



LES BELLES HEURES DU PAPIER COMMERCIAL EN EUROPE

Le financement des entreprises par l'émission de titres à moins d'un an n'a cessé de progresser depuis les années 1980. En France, le marché des NEU CP, créé en 2016, constitue une bonne alternative au crédit bancaire. Des plates-formes se proposent d'améliorer la liquidité de ces marchés de gré à gré, qui se grippent ou se ferment quand survient une crise économique ou financière.

Dossier réalisé par Arnaud Brunet

Illustration : Guillaume Decaux

Pour ce qui est des marchés financiers, les Etats-Unis se sont souvent montrés précurseurs. En 1869, installé à Pine Street, dans le bas de Manhattan, Marcus Goldman, né en Bavière en 1821, lançait ce qui allait devenir Goldman Sachs avec le négoce de *promissory notes*, des instruments proches du papier commercial en circulation aujourd'hui. Douze années plus tard, le fondateur de la célèbre banque de Wall Street brassait l'équivalent de 700 millions de dollars actuels de ces titres. Avant lui, dès le XVIII^e siècle, ce marché s'était

développé à New York en raison de l'insuffisance du crédit bancaire.

Il a fallu un siècle pour que le marché des titres de créance à moins d'un an passe dans une autre dimension. Outre-Atlantique, dans les années 1980, le taux de progression annuel du marché avait pris l'ascenseur pour tutoyer 20 %. En France, c'est une loi de décembre 1985 qui se propose d'encadrer le marché des titres de créances négociables. Le financement des entreprises par les marchés y prend un tour nouveau dans les années 2010, avec l'installation, en 2014, par

Michel Sapin, ministre des Finances et des Comptes publics, du comité « Place de Paris 2020 » (autour de l'association Paris Europlace et de la direction générale du Trésor), et en 2015, avec la publication du « Rapport sur le financement de l'investissement des entreprises » de François Villeroy de Galhau. Ces réflexions de place déboucheront notamment sur la réforme de 2016 créant le *Negotiable European Commercial Paper* ou NEU CP, en lieu et place des billets de trésorerie et des certificats de dépôt (lire page 16).

FINANCER LE BFR... ET DAVANTAGE

La vente de papier commercial à des investisseurs (fonds monétaires essentiellement mais aussi entreprises en quête de placement, banques à la recherche de titres liquides, banques centrales...) constitue pour les entreprises un moyen supplémentaire de financer tout ou partie du besoin en fonds de roulement, ainsi qu'une poire pour la soif en cas de décalage de trésorerie, cela sans avoir à solliciter le crédit bancaire et selon un dispositif relativement simple à mettre en œuvre. Cela permet aussi, mais plus rarement, de refinancer des prêts bancaires coûteux en commissions, ce qu'à fait Seb en 2016 après l'acquisition pour 1,6 milliard d'euros de la société allemande WMF. Le prêt relais de 1,7 milliard d'euros avait été remboursé en six mois grâce, notamment, à des émissions de NEU CP à taux négatifs (après relèvement de 600 millions à un milliard d'euros du programme, noté A2), avait expliqué Emmanuel Arabian, le vice-président « finance et trésorerie » dans la *Lettre du trésorier* de mars 2017.

Quoi qu'il en soit, le papier commercial représente aujourd'hui 5 % des dettes de marché des entreprises de la zone euro, soit 0,8 % de l'encours total de dettes, selon la Banque centrale européenne (BCE). Mais pour les grandes entreprises familières des financements

de marché, la part des titres courts dans l'endettement total peut être sensiblement plus importante.

NEU CP, EURO CP, US CP

Les émetteurs ont la possibilité de solliciter plusieurs marchés. On est en présence de deux blocs, Etats-Unis et Europe, chacun excédant 1000 milliards (d'euros ou de dollars) d'encours si l'on considère toutes les catégories d'émetteurs. Pour ce qui est des titres émis par les entreprises non financières, les encours sont de 65 milliards d'euros pour les NEU CP (marché pour l'instant en grande partie français et belge regroupant 123 émetteurs), d'approximativement 100 milliards d'euros pour l'Euro CP (il n'y a pas de données publiques) et de 310 milliards de dollars, dont 73 milliards émis par des entreprises non américaines, pour l'US CP.

