché.

## Une documentation adaptable

Mais au-delà même de ces données sociologiques du marché de l'Euro PP, ce qui contribue aussi à son succès est la souplesse et la simplicité de sa documentation.

Souplesse, tout d'abord. Le marché de l'Euro PP n'est pas enfermé dans une seule catégorie d'opération dans laquelle emprunteurs comme prêteurs devraient se fondre. Au contraire, du format crédit au format obligataire coté ou non coté, le tout avec ou sans constitution de sûretés, et ce pour des besoins de financement très divers, tout cela permet aux entreprises de choisir l'outil qui leur permettra le mieux de répondre à leurs besoins. C'est d'ailleurs l'une des toutes premières questions que doivent se poser les entreprises qui pensent à se lancer dans un Euro PP. Quel format choisir entre le crédit et l'emprunt obligataire ? Il n'y a bien sûr pas de réponse toute faite. Tout dépend d'un certain nombre de facteurs, parmi lesquels le choix du type d'investisseurs, de la concomitance ou non au lancement d'un Euro PP d'une renégociation de la dette bancaire, ce qui facilitera l'alignement des intérêts entre banquiers prêteurs et investisseurs. Même chose pour la

question de la cotation. Longtemps passage obligé pour satisfaire aux exigences réglementaires des actifs réglementés des assureurs, la cotation d'un emprunt obligataire répond dorénavant plus à une stratégie plus large de communication avec le public, et bien sûr, là encore du type d'investisseurs souhaité.

Simplicité ensuite dans la documentation issue des travaux de place dans lesquels les trois signataires de cet article ont joué un rôle central. Certes, pour certaines entreprises, cette documentation reste encore un obstacle à franchir compte tenu d'une certaine sophistication. Mais on est loin, en matière de crédit, du format du crédit syndiqué. L'objectif premier des participants aux travaux de place a été de prendre en considération les besoins et les attentes de chacune des parties : emprunteurs, prêteurs, arrangeurs. Ce qui fait là encore une spécificité du marché français par rapport à d'autres marchés, où la documentation est plutôt élaborée quasi exclusivement par les prêteurs. Dès lors, s'il reste toujours de nom-

(1) Les auteurs sont les avocats qui ont participé comme tels à la rédaction de la documentation Euro PP, disponible gratuitement sur le site internet du Groupe de Place Euro PP : [www.euro-privateplacement.com](http://www.euro-privateplacement.com).

breux points à discuter lors de la négociation entre emprunteurs et investisseurs, la plupart des sujets ont été traités et les modèles de contrats proposés soulignent les points d'attention pour les parties lors de leur négociation.

### A partir de deux formats

Deux formats coexistent aujourd'hui : un format crédit et un format obligataire. Dans les deux cas, une ligne de conduite identique a animé les rédacteurs. La recherche d'un alignement entre la position des banquiers prêteurs et celle des investisseurs prêteurs, principalement au travers des clauses de *pari passu* et d'engagement de ne pas consentir d'autres sûretés (*negative pledge*). C'est cet alignement qui permet le succès du marché de l'Euro PP, même s'il s'agit d'une nouveauté pour tous les acteurs.

Le format crédit a été rédigé en partant d'un crédit syndiqué et en le simplifiant. C'est la raison pour laquelle il peut rester déroutant pour certaines entreprises qui n'ont pas encore négocié de crédit syndiqué. Parmi les clauses devant faire l'objet d'une attention particulière, on signalera la clause de remboursement anticipé au gré de l'émetteur qui peut être

un vrai souci pour les investisseurs qui doivent aligner leur passif avec leur actif ; mais aussi la clause de transfert afin de permettre à l'emprunteur de « contrôler » les cessions du crédit auprès de nouveaux investisseurs ; ou encore la clause de défaut croisé, ou bien la liste des déclarations et garanties.

Le format obligataire Euro PP, pour sa part, a été rédigé en partant de la documentation des émissions obligataires cotées par les entreprises *investment grade*. Il s'en distingue toutefois par plusieurs aspects. Le premier, et le plus visible, tient à sa proximité avec le format crédit. L'idée est de ne pas favoriser un format plus qu'un autre en termes de « confort » juridique, là où le format obligataire classique était nécessairement, du fait de la cotation, plus léger qu'une documentation de crédit de type bancaire. Ce qui explique une grande similitude entre de nombreuses clauses du format obligataire avec le format bancaire. Mais dans la mesure où il s'agit d'un placement privé, l'objectif de l'emprunt est de pouvoir être placé auprès d'un nombre restreint de porteurs d'obligations, la plupart du temps, moins d'une dizaine, parfois deux ou trois, et même de plus en plus souvent, un seul et unique porteur. En ce sens,

ce format se rapproche plus du *private equity* mais en matière de dette (*private debt*), et ce alors que de plus en plus d'émissions Euro PP ne font même plus l'objet d'une cotation. Il reste bien sûr toujours possible pour l'émetteur de recourir au format obligataire coté, dont la documentation sera plus souple, mais les protections pour les porteurs moins grandes.

### Dettes privées avec sûretés

La documentation du marché de l'Euro PP a su s'acclimater aux évolutions du marché. Alors que le marché était principalement un marché d'emprunts obligataires cotés et sans sûretés, il est majoritairement devenu aujourd'hui un marché de dettes privées avec sûretés, de plus en plus souvent partagées entre prêteurs bancaires et obligataires, par le recours à des conventions inter-créanciers.

Au final, le marché de l'Euro PP se caractérise par son pragmatisme : il sera ce que ses acteurs souhaiteront qu'il soit. Son internationalisation en cours, avec un nombre croissant d'emprunteurs et investisseurs non français, révèle son efficacité et laisse augurer de son développement à long terme.

# afte |

Association Française des  
Trésoriers d'Entreprise

Nous vous rappelons  
que votre abonnement  
à "La lettre du Trésorier" peut être  
pris en charge dans le cadre  
de la participation des employeurs  
à la formation professionnelle.

## ABONNEMENT à La lettre du Trésorier

Tarif 2015 (11 numéros) : 145 euros HT / 148,05 euros TTC (TVA 2,10 %)

Nom

Prénom

Société

Adresse

Tél.

Fax

Email

A renvoyer accompagné de votre règlement à : AFTE - 3, rue d'Edimbourg - CS40011 - 75008 Paris

# Maîtrisez votre cash avec Allmybanks



Sécurité



Simplicité



Autonomie

Allmybanks est un logiciel édité par Exalog  
[www.allmybanks.com](http://www.allmybanks.com)

**Allmybanks**

Worldwide electronic banking and cash management

# Un pays marqué au sceau de la verticalité

**Jean Peyrelevade, actuellement associé à Aforge Degroof Finance, était l'invité du petit déjeuner de l'AFTE du 1<sup>er</sup> avril, à Paris.**

Invité à explorer le thème « L'Etat (en France) et la mondialisation », Jean Peyrelevade s'est d'abord livré à une exploration de l'histoire du pays, comme il l'a fait à l'occasion de son dernier ouvrage, *Histoire d'une névrose*, la France et son économie (Albin Michel, septembre 2014, 224 p.). Ce retour vers le passé l'a laissé « terrifié par la profondeur de notre spécificité nationale », héritage qui se traduit aujourd'hui par « l'inadaptabilité » du système.

La France, a expliqué l'ancien président du Crédit lyonnais, est et demeure marquée au sceau de la « verticalité ». Et ce qui était vrai en régime monarchique avant la Révolution l'est resté après 1789, le courant jacobin l'ayant emporté et perpétuant le discrédit jeté sur les structures intermédiaires, jugées « non légitimes ». Robespierre, héraut de l'Etat tout puissant, jugeait que l'Etat était vertueux par essence, a rappelé l'invité en citant le chef du Comité de Salut public.



## Mélange

Comment réveiller la France ?

« Je ne suis pas pessimiste. Un grand peuple finit toujours par se ressaisir. »

Peut-on compter sur la nouvelle génération ?

Il faut se garder de tout optimisme en la matière. Il n'est pas certain que tous les jeunes soient ouverts sur le monde.

Que faire en matière d'investissement ?

Les gaspillages sont nombreux en matière d'investissement public. Il faut mettre des filtres et réduire le phénomène ronds-points.

Il faudrait pouvoir favoriser l'investissement productif (celui des entreprises) « de façon explicite ».

L'intégration européenne peut-elle amener la France à se réformer ?

La construction européenne constitue une chance pour ce pays. L'intégration est de toute manière trop avancée pour que l'on puisse détricoter l'édifice.

Aujourd'hui, au nom de l'intérêt général - notion rousseauiste jamais véritablement conceptualisée depuis selon Jean Peyrelevade -, l'Etat interdit à tour de bras – le travail dominical, les heures supplémentaires, le barrage de Sivens... : quel est le bien-fondé de ces décisions ? s'est demandé l'ancien président de l'UAP.

## Une économie au service de l'Etat

L'Etat n'est pas seul à imposer la verticalité – « qui appelle le leader et l'abus de pouvoir » ; de nombreuses structures, dans notre pays, sont imprégnées de ce fonctionnement, parmi lesquelles les entreprises, comme l'atteste le peu d'empressement qu'elles ont à faire leur les principes du gouvernement d'entreprise, ou encore les syndicats. Résultat : en France, « la liberté contractuelle compte peu », notamment dans le champ du droit du travail.

A l'heure de l'internet, des réseaux et de la mondialisation, cette approche « n'est plus adaptée ». « Notre économie a été construite pour servir l'Etat, c'est un problème quand on franchit les frontières », a soutenu l'ancien directeur de cabinet de Pierre Mauroy à Matignon, qui a aussi invité les chefs d'entreprise à se saisir de la question de la trop faible productivité par tête et milité vigoureusement en faveur d'une refonte des conventions collectives et des accords d'entreprise, qui créent de l'inflation salariale toute chose égale par ailleurs.

Cette approche nouvelle du dialogue social, ainsi que la question des retraites – le coût du passage à 65 ans est uniquement politique – constituent les deux priorités du moment, selon l'invité du petit déjeuner.

A.B

## Changes à Paris

	Dernier jour d'avril	Moyenne d'avril	Moyenne du mois précédent	Moyenne des 12 derniers mois
EUR/USD	1,1206	1,0817	1,0820	1,2432
EUR/JPY	134,10	129,31	130,27	137,75
EUR/GBP	0,7292	0,7230	0,7234	0,7769

## Taux d'intérêt JJ

	Dernier jour d'avril	Moyenne d'avril	Moyenne du mois précédent	Moyenne des 12 derniers mois
Eonia	-0,027	-0,075	-0,050	0,012
Federal Funds (New York)	0,080	0,120	0,110	0,101
Londres	0,479	0,480	0,478	0,472
Tokyo	0,63	0,061	0,070	0,067

TBB : 6,60 % depuis le 15.10.2001

## Taux d'intérêt à 3 mois

	Dernier jour d'avril	Moyenne d'avril	Moyenne du mois précédent	Moyenne des 12 derniers mois
Euribor	-0,0050	0,0060	0,0270	0,1208
New York	0,2788	0,2758	0,2683	0,2439
Londres	0,5688	0,5695	0,5644	0,5571
Tokyo	0,0943	0,0958	0,0966	0,1148

