



EXPERTISE

L'ENQUÊTE



A l'instar d'autres corporates, les Fromageries Bel ont fait évoluer de manière homéopathique leur stratégie en matière de placements.

Les entreprises composent avec les taux bas historiques

Les corporates rallongent leurs financements avant la hausse des taux. Leurs placements restent à court terme, malgré les rendements négatifs.

<http://www.agefi.fr/dossiers>

PAR YVES RIVOAL

Dans un contexte politique très incertain, avec en toile de fond la perspective d'une hausse des taux, les corporates ont fait évoluer de manière homéopathique leur stratégie en matière de placements. « Les comportements sont restés relativement rationnels, constate David Guyot, associé fondateur de Pandat.

L'écrasante majorité des trésoriers continuent de gérer leur trésorerie en bons pères de famille. 95 % de leurs placements sont sur des comptes courants, rémunérés ou pas, ou sur des comptes à terme qui, même s'ils ont fortement baissé pour tomber à 0,50 %, ont le mérite d'être positifs et garantis en capital. Les très grandes entreprises du CAC 40 complètent cette panoplie avec des OPCVM monétaires qui affichent tous des niveaux de rémunération à zéro ou négative, autour de -0,35 %. »

Benoit Rousseau, directeur du département financement, trésorerie et assurance des Fromageries Bel, applique cette stratégie pour sécuriser le cash de son entreprise. Les 5 % affectés à des produits un peu plus risqués sont investis dans des fonds diversifiés de type crédit ou cross assets. « La gestion du 'cash' court terme devient un exercice de plus en plus compliqué, confie Benoit Rousseau. Avec les taux négatifs, il devient très difficile de faire du zéro sur les placements à court et moyen

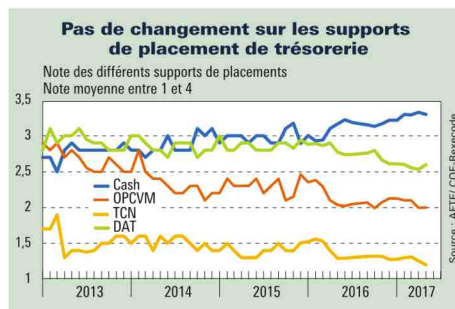


terme. Au bout du compte, le meilleur placement monétaire sans risques, c'est de laisser des soldes positifs sur les comptes... »

Jouer sur les maturités

Pour aller chercher un peu plus de rémunération, certains corporates se positionnent sur des placements monétaires avec un horizon d'investissement un peu plus long. « Une petite pente s'est installée entre, d'un côté, les placements au jour le jour rémunérés à l'Eonia, dont les conditions à -0,35 % sont répercutées plus fréquemment depuis le début de l'année, et de l'autre côté, les placements à un an qui ressortent, eux, autour de 0 % ou positifs, observe Mireille Cuny, responsable mondiale des solutions de liquidité et d'investissements pour les entreprises chez Société Générale CIB. Du coup, certains corporates se tournent vers des dépôts à terme ou des placements en fonds obligataires sur des maturités plus longues, de trois mois à un an. » « On observe aussi une progression forte des fonds de trésorerie longue non monétaire, notamment ceux qui respectent les critères pour être qualifiés d'équivalent de trésorerie au sens de la norme IAS 7 », complète Jean Eyraud, président de l'AF2I, l'Association française des investisseurs institutionnels.

Trésorier d'Interparfums, Franz Zurenger, diversifie ses placements et ses risques en jouant sur les maturités. « Sur le court terme, à moins de 12 mois, nous avons choisi de suivre les conseils d'asset managers qui nous ont incités à miser sur des Sicav monétaires classées en risque 2, et qui sont aujourd'hui à 0 ou 0+. Sur ces produits, nous perdons actuellement un peu d'argent, mais ces pertes seront compensées si les taux remontent. » Pour aller chercher de la rémunération, le trésorier d'Interparfums a activé des placements à plus long terme, qui représentent 60 % de sa trésorerie. « Nous ne sommes pas allés sur les fonds obligataires, par peur d'un petit krach sur ce marché. Si les taux augmentent, les corporates risquent de sortir pour s'orienter vers des fonds plus sécurisés qui rapporteront la même chose, mais avec moins de risques. » Franz Zurenger privilégie donc des solutions de contournement comme le placement sur le dollar, qui se révèle plus rémunérateur, et qui est toujours associé à une couverture. Un contrat d'assurance-vie 100 % fond euro, rémunéré l'an dernier à 2,17 %, et des comptes à terme progressifs sur cinq ans, qui offrent aujourd'hui une rémunération à 0,80 % et qui monteront jusqu'à



2 %, complètent le portefeuille de placements. « Grâce à cette stratégie de diversification, les 220 millions de trésorerie du groupe ont été rémunérés à 0,90 % en 2016, confie Franz Zurenger. Sur 2017, nous devrions être aux alentours de 0,60 %, mais uniquement avec du risque bancaire sécurisé 'cash and cash equivalents', et avec des outils qui nous permettent de récupérer notre capital sans pénalité en moins de 30 jours... »

Côté financement, les opérations de funding sont en train de retrouver un rythme plus normal. « Dès que les sociétés ont publié leurs résultats en février, beaucoup ont décidé de réaliser leur 'funding' par anticipation afin de passer avant l'élection présidentielle en France, explique Blaise Bourdy, responsable de l'origination marchés de capitaux de dette pour les entreprises belges, françaises et luxembourgeoises chez Société Générale CIB. Cela a donné un mois de mars record, avec 41 milliards d'euros d'émissions réalisées par des entreprises 'investment grade', et un mois d'avril atone à 7,2 milliards d'euros. » L'élection d'Emmanuel Macron ayant écarté le risque d'une sortie de la France de la zone euro, les corporates sont en train de revenir en nombre sur ce marché. Le groupe SEB, non noté à long terme, a ainsi placé avec succès, le 22 mai dernier, un emprunt obligataire de 500 millions d'euros d'une durée de 7 ans et portant intérêt au taux de 1,50 %.

Les entreprises ont également fait leur retour sur le marché des placements privés qui se distingue, lui aussi, par une grande liquidité et des conditions très attractives. « Beaucoup d'emprunteurs corporate reviennent

C'est pour quand ?

C'est la question que tout le monde se pose : quand interviendra cette fameuse hausse des taux ? Mireille Cuny (photo), responsable mondiale des solutions de liquidité et d'investissements pour les entreprises chez Société Générale CIB, ne la voit pas pour tout de suite sur les taux courts euro. « La Banque centrale européenne injectant chaque mois 60 milliards d'euros de liquidités sur le marché, en achetant tous types de papiers, et sans perspective d'arrêt brutal, il n'y a toujours pas d'anticipation de hausse des taux courts dans les mois qui viennent. L'Eonia ou l'Euribor 3 mois continuent de baisser depuis le début de l'année. Et la tendance est la même du côté des fonds monétaires qui ont, eux aussi, des



performances de plus en plus négatives, les 'asset managers' n'arrivant plus à trouver du papier qui rémunère positivement en euros. » Responsable de l'origination des placements privés européens de CA CIB, Floriano Ascensao mise, lui, sur une hausse des taux de swaps dans les prochains mois sur l'ensemble de la courbe. « Elle a même déjà commencé, puisque le taux de 'swap' 7 ans est passé en un an de 0,28 % à 0,54 %. Mais toutes nos anticipations prévoient des hausses relativement raisonnables à la fin de l'année. Si cela se vérifie, la situation pourra être considérée comme relativement saine car cela signifierait que la hausse des taux accompagnerait une reprise de l'activité et des besoins des entreprises en matière de financements. »



Appétit pour le long terme

pour lever de nouveaux financements en privilégiant les maturités les plus longues possibles, entre 8 et 10 ans sur l'EuroPP, et entre 5 et 7 ans sur le Schuldschein, observe Floriano Ascensao, responsable de l'origination des placements privés européens de CA CIB. Ce faisant, elles entendent obtenir un coût de financement à des conditions plus attractives qu'elles ne le seront dans six mois, eu égard aux anticipations des marchés. » Cet appétit pour le long terme se retrouve aussi sur le marché obligataire. « Depuis l'élection, on enregistre une multiplication des transactions à 12 ans, et on a vu deux tranches d'émissions à 20 ans, remarque Blaise Bourdy. Cela traduit un appétit plus grand pour le risque de la part des investisseurs, les entreprises choisissant, elles, d'allonger la maturité de leur dette pour figer les coûts de financement avant que les taux ne remontent, en privilégiant des taux fixes sur ces maturités longues. »

La tentation du refinancement

Les entreprises continuent aussi à réaliser des opérations de refinancement. Pour remplacer sa dette existante, Fromageries Bel a procédé, juste avant l'élection présidentielle, à une émission obligataire inaugurale de 500 millions d'euros non notée, en placement public. Jusqu'ici, le groupe avait eu recours au marché privé, EuroPP et Schuldschein. « Après un 'roadshow' de trois jours, nous avons pu émettre avec des 'spreads' à des

RENCONTRE AVEC...

Cyril Merkel, président de la commission placements de l'AFTE (Association française des trésoriers d'entreprise)



« Si les taux remontent, les trésoriers ne changeront pas de cap »

La perspective d'une hausse des taux a-t-elle incité les entreprises à revoir leur stratégie en matière de placements ?

Pas du tout. Le constat que nous dressons au niveau de la commission placements de l'AFTE, c'est que les grands *corporates* et les ETI n'ont pas changé de politique l'année dernière, alors que les taux sont pourtant passés en territoire négatif. Il y a bien eu des réflexions pour savoir s'il fallait remettre en cause, pour tout ou partie de la trésorerie, la notion de *cash and cash equivalents* (CCE) qui implique de privilégier les placements de moins de trois mois pour pouvoir plus facilement mobiliser sa trésorerie en cas de besoin. Mais le CCE constituant aujourd'hui le « nerf de la guerre », ces réflexions ont débouché sur un statu quo. L'écrasante majorité des grands *corporates* continue d'appliquer cette disposition qui permet de limiter la dette nette en déduisant tous les placements estampillés CCE de la dette brute. Si les taux devaient remonter, les trésoriers ne changeraient donc pas de cap. Ils essaieront au contraire de profiter de la hausse des taux, tout en restant CCE.

Quels sont les supports aujourd'hui privilégiés par les corporates ?

Tous ceux qui sont estampillés CCE. Les entreprises choisissent les supports classiques comme les OPCVM monétaires, les certificats de dépôt, les dépôts à terme, les Neu CP (billets de trésorerie) à moins de trois mois, les comptes courants... Certaines s'orientent aussi vers des produits un peu plus longs comme des comptes à terme qui intègrent une clause qui vous donne une liquidité par exemple à 32 jours, et qui sont donc éligibles au CCE.

Comment voyez-vous évoluer les taux dans les mois qui viennent ?

Cela n'engage que moi, mais je pense qu'il n'y aura pas de remontée des taux avant fin 2018. Je ne vois en effet pas la Banque centrale européenne modifier dans l'immédiat sa politique monétaire en matière de taux directeur et de rachats d'actifs en l'absence d'une reprise significative de la croissance, l'inflation n'ayant, elle, toujours pas atteint la cible des 2 % visée par la banque centrale.

niveaux 'historiques', plus bas que Ferrari, 120 points de base pour une maturité à 7 ans, le coupon ressortant à 1,50 %. Le prix n'est pas supérieur à un placement privé ou du crédit bancaire, type 'term loan' ou encore Schuldschein, et il nous permet d'éviter tout covenant de levier financier », précise Benoît Rousseau, directeur du financement et de la trésorerie du groupe. Les ordres ont atteint 4,6 fois la taille demandée, mais l'entreprise a dû renoncer à émettre une tranche à 10 ans. « L'opération nous permet de rallonger notre dette existante dont la maturité était proche de 2 ans et implicitement de refinancer le rachat du groupe Montblanc Materne (850 millions d'euros) », confie Benoît Rousseau.

Cette tentation du refinancement gagne aussi le marché de l'EuroPP. Ces derniers mois ont été marqués

par deux opérations significatives de rachats anticipés d'EuroPP existants au format prêt. « L'objectif des émetteurs était de réduire significativement leurs coûts de financement grâce à l'évolution des taux de référence et des 'spreads' de crédit qui sont aujourd'hui beaucoup plus attractifs que lors de la mise en place des premiers EuroPP, souligne Floriano Ascensao. Ils en ont aussi profité pour allonger la maturité de leur dette. » En général, sur ce type d'opérations, les clauses de remboursement anticipées sont relativement élevées car elles reviennent à actualiser les coupons restants à payer au taux de marché actuel, sur une base OAT + Premium. D'où la nécessité d'engager des négociations afin de trouver un terrain d'entente avec les investisseurs sur le montant de la prime versée par l'émetteur. ■

Le financement de marché des entreprises progresse très rapidement

