

Les trésoriers tirent les leçons de la crise

« **D**ès le début de la crise, mi-2007, nous avons décidé de ne plus détenir aucune Sicav, explique Michel Abaza, trésorier groupe de Safran. Nous préférons placer notre liquidité sur des comptes bancaires rémunérés, des TCN ou des comptes à terme. Au moins, avec ces titres, nous savons exactement auprès de quelle institution financière nos excédents sont placés ! » La crise a de toute évidence laissé de lourdes traces dans les départements trésorerie des entreprises. Y compris chez les plus grandes : chez Total, par exemple, on n'a pas oublié que des flux qui devaient être versés à l'entreprise dans le cadre d'opérations de swaps, quelques semaines après la chute de Lehman, ont été bloqués pendant deux à trois jours au niveau de la banque de clearing... En fait, depuis août 2007, l'environnement des directions financières a été passablement bouleversé. Entre des contreparties bancaires de renom en faillite ou en difficulté, la quasi-fermeture des marchés de financement pendant plusieurs mois, l'explosion du marché des Sicav monétaires dynamiques... les trésoriers n'ont guère eu d'autres choix que de s'adapter au plus vite, pour sécuriser l'accès de leur entreprise à la liquidité, voire protéger tout simplement leur trésorerie.

Les stratégies de placements, en premier lieu, ont ainsi fait l'objet de révisions drastiques. Il est vrai qu'au plus fort de la crise, certaines entreprises excédentaires ne savaient quasiment plus où déposer leurs liquidités

En deux ans, les trésoriers ont dû réviser en grande partie leurs modes de gestion. La crise a en effet profondément modifié leur stratégie de placements, tandis que le contexte de raréfaction de la liquidité a accentué la recherche de diversification des financements. Enfin, la montée en puissance de certains risques a également fait évoluer les reportings, plus réguliers et qualitatifs.

FOCUS

tant était forte la perte de confiance dans le système bancaire. Chez Total, le nombre d'établissements avec lesquels le groupe travaillait pour placer des dépôts est ainsi passé de cinquante à moins de dix, avant de revenir mi-2009 à une vingtaine. La débâcle des fonds monétaires dynamiques, de son côté, a conduit certaines entreprises soit à se détourner complètement des OPCVM, comme Safran, soit à revenir progressivement sur les fonds monétaires, mais en sanctionnant les sociétés de gestion qui ne s'étaient pas montrées à la hauteur. «Après être restés à l'écart des OPCVM pendant quelques mois à partir de juillet 2007, nous sommes revenus progressivement sur ces produits dès le début 2008, en privilégiant les sociétés de gestion qui s'étaient bien comportées durant la crise, en termes de performance comme de service, c'est-à-dire de disponibilité et de clarté des informations délivrées, explique Hervé Labbé, responsable de la salle de marchés du groupe France Télécom. Nous leur avons même alloué des montants supérieurs.»

Une plus grande transparence

Avec la crise, les trésoriers ont compris qu'ils devaient avant tout se montrer réactifs. «Avant, nos excédents étaient répartis à parts égales entre des TCN et des OPCVM, poursuit Hervé Labbé. Aujourd'hui, nous pouvons tout aussi bien exclure les OPCVM, comme allouer 50 % de nos excédents dans des titres publics ou parapublics, l'allocation étant désormais susceptible de changer de manière profonde et rapide. Ce changement devrait être durable, tant que la crise ne sera pas totalement derrière nous.» Autre impact majeur dans la gestion des placements auprès des OPCVM : les trésoriers ont revu à la hausse leurs exigences en matière de transparence. «Nous demandons aux sociétés de gestion plus d'informations détaillées concernant nos supports de placements, explique Bruno Grépinet, trésorier chez EDF Energies Nouvelles. Nous n'hésitons pas à contacter directement les gérants pour obtenir des renseignements complémentaires sur leur politique de gestion. Nous choisissons éventuellement des maturités plus courtes et sommes plus prudents en matière de notations, en excluant par exemple les émetteurs qui n'en ont pas.»

Une surveillance renforcée qui accroît en interne la charge de travail des trésoriers. «La perte de confiance qui a accompagné la crise a contribué à ré-internaliser la gestion des placements dans la plupart des entreprises, soulignait Diana Lewertowski, trésorière du groupe Eramet, dans une récente interview à Option Finance (n°1054). Même en ce qui concerne les OPCVM monétaires, nous

sommes extrêmement vigilants et regardons tous les jours leur performance, et chaque mois, la qualité des titres en portefeuille et la maturité des placements.» Bien que de nombreuses entreprises fassent toujours preuve d'une grande prudence en matière de placements, le contexte de taux extrêmement bas commence à inciter certaines d'entre elles à prendre à nouveau un peu de risque. «La tentation du rendement est toujours là, souligne Christian Marty, associé chez Trésofi by Sidetrade. Certaines entreprises cherchent à compenser la baisse de leur chiffre d'affaires par une hausse de leur résultat financier. Un phénomène accentué pour celles qui ont le moins souffert de la crise des subprimes. Depuis le second semestre, l'appétit pour le risque est revenu, en particulier sur le marché des matières premières. Les entreprises, très exposées aux variations de prix des matières premières, ont tendance à accompagner le mouvement actuel de spéculation sur ce marché.»

Une hausse des marges

La crise a également touché de plein fouet la politique de financement des entreprises. Dans les mois qui ont suivi la faillite de Lehman, beaucoup, y compris les plus grandes, ont été confrontées à des banquiers leur demandant de ne pas tirer sur des lignes de back-up qui leur avaient pourtant été accordées... Des PME, de leur côté, se sont retrouvées avec des banques leur imposant de changer le taux de référence utilisé, en le faisant passer de Eonia à Euribor. Beaucoup d'entre elles ont par ailleurs été confrontées à des hausses unilatérales de marge de la part des banques, lorsque rien ne les en empêchait dans les contrats.

Pour les entreprises, la priorité a donc d'abord été de sécuriser les financements existants. «La crise a notamment eu pour effet d'accroître la lecture de nos contrats de financement, explique Xavier Tréguer, responsable trésorerie du groupe Agrial. Nous en avons également profité pour faire confirmer nos lignes de financements court terme. La structure financière du groupe et la communication faite à ce sujet depuis plusieurs années ont permis de limiter la hausse des marges constatée sur le marché.» Mais toutes les entreprises n'ont pas eu cette chance. Lorsqu'elles ont obtenu de nouveaux crédits, la plupart des entreprises n'ont pas échappé à la hausse des marges. En novembre 2008, le solde d'opinion relatif aux marges payées sur les crédits bancaires a ainsi franchi le cap des 60 %, selon les résultats de l'enquête mensuelle réalisée par l'AFTE auprès des trésoriers des grandes entreprises. Autour de 14 % le mois dernier, ce solde a depuis fortement diminué, témoignant d'une moindre



Hervé Labbé, responsable de la salle de marchés, France Télécom

«L'allocation de nos excédents est désormais susceptible de changer de manière profonde et rapide.»

Bruno Grépinet,
trésorier, EDF
Energies Nouvelles

«La durée des closings de financements de projet a doublé alors que nos besoins sont restés identiques, voire ont augmenté.»



hausse des marges, sans pour autant traduire une baisse. Tout récemment, en fin d'année dernière, une grosse PME d'environ un milliard d'euros de chiffre d'affaire a dû concéder une marge trois fois plus élevée que ce qu'elle aurait payé au printemps 2007 dans le cadre d'un crédit d'acquisition de moins de 300 millions d'euros à quatre ans. En moyenne, l'écart entre les taux moyens appliqués sur les nouveaux crédits bancaires à plus d'un an et l'Euribor à trois mois s'est établi entre 250 et 300 pb en 2009, contre environ 50 pb avant la crise ! Outre la hausse des marges, les entreprises ont également été confrontées à des délais considérablement rallongés pour obtenir de nouveaux crédits. «Comme les tickets des banques ont sensiblement diminué, nous devons négocier avec plus de partenaires bancaires, ce qui prend davantage de temps, explique Bruno Grépinet. La durée des closings de financements de projet a doublé, passant d'environ 6 à 12 mois, alors que nos besoins sont restés identiques, voire ont augmenté. De ce fait, nous avons choisi de commencer la construction de nos nouveaux parcs éoliens, tout en menant les négociations en parallèle. Nous disposons pour cela d'un certain nombre de lignes bancaires complétées par des facilités consenties par EDF.»

Une tendance à la réduction des pools bancaires

Les délais de réponse ont été d'autant plus longs que les partenaires bancaires étaient nombreux, ce qui a conduit les entreprises à modifier leur approche en termes de pool bancaire. Deux tendances se dessinent toutefois. Celles qui ont dû renégocier des crédits syndiqués avec un grand nombre de banques ont eu tendance à réduire leur pool, au vu des difficultés que cela pouvait entraîner pour obtenir un consentement général. A l'inverse, celles qui avaient restreint leur pool avant la crise n'ont pas été plus loin. «Les entreprises ont été tentées, au cours de ces dernières années, de réduire le nombre de leurs partenaires bancaires, pour diminuer leurs coûts, mais la crise et la raréfaction du crédit ont eu pour effet de freiner cette tendance, voire même de l'inverser», explique Bruno Grépinet. Une réduction trop forte des pools bancaires

Financements : la crise a accentué la logique de diversification

Quand elles en ont eu la possibilité, de nombreuses entreprises ont été tentées de recourir aux marchés financiers depuis leur réouverture progressive l'an dernier. «Nous avons toujours été attentifs aux modes alternatifs de financement, mais il est vrai que la crise a accéléré cette tendance, explique Bruno Grépinet, chez EDF Energies Nouvelles. Par exemple, nous avons réfléchi à l'opportunité d'une émission obligataire, notamment sous la forme d'une émission de "project bonds", c'est-à-dire des obligations adossées à un projet à long terme et non à une société, sans avoir pour l'instant mis en œuvre de telles stratégies.» Si certaines entreprises en sont au stade de la réflexion, d'autres ont sauté le pas, à l'image du groupe Safran, qui a réalisé une émission inaugurale en novembre dernier pour un montant total de 750 millions d'euros à 5 ans, réalisée à 130 pb au-dessus des taux mid-swaps, avec un coupon annuel de 4 %.

Cette opération illustre bien le mouvement de désintermédiation bancaire observé au cours de l'année 2009, qui a été marquée par une nette hausse des émissions de la part d'entreprises très diversifiées. «Nous avons préféré saisir cette opportunité sur le marché obligataire, qui nous a permis de bénéficier d'un spread (MS+130 pb) plus attractif que ceux offerts sur le marché des crédits bancaires, où nous aurions obtenu du MS+200/250 pb, à comparer même à du MS+400/500 pb un an auparavant, alors même que le groupe Safran n'est pas noté, explique Michel Abaza. En outre, cette émission "benchmark" présente un avantage réel pour de futures négociations avec nos partenaires bancaires.» Les émetteurs historiques s'inscrivent eux aussi dans cette logique de diversification. C'est le cas de France Télécom dont l'endettement net est constitué d'obligations à hauteur de 85 à 90 %. «La diversification de nos sources de financement, qui a toujours été un principe de gestion, a pris plus d'importance au cours de ces deux dernières années, confirme Hervé Labbé. Pour la première fois depuis 2001, nous sommes revenus sur le marché en dollars en 2009. L'année précédente, nous avons eu recours pour la première fois au Schuldschein (placement privé allemand), et réalisé une émission indexée sur l'inflation, swappée ensuite à taux fixes.» Une diversification de la base des investisseurs qui permet de garantir une bonne tenue des spreads et de se prémunir contre la fermeture imprévue de certains marchés.

Michel Abaza, trésorier, Groupe Safran



«Nous avons préféré saisir cette opportunité sur le marché obligataire, qui nous a permis de bénéficier d'un spread (MS+130 pb) plus attractif que ceux offerts sur le marché des crédits bancaires.»

accroît en effet la dépendance des entreprises envers leurs partenaires. Au sein même des pools, le choix des banques est en tout cas désormais conditionné par leur fidélité durant la crise. Un grand groupe du CAC 40 a ainsi décidé de blacklister pendant environ cinq ans les banques qui lui avaient demandé de ne pas tirer sur des lignes de crédit garanties. «Une chose est sûre, les entreprises se souviendront des banques qui les auront soutenues durant la crise, affirme Arnaud Bruneton, manager senior chez OTC Conseil. Ces banques seront certainement sollicitées dans le cadre de prochaines opérations financières.»

Face à un crédit bancaire parfois devenu plus cher, plus difficile et plus long à obtenir durant la crise, la diversification des sources de financement a constitué l'autre priorité des entreprises. Celles qui le pouvaient n'ont pas hésité à faire appel au marché (voir encadré). L'an dernier, le marché obligataire européen a enregistré des montants records d'émission de la part des corporates – environ 300 milliards d'euros – d'autant que les conditions de marché se sont beaucoup améliorées au cours de l'année. Les corporates ont pu bénéficier du niveau très bas des taux ainsi que du resserrement des spreads, qui ont été divisés par quatre environ en un an. Le marché equity-linked a lui aussi attiré de nombreuses entreprises. «Nous avons choisi d'émettre en décembre dernier, des obligations remboursables en actions pour un montant de 50 millions d'euros afin de renforcer nos capitaux propres», explique Xavier Tréguer. Les entreprises n'ayant pas la taille suffisante pour avoir accès aux marchés se sont quant à elles tournées vers d'autres techniques de financement. «Les entreprises ont donné priorité à leurs problématiques de bas de bilan, en regardant toutes les solutions permettant d'apporter de la liquidité : affacturage, reverse factoring, ou bien titrisation de créances commerciales, pour celles qui avaient déjà des programmes en place», explique Arnaud Bruneton.

Des indicateurs affinés

La crise a eu, enfin, un impact majeur sur les reportings demandés par les directions financières, ce qui a contribué à renforcer le rôle même du trésorier au sein de l'entreprise. «Nous observons un dialogue accru entre les trésoriers et les directeurs financiers qui leur demandent plus d'informations, mais surtout des reportings plus documentés, afin d'avoir une meilleure appréhension des risques encourus», constate Arnaud Bruneton. Leur fréquence a ainsi augmenté. «Le rythme de révision de nos lignes de contreparties est passé d'une fois par an, à deux fois par an, voire plus fréquemment si besoin», souligne Hervé Labbé. Chez EDF Energies Nouvelles, l'accent a en particulier été mis sur le suivi des financements. «Pendant la phase haute de la crise, nous avons régulièrement effectué avec le management des exercices de stress en simulant un gel des crédits bancaires, explique Bruno Grépinet. Aujourd'hui, même si la crise n'a pas complètement disparu, ces exercices sont moins fréquents.» La liquidité a parfois fait l'objet, depuis la crise, d'un suivi plus formalisé mais également plus structurel. C'est le cas chez Safran : «Depuis janvier 2009, des "comités cash" réunissant certains membres du directoire et les managers finances ont été instaurés sur un mode bimensuel, afin de suivre au plus près la liquidité et d'optimiser notre BFR, explique Bernard Gracia, responsable cash manage-



Christian Marty, associé, Trésofi by Sidetrade

«Les reportings ont évolué d'un état statique et descriptif vers des indicateurs plus dynamiques et qualitatifs.»

ment et financial reporting. La crise a ainsi mobilisé l'ensemble de nos filiales, qui établissent des prévisions beaucoup plus précises : positions financières sur douze mois glissants, détails par types de flux, justification des variations significatives..., tandis que la collaboration avec le contrôle de gestion s'est renforcée, par le biais d'un croisement plus systématique de nos indicateurs de trésorerie et de gestion.» Car les tableaux de bord n'ont pas seulement vu leur fréquence accrue, ils ont surtout été enrichis et les indicateurs affinés. «Les reportings ont évolué d'un état statique et descriptif vers des indicateurs plus dynamiques et qualitatifs, souligne Christian Marty. Les entreprises s'efforcent d'anticiper et de traiter davantage les données dont elles disposent.» Beaucoup se sont rendu compte dans cette perspective que leurs outils n'étaient pas adaptés. Pour appréhender le risque de marché de leur portefeuille d'instruments financiers, de nombreuses entreprises utilisent les modèles de VaR (Value at Risk) permettant de mesurer la perte potentielle maximale des actifs détenus en fonction d'un niveau de prise de risque et d'un horizon donné. «Ces outils ne se sont pas toujours révélés efficaces face aux fluctuations de marché beaucoup plus brutales que ne pouvaient le prendre en compte les modèles établis, explique Christian Marty. Certaines entreprises nous sollicitent dans le cadre de missions de réévaluation des systèmes de contrôle des risques.» La crise aura au moins eu pour effet positif, après avoir mis à l'épreuve les procédures d'évaluation et de gestion des risques, de rectifier leurs éventuelles carences, et de donner une nouvelle importance au contrôle des risques. Car les trésoriers l'ont désormais bien compris : tout peut arriver, y compris le pire ! ■ Angèle Pellicier