## Taux d'intérêt à long terme

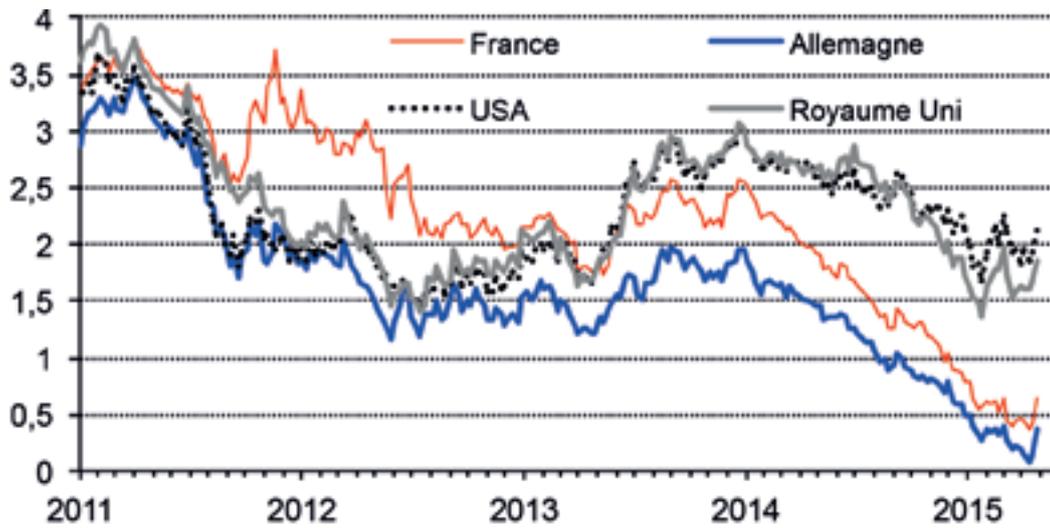
	Dernier jour d'avril	Moyenne d'avril	Moyenne du mois précédent	Moyenne des 12 derniers mois
France OAT 10 ans	0,6481	0,4384	0,4832	1,1267
Allemagne 10 ans	0,3634	0,1634	0,2608	0,7838
Italie 10 ans	1,5213	1,3602	1,2995	2,2100
Espagne 10 ans	1,5001	1,3210	1,2614	2,0624
Royaume-Uni 10 ans	1,8875	1,6519	1,7115	2,1605
États-Unis 10 ans	2,0445	1,9234	2,0413	2,2699
30 ans	2,7525	2,5852	2,6283	2,9787
Japon 10 ans	0,3321	0,3319	0,3760	0,4562

## Cours des matières premières

	Dernier jour d'avril	Moyenne d'avril	Moyenne du mois précédent	Moyenne des 12 derniers mois
Brent ice (\$/baril)	64,85	59,59	55,90	81,47
Charbon API # 2 (\$/ t)	57,75	56,57	57,80	68,30
	1180,69	1199,61	1179,35	1239,20
CRB Index (Spot)	230,07	221,77	216,52	263,74
CO2 (Û/t) ECX	7,39	7,10	6,80	6,41

SOURCE : BNP PARIBAS (AVEC, NOTAMMENT, REUTERS)

Evolution des taux à 10 ans (emprunts d'Etat)  
(hebdomadaire)



## Moyenne des prévisions des trésoriers pour mai 2015

	<b>EUR/USD (+- 1%)</b>	<b>EUR/JPY (+- 1%)</b>	<b>EUR/GBP (+- 1%)</b>	<b>Eonia (+- 0,10 PB)</b>
	>1,1085 ■■	>132.51 ■■■	>0,7323 ■	>0,1230
	>1,0976 ■■■	>131.20 ■■■■	>0,7275 ■■■■	>0,0230 ■
Cours de référence (24/04/2015)	<b>1,0867</b> ■	<b>129.90</b> ■■■■	<b>0,7179</b> ■■■■	<b>-0,0770</b> ■■■■
	<1,0758 ■■■■	<128.60 ■■	<0,7107 ■■■■	<-0,1770 ■■■■
	<1,0651 ■■■■■■	<127.31	<0,7039	<-0,2770
	<b>Euribor 3 mois (+- 0,15 PB)</b>	<b>OAT 2 ans (+- 0,15 PB)</b>	<b>OAT 5 ans (+- 0,15 PB)</b>	<b>OAT 10 ans (+- 0,15 PB)</b>
	>0,2980	>0,1100 ■	>0,2900 ■	>0,6900
	>0,1480 ■	>-0,040 ■■■■	>0,1400 ■■■	>0,5400 ■■■
Cours de référence (24/04/2015)	<b>-0,0020</b> ■■■■■■	<b>-0,1900</b> ■■■■■■	<b>-0,0100</b> ■■■■■■	<b>0,3900</b> ■■■■■■
	<-0,1520 ■	<-0,3400 ■■	<-0,1600 ■■	<0,2400 ■■■■
	<-0,3020	<-0,4900	<-0,3100	<0,0900

**AVERTISSEMENT : LES DONNÉES DE LA PAGE 26 ONT ÉTÉ ARRÊTÉES AU 30 AVRIL**  
Les devises sont relevées à environ 16 heures (Londres).  
Toutes les données sont fournies à titre purement indicatif.

Des nouvelles et des rendez-vous. Prenez date.



Dans les régions

BRETAGNE

Jeudi 21 mai, Erwann Marrec, responsable de la gestion quantitative et ingénierie financière à Arkéa Banque Entreprises et Institutionnels, interviendra sur le montage et l'intérêt des produits structurés.

Mardi 2 juin, la délégation recevra Patrick Artus, chef économiste et membre du comité exécutif de Natixis, qui évoquera l'évolution du dollar et du prix du pétrole.

NORD DE FRANCE

Jeudi 21 mai, dans le cadre du partenariat avec l'université Lille 2, une intervention est organisée sur le thème de la finance comportementale.

RHÔNE-ALPES

Mercredi 20 mai, Muriel Willisek, directrice des services bancaires grandes entreprises de CIC Lyonnaise de Banque, et Jean-Louis Glorian, directeur des services bancaires du CIC, examineront le thème suivant : « Quand sécurité rime avec simplicité...pensez au Sepamail ».

Mardi 2 juin, Romain Lochon et Pascal Gounon de Pricewaterhouse Advisory, interviendront sur le thème de la culture cash en entreprise.

Mardi 9 juin 2015, Franz Zurenger, trésorier d'Interparfums, abordera la question des cautions et des garanties.

SUD-OUEST

Mardi 19 mai se tiendra une réunion sur la stratégie de taux et de change avec Finance Active. Mat-

thieu Collette, économiste et Claire Croquet, consultante, apporteront des éclairages sur les évolutions de marché récentes, autour de deux sujets : quelle stratégie de taux dans un univers de taux négatifs en expansion ? Quelles stratégies adopter face à l'appréciation généralisée du dollar ?

PROVENCE

L'AFTE sera partenaire du forum annuel Finopsys, le jeudi 25 juin, dans le cadre enchanteur du Château Val Joanis, à Pertuis, à trente minutes d'Aix-en-Provence.

La conférence plénière apportera un éclairage sur « Downsizing, customization, social networking, cloud computing, byod...Miracle ou mirage technologique ? Quelle sera la prochaine révolution ? »

L'après-midi sera consacré aux nombreux ateliers métiers. Quatre tables rondes sont organisées sur « Paie & RH – 2015, l'année des ressources humaines », « CRM – Après l'homo economicus, l'homo mobilis », « Gestion – le back-office se rebiffe : la révolution de la chaîne comptable », « Finance – poste client et trésorerie, jeu de cache cash ».

Inscriptions avant le 5 juin sur le site web : [www.finopsys.fr/contact](http://www.finopsys.fr/contact)



Dans les commissions

Commission « conformité – groupe de travail Emir »

Le groupe de travail Emir se réunira le mardi 26 mai à 17 heures 45. Ce sera l'occasion de faire un tour de table de la mise en œuvre d'Emir et un point sur les évolutions en cours dans les standards techniques pour le reporting. La deuxième partie de la réunion sera consacrée à une présentation de la réglementation relative à la transparence des marchés de gros de l'énergie Remit (*Regulation on Wholesale Energy Integrity and Transparency*) par Stefano Michelangeli, d'Axis Alternative.

Commission « notation »

La commission a accueilli l'agence de notation Dagong Europe. La présentation est disponible sur le site de l'AFTE. Ce dialogue avec les « petites agences » enregistrées auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers va se poursuivre. Le mardi 2 juin, une réunion est organisée autour d'une présentation de l'agence Scope Ratings par Sophie Grenier Van Straelen, *managing director business development* France.



## Formation

Les prochaines sessions du centre de formation :

- 18 mai : Organiser et gérer les pouvoirs bancaires
- 18 et 19 mai : Réussir un projet SI en cinq étapes
- 20 mai : Mettre en place un cash pool international
- 21 mai : L'épargne salariale
- 26 et 27 mai : Négocier avec son banquier
- 21 mai : Traiter sur les marchés financiers
- 3 juin : Les financements obligataires
- 4 juin : Les financements structurés
- 4 et 5 juin : Les outils de gestion du risque de taux
- 8 et 9 juin : Excel pour le trésorier, niveau 1
- 9 juin : La monétique expliquée au trésorier
- 12 juin : Sécuriser ses règlements
- 15 juin : Optimiser ses placements de trésorerie
- 15 et 16 juin : Contrôler les conditions bancaires
- 16 juin : Comprendre le métier de trésorier
- 16 juin : Les paiements internationaux hors Sepa
- 17 et 18 juin : Appliquer les normes IAS/IFRS

Cette réunion débutera avec un panorama des agences de notation par Jean-François Veron, *managing director* à la Société générale.

La commission organise ces manifestations notamment en gardant à l'esprit l'obligation de documentation auprès de l'Autorité des mar-

chés financiers (AMF) pour toutes les sociétés françaises qui sont notées par au moins deux agences. Vous vous souviendrez que ces sociétés ont l'obligation d'adresser, avant fin juin 2015, une lettre à l'AMF dans le cadre de l'application de l'article 8 quinquies sur lequel nous avons activement communiqué (voir en particulier la communication AFTE du 3 décembre 2014, celle du 17 février 2015 et la *Lettre du trésorier* n°321 de février, page 18).

### Commission « risques »

Le mercredi 10 juin, la commission recevra la société Solum Financial limited sur le thème : impact de la réglementation sur le coût et la gestion des risques financiers.

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

### Prévisions des trésoriers

Vos prévisions pour le mois de juin seront les bienvenues du 26 au 29 mai

## LES FORMATIONS

de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise

### Une référence pour les métiers de la trésorerie



- Des thèmes au cœur des préoccupations quotidiennes des professionnels de la trésorerie
- Une approche opérationnelle apportant des solutions concrètes
- Une offre complète :
  - 51 formations catalogue
  - 6 cycles métiers avec option certifiante
  - Des formations hors catalogue liées à l'actualité
  - Des formations sur mesure dans vos locaux



afte - 3, RUE D'EDIMBOURG - 75008 PARIS

TÉL. 01 42 81 98 39 - [formation@afte.com](mailto:formation@afte.com) - [www.afte.com](http://www.afte.com)



## Les prochains rendez-vous de l'Association française des trésoriers d'entreprise

---

### **PETIT DEJEUNER**

**Frédéric Oudéa**  
Directeur général  
Société générale

### **Le financement des entreprises en Europe**

mercredi 10 juin  
8h30 à 10h

Salons Hoche  
9 avenue Hoche  
75008 Paris

---

### **PETIT DEJEUNER**

**Jean-Marc Pillu**  
Directeur général  
Coface

Mercredi 30 septembre  
8h30 à 10h

Salons Hoche  
9 avenue Hoche  
75008 Paris

---