

# Un coup dur pour les participations de l'Etat

L'Agence des participations de l'Etat aurait perdu environ 24 milliards d'euros sur son portefeuille de 11 sociétés cotées, depuis le 1<sup>er</sup> janvier. Soit une baisse d'un tiers de sa valeur.

**Sophie Rolland**  
@Sorolland  
et **Thibaut Madelin**  
@ThibautMadelin

La tempête boursière a violemment entamé la valeur des participations de l'Etat. L'Agence des participations (APE) est présente en direct dans près de 90 entreprises, certaines cotées, d'autres non. Pour ces dernières, il est encore difficile de mesurer l'ampleur des dégâts. En revanche pour les 11 entreprises cotées, il est possible de tenter une première évaluation.

Sur la base des participations au 6 mars dernier, l'APE aurait perdu environ 24 milliards d'euros sur ce portefeuille de sociétés cotées depuis le 1<sup>er</sup> janvier. Soit un tiers de sa valeur. Selon nos calculs, celle-ci serait passée de près de 72 milliards au 31 décembre à quelque 48 milliards au 31 mars. Plus de la moitié de ces pertes sont imputables à seulement deux participations : EDF avec 6 milliards de pertes (participation de 84 %) et Airbus avec 7 milliards de pertes. L'Etat est présent au capital du constructeur aéronautique européen à hauteur de 11 % seulement, mais sa capitalisation est importante (avant la crise, Airbus était le cinquième groupe coté du CAC 40) et il a perdu 54 % en Bourse au premier trimestre.

Les pertes sur Engie (participation de 24 %) et sur Safran (11 %) pourraient approcher les 3 milliards d'euros. Viennent ensuite ADP (50 %) avec un peu moins de 2 milliards d'euros de pertes et Renault (15 %) pour plus d'un milliard. La participation de 26 % dans Thales serait à l'origine d'une perte de près de 900 millions d'euros, et celle de 13 % dans Orange de quelque 700 millions d'euros.

**Bpifrance présente au capital de 750 entreprises** Et encore. Ces pertes n'incluent pas l'exposition de bpifrance. A travers sa filiale bpifrance Participations, la banque publique est présente en direct au capital d'environ 750 entreprises (et 3.500 via son activité de fonds de

fonds) aux profils divers, à la fois des grands groupes industriels comme le constructeur automobile Peugeot PSA, des entreprises de taille intermédiaire (ETI) comme Pizza Pino (restauration) ou Paprec (recyclage) et une myriade de PME et start-up. Fin 2019, la valeur des participations était proche de 23 milliards d'euros, après 20 milliards en 2018. Depuis, l'épidémie du coronavirus a laissé des traces. « Notre portefeuille est à l'image de l'économie, déclare Arnaud Caudoux, directeur général adjoint de bpifrance. Nous avons subi des pertes de valeur du même ordre que celles enregistrées par les marchés pour les sociétés cotées. »

**A l'occasion d'une levée obligataire de 2,3 milliards d'euros, la semaine dernière, bpifrance a prévenu les investisseurs que « le Covid-19 pourrait avoir un effet défavorable significatif sur nos activités, nos opérations et nos résultats ».**

Quant aux entreprises non cotées, il est trop tôt pour dire quel sera l'effet de la crise. « La question se posera au 30 juin », indique Arnaud Caudoux. Elle se pose d'autant plus que la banque publique n'est pas seulement actionnaire en direct, mais possède également des participations dans une multitude de fonds privés.

**Absence de dividendes** Comme l'APE, la filiale à 50 % de la Caisse des Dépôts va aussi souffrir de l'absence de versement de dividendes, que le gouvernement veut imposer aux entreprises françaises qui vont bénéficier des aides d'urgence. « En tant qu'actionnaire, on ne peut pas à la fois demander aux dirigeants d'être le plus attentif au cash et en même temps exiger des dividendes », reconnaît Arnaud Caudoux.

Autant de facteurs qui appellent à la prudence. A l'occasion d'une levée obligataire de 2,3 milliards d'euros, la semaine dernière, bpifrance a ainsi prévenu les investisseurs que « le Covid-19 pourrait avoir un effet défavorable significatif sur nos activités, nos opérations et nos résultats ». ■

# Le parcours du combattant des entreprises pour obtenir le soutien de la BCE

Annoncé parmi les mesures du plan d'urgence de la BCE le 18 mars dernier, l'achat des titres de dettes à court terme émis par les entreprises tarde à se mettre en place. Ce qui préoccupe les trésoriers.

**Guillaume Benoit**  
@gb\_eco

C'était l'une des surprises des annonces de la BCE, dans la nuit du 18 mars. La Banque centrale européenne allait consacrer une partie de son programme d'urgence pandémie de 750 milliards d'euros à acheter de la dette court terme d'entreprise. Un véritable ballon d'oxygène pour les émetteurs de ces instruments, notamment en France. Et pour cause : alors que le marché des « NEUCP » (la nouvelle forme des billets de trésorerie) est un outil très important de financement des besoins de trésorerie des entreprises, il est presque complètement fermé depuis le 16 mars.

« Dès le début du confinement, les acheteurs habituels – les investisseurs institutionnels – ont totalement disparu, témoigne François Gouesnard, de la commission financements de l'Association française des trésoriers d'entreprise. C'était la même chose en septembre 2001, ou en octobre 2008. » Confrontés à des retraits ou cherchant à conserver un maximum de liquidités en cash, ces investisseurs ont délaissé le marché. « Même en augmentant la rémunération offerte, nous n'avons pas trouvé preneur pour notre papier », explique le trésorier d'un groupe agroalimentaire.

## Pas de reprise

Le problème, c'est que les NEUCP ont vocation à être constamment refinancés par de nouvelles émissions. Les entreprises attendaient donc avec une certaine impatience les premiers achats de la BCE, via la Banque de France, espérant que le marché redémarrerait rapidement. Mais elles ont été déçues.

La liquidité n'est pas au rendez-vous. Le nombre d'émetteurs éligibles aux achats de la banque centrale ne représente qu'une partie de ce marché qui pèse 70 milliards d'euros en France. « Les règles qui s'appliquent sont celles, extrêmement strictes, du programme d'achat d'obligations mis en place par la BCE en 2016, notamment en ce qui concerne le critère de la notation », explique François Gouesnard. De ce fait, seules les entreprises bien notées sur leur dette de court terme peuvent bénéficier du plan d'urgence. Ce qui exclut un assez grand nombre d'émetteurs sur ce marché. La Banque de



La Banque centrale européenne s'est engagée à consacrer une partie de son programme d'urgence pandémie de 750 milliards d'euros à acheter de la dette court terme d'entreprise. Photo Caro Ruffler/Sipa

France n'a aucune marge de manœuvre sur ce point. « La BCE va pouvoir acheter la dette souveraine de la Grèce, qui est mal notée, mais elle n'a pas la même souplesse à l'égard des entreprises », s'irrite un trésorier dont les titres ne sont pas éligibles. Autre obstacle, seules les notes attribuées par les quatre grandes agences nord-américaines que sont DBRS, Fitch, Moody's et S&P Global Ratings sont prises en compte. Or plusieurs émetteurs, notamment parmi les petits, ont fait appel aux services de l'allemand Scope ou du français Qivalio, agréés par l'Esma, le gendarme européen des marchés. Une démarche d'ailleurs favorisée par les autorités qui voulaient réduire le poids des acteurs anglo-saxons.

## Rigidité

Plus ennuyeux pour les émetteurs qui remplissent les conditions d'éligibilité, le marché reste compliqué. « Il n'y a eu a priori que quelques opérations et nous manquons de transparence », déplore Florence Saliba, présidente de l'AFTE. Il a d'abord fallu s'adapter à des modalités pratiques de demande très éloignées des habitudes du marché des

billets de trésorerie. Pour que la Banque de France participe à l'émission, il faut indiquer un montant fixe, une maturité fixe et un coupon fixe. Or, « une entreprise qui veut émettre annonce un montant global et en module la maturité et le prix en fonction de l'appétit des investisseurs », explique François Gouesnard.

## Opacité

Surtout, de nombreuses demandes de participation transmises à la Banque de France par les intermédiaires bancaires des entreprises sont restées lettre morte. « Les entreprises sont tout à fait prêtes à adapter leurs émissions aux critères de la Banque de France, en termes de taille, de prix et de maturités, affirme Florence Saliba. Mais encore faut-il qu'elles connaissent ses critères. Or nous n'arrivons pas à obtenir de réponse sur ce point. »

Ce manque de transparence et ces débuts un peu difficiles expliquent en partie que les investisseurs restent éloignés du marché, estiment les trésoriers. Pour l'instant, les entreprises tiennent bon. Elles ont pu compter sur leurs banques, qui n'ont fait a priori aucune difficulté pour les laisser tirer sur

leurs lignes de secours. Elles disposent des fonds propres nécessaires et d'une abondante liquidité fournie par la BCE.

**Pour l'instant, les entreprises tiennent bon.**

**Elles ont pu compter sur leurs banques, qui n'ont fait a priori aucune difficulté pour les laisser tirer sur leurs lignes de secours.**

« Après la crise de 2008, les entreprises avaient été fortement incitées à réduire leur dépendance aux banques et à augmenter leur recours au financement de marchés, rappelle Florence Saliba. Aujourd'hui, heureusement que les banques sont là pour financer les besoins de trésorerie. Si le marché des NEUCP veut se présenter comme une véritable alternative, il faut qu'il se rouvre très rapidement. » ■

# Non-coté : les fonds confrontés à un casse-tête inédit

Alors que l'ampleur de la crise liée au coronavirus est encore impossible à mesurer, les gérants du non-coté, notamment en dette d'entreprises, se retrouvent confrontés à un exercice périlleux de valorisation de leurs actifs.

**Bastien Bouchaud**  
@BastienBouchaud

Etablissements fermés, personnel confiné, voire en chômage partiel, commandes en suspens... Et aucune visibilité sur le retour à la normale. Pour les entreprises, le coronavirus représente un choc sans précédent, à l'ampleur inconnue. Les gérants d'actifs non cotés, capital-investissement et dette pri-

vee se retrouvent également en première ligne. Les contacts se multiplient avec les entreprises touchées de plein fouet pour les aider à traverser la crise et à optimiser leur trésorerie. Mais en coulisses, un autre problème se pose : comment valoriser ces entreprises et leurs dettes ? Un enjeu important alors que le non-coté a été plébiscité ces dernières années et que les frais de gestion sont appliqués proportionnellement à la valeur des encours.

Alors que le trimestre s'achève, les fonds fermés d'actifs réels vont bientôt envoyer à leurs investisseurs des rapports de gestion. Au contraire des investissements cotés, ils ne peuvent pas simplement reprendre des données de marché pour valoriser leurs fonds. Or, même les grands groupes ne

savent plus sur quel pied danser et révisent à tour de bras leurs prévisions. « Faute de connaissance sur la durée du confinement et sur la manière dont la reprise de l'activité sera organisée, les incertitudes sont immenses », souligne un gérant de dette privée. « Il est trop tôt dans la crise pour se faire une idée précise des conséquences », ajoute-t-il.

## Report d'intérêts

Les demandes de report d'intérêts sont déjà significatives : près de 20 % du portefeuille chez un gérant français. Sur les marchés de dette très risquée, les indices affichent des baisses de 15 à 20 % depuis le début de l'année, et la liquidité reste fortement dégradée. Les taux de défaut sont attendus en très forte hausse par les agences de notation.

Mais l'absence de transactions sur la dette privée laisse davantage de latitude aux gérants pour déterminer le prix de leurs actifs.

Les équipes de valorisation, autonomes ou externes aux gestionnaires, s'appuient notamment sur des modèles bancaires d'actualisation des cash-flows pour valoriser ces actifs de long terme. Sur cette base, un gérant estime que « faute d'éléments tangibles sur les difficultés financières des entreprises, il ne devrait pas y avoir un impact très fort sur les valorisations des fonds ».

Une analyse qui fait bondir d'autres professionnels du secteur. « Aucun fonds ne revalorise ses actifs pour le moment, pourtant la décote devrait être de 10 à 15 % au minimum », cingle un investisseur spécialisé dans le crédit. De fait, alors

que les banques se retrouvent confrontées à ces mêmes difficultés sur leurs portefeuilles de prêts, certaines ont déjà pris les devants. La banque danoise Jyske Bank a ainsi annoncé mercredi provisionner 1 milliard de couronnes en prévision de l'impact du coronavirus. Et ce, alors que, « au premier trimestre, les calculs montrent des dépréciations individuelles proches de 0 », précise-t-elle.

## Délai de publication

« L'impact du Covid-19 devrait être significatif sur les valorisations » des deux premiers trimestres 2020, reconnaît, quant à elle, Cécile Mayer-Levi, directrice de l'activité dette privée de Tikehau Capital. Reste que, face à l'incertitude, il faudra sûrement attendre pour avoir une idée

plus claire des dégâts. « Nous pourrions, selon les recommandations de place, utiliser le délai entre la publication des valorisations (en général 45 jours après la fin du trimestre) pour réévaluer l'impact de cette situation inédite », explique-t-elle. ■

**« Aucun fonds ne revalorise ses actifs pour le moment, pourtant la décote devrait être de 10 à 15 % au minimum. »**

**UN INVESTISSEUR SPÉCIALISÉ DANS LE CRÉDIT**