Les entreprises françaises souhaitant en priorité lever de l'euro recourent généralement au seul marché du NEU CP : le programme est plutôt simple à mettre sur pied et à actualiser tandis que la France dispose d'une industrie de la gestion d'actifs puissante dont le volet monétaire est important (l'encours des fonds monétaires se situait à 340 milliards d'euros à la fin de 2019, soit 38 % de celui des OPCVM français). Les gérants spécialisés, par ailleurs, sont gourmands de papier d'entreprise. « *Les émetteurs financiers sont plus réguliers et mieux notés, mais les entreprises représentent pour nous une diversification bienvenue* », note Mathilde Lacoste, responsable de la gestion *investment grade* à Swiss Life AM France, qui se dit « ravie » quand elle peut « rentrer » ce type de papier. « *Contraintes par les règles prudentielles édictées après la crise des subprimes, les banques se financent moins à court terme. Cela crée un appel d'air pour les titres émis par des entreprises non financières* », explique de son côté Charlotte Quiniou, *senior director* à Fitch Ra-

tings France. Quand les besoins de financement sont très importants, les émetteurs peuvent améliorer l'efficacité du dispositif en enrichissant leur documentation avec, entre autres, une version anglaise, ou encore en obtenant le label *Short Term European Paper* (STEP, sous l'égide, notamment, de l'*European Money Markets Institute*, lire page 14).

Celles qui ont besoin de devises s'adressent plus volontiers au marché de l'Euro CP, plus international pour ce qui est des investisseurs, dont certains se trouvent en Asie. C'est le cas dans de nombreux pays européens, mais pas en France, où les émetteurs sont très peu à le faire, soit qu'ils aient recours au NEU CP en devise (moins facile que quand il s'agit d'émissions en euro, mais tout à fait possible), soit qu'ils sollicitent le marché américain.

Air liquide, par exemple, joue sur les deux tableaux, NEU CP (plafond du programme à 3 milliards d'euros) et US CP (2 milliards de dollars), le second servant soit à alimenter les filiales américaines du groupe, soit à la trésorerie en euro après conversion. A La Poste aussi, deux programmes cohabitent, mais il s'agit de NEU CP (plafond de 3 milliards d'euros) et d'Euro CP (500 millions). « *La nature du papier est pour nous secondaire et nous n'en privilégions pas forcément une dans nos demandes aux intermédiaires* », relate Henri Martinet, le responsable des financements et des placements, qui précise que l'établissement public est essentiellement financé à moyen et long termes, avec seulement 300 millions d'euros d'encours en vie à la dernière clôture (2019). « *Il est important d'animer sa signature, et cela quel que soit le montant en jeu, afin de conserver l'attention et la réactivité des investisseurs* », précise-t-il encore. « *La nature du papier, NEU CP ou Euro CP, n'est pas déterminante. Le choix des titres relève d'autres critères* », note de son côté Mathilde Lacoste.

A EDF en revanche, il y a bien deux sources de financement (NEU CP avec un plafond de 6 milliards d'euros, US CP avec un plafond de 10 milliards de dollars, programmes notés A2 et P2), mais cela dans un but d'optimisation des charges financières, selon les conditions de marché. « *Les deux marchés alimentent l'ensemble des besoins de trésorerie du groupe* », précise Alexandre Marie, opérateur de marché à la division « financement trésorerie groupe ».

BANQUES ET/OU COURTIERES

Sur ces marchés de gré à gré, les émetteurs s'en remettent à des intermédiaires (agents placeurs ou *dealers*) qui se chargent de placer les titres et d'animer le marché secondaire. Comment s'effectue le choix ? Usuellement, les entreprises confient cette tâche à leurs banques prêteuses, noyau dur auquel peuvent éventuellement s'ajouter d'autres banques et/ou des courtiers (TSAF, Aurel BGC, HPC, Tullet Prebon, Kepler Capital Markets...) quand les programmes sont importants et pour des émissions en devise.

Les banques peuvent acheter les titres pour leur propre compte (certaines le font couramment, d'autres pas du tout), pas les courtiers, par ailleurs réputés plus diserts quand il s'agit d'alimenter l'émetteur en informations sur le marché. Etablissements de crédit ou courtiers, les agents placeurs peuvent être plus ou moins efficaces selon le marché (NEU CP, Euro CP, US CP). Quant à la question de savoir ce qui pousse les banques à se positionner sur le créneau du papier commercial (plusieurs établissements de premier plan ont jeté l'éponge au cours des dernières années), elle n'appelle pas de réponse définitive : quand certaines expliquent que les marges se sont réduites comme peau de chagrin et qu'il s'agit d'un « *service rendu aux entreprises clientes* », d'autres font valoir que grâce à l'automatisation des

procédures et à des volumes importants, l'activité est rentable.

NOTÉ OU PAS

Une autre question qu'on ne peut trancher de façon péremptoire consiste à se demander s'il est opportun de faire noter son programme (ce n'est pas une obligation pour l'entreprise si elle a des titres négociés sur un marché réglementé de l'Espace économique européen ou si le programme bénéficie d'une garantie à première demande). Il s'agit d'un calcul au cas par cas faisant entrer en ligne de compte, entre autres, d'un côté le coût de la notation (et le temps passé avec la ou les agences), de l'autre ses avantages, accès à une palette plus large d'investisseurs, prix à l'émission (la lecture des données relatives aux taux d'émission publiées par la Banque de France permet de se faire une idée, en première approche, de la sensibilité à la qualité de crédit), éligibilité des titres aux programmes d'achat de titres par les banques centrales... « *En tant que gérants de fonds monétaires, nous sommes soumis à l'obligation de procéder à une notation interne. Nous avons donc notre propre grille d'analyse en ce qui concerne le risque. Cela ne nous dispense pas, en revanche, de suivre de près les changements de note opérés par les agences, et spécialement quand il y a passage dans la catégorie spéculative* », précise Mikaël Pacot, responsable de la gestion monétaire et taux euro à Axa Investment Managers. Du côté des émetteurs dont le programme n'est pas noté, on trouve Edenred, une entreprise de services et de paiement qui a réalisé 668 millions d'euros de résultat brut d'exploitation en 2019 et qui dispose d'un programme de 750 millions d'euros (500 millions à la mise en place en 2018) : « *La société étant elle-même notée, nous n'avons pas jugé nécessaire de faire noter spécifiquement le programme* », témoigne Olivier Salmon, le directeur de la trésorerie, qui explique

que son groupe, plutôt *cash rich*, utilise cette source de financement en fonction de l'évolution de son besoin en fonds de roulement opérationnel « *en substitution ou complément des lignes bancaires* ».

Pas plus que d'autres compartiments, ce marché de gré à gré n'a échappé au mouvement général d'automatisation des procédures, d'accélération des opérations et de *squeeze* des intermédiaires. Mais à la différence du marché des changes par exemple, qui a opéré ce virage depuis des années, celui du papier commercial en Europe n'en est qu'au début d'une éventuelle mue, avec, notamment, l'émergence de deux plates-formes, NowCP et Onbrane, qui, si elles se proposent toute deux de fluidifier les opérations, ne relèvent pas de la même approche. Est-il opportun d'avoir recours à leurs services ? La question est à l'étude depuis quelques mois ou trimestres dans les trésoreries et chez les intermédiaires (lire page 18).

UNE DEMANDE SOUTENUE

L'un des attraits principaux du financement par des titres à court terme réside dans la modicité des prix. Cela a été particulièrement vrai ces dernières années pour des raisons tenant d'une part à la structure du marché, d'autre part à la tendance de long terme de baisse du niveau général des taux d'intérêt, baisse accentuée par la politique non conventionnelle de la BCE. « *Avant la crise, on avait affaire à une nette distorsion entre l'offre et la demande de papier* », constate Mathilde Lacoste, de Swiss Life AM France. « *Nous n'avions souvent que trente secondes pour prendre une décision* », confirme son homologue Mikaël Pacot, d'Axa IM, qui précise que pour les titres émis par les entreprises, la fourchette entre les prix offerts et les prix demandés était de quelques points de base.

La qualité de crédit est bien entendue un élément pertinent dans la

DEUX PRINCIPAUX MARCHÉS EN EUROPE

En Europe, où le marché du papier commercial s'est surtout développé à partir des années 1980 – en partie en raison de la rigidité du système de rémunération des dépôts bancaires -, on a désormais affaire à deux grandes masses : une centaine de milliards d'euros d'Euro CP, 65 milliards d'euros de NEU CP avec 123 émetteurs (lire page 16) en ce qui concerne les titres émis par des entreprises non financières.

L'Euro CP (ECP) est généralement la forme retenue par les émetteurs en dehors de la France, pays où l'on trouve toutefois un acteur de taille, l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acoss). Le marché de l'ECP est, de loin, sa principale source de financement (l'Acoss est tenue statutairement à des financements à moins d'un an). En 2017 (dernières données publiques), l'Acoss a levé 87 milliards d'euros (73 % de ses financements) avec les intermédiaires suivants : Banque of America, Barclays, Crédit agricole, Crédit suisse, Royal Bank of Scotland, UBS (arrangeur) et Bred. Le programme a un plafond de 40 milliards d'euros.

Le brasseur danois Carlsberg a mis en place en 2019 un programme d'ECP plafonné à 750 millions d'euros noté par F1 par Fitch, P-2 par Moody's, et émet (principalement à moins de six mois) en passant par BNP Paribas, Citi, Danske Bank, Nordea et Société générale.

L'électricien Enel se signale par un programme d'un montant de 6 milliards d'euros, modifié en mai, baptisé *Affordable and Clean Energy Target Guaranteed Euro CP Programme* (avec l'agence de notation extra-financière Vigeo Eiris pour une opinion indépendante) lié à l'engagement de parvenir, d'ici au 31 décembre 2022, à ce que 60 % de l'électricité produite soit d'origine renouvelable. En septembre 2019, l'entreprise italienne avait émis la première obligation (en dollar, à cinq ans) dont le coupon peut être majoré si l'objectif de verdissement de la production d'énergie n'est pas atteint.

A l'initiative de la Banque centrale européenne (BCE) a été créé un label, dit *Short Term European Paper* (STEP), délivré par le *STEP Market Committee* sous l'égide de l'*ACI Financial Markets Association* et de l'*European Money Markets Institute*. Cette initiative vise à donner une certaine unité aux marchés locaux en standardisant les documentations (remises à jour tous les trois ans) et en publiant des données agrégées sur le marché (on les trouve sur le site de la BCE). Le secrétariat du *STEP Market Committee* instruit les demandes de labellisation, en passant en revue des critères liés au format juridique, aux systèmes de règlement-livraison ou encore aux normes comptables de l'émetteur. Le coût annuel du label se situe à 3000 euros. Dix entreprises non financières émettrices de NEU CP ont obtenu le label STEP.

Les maturités moyennes dominent

maturité	inst. financières	entreprises
0-7	11,3	2,4
8-31	26,5	5,7
32-91	101,8	15
92-183	71,1	8,4
184-274	47,6	5,2
275-366	15,7	1,8
total	274	38,5

Le 8 mai 2020, encours de titres STEP en milliards d'euros

Source : Banque centrale européenne

Le 8 mai 2020, sur un encours total (tous les types d'émetteurs) de 422 milliards d'euros, l'euro représente 64 %, le dollar 21 % et la livre 13 %.

LES BANQUES CENTRALES À LA MANŒUVRE DÈS MARS

La pandémie a sérieusement affecté les marchés de papier commercial dans les premières semaines de mars, quand les mesures de confinement ont commencé à entrer en application et que s'est déclenchée une fuite générale vers le maximum de liquidité. La forte décollecte enregistrée par les fonds monétaires a constitué la principale cause de dysfonctionnement des marchés. En mars et en Europe, selon Morningstar, elle s'est élevée à 41 milliards d'euros. On a eu affaire, par ailleurs, à une redistribution des cartes à l'intérieur de l'offre de ces produits de placement : « *On a vu un mouvement des fonds monétaires standards vers les fonds monétaires à court terme et à valeur constante, qui sont moins exposés au risque de crédit des entreprises privées car investis sur du très court terme ou en titres du Trésor* », notait Thomas Prince, le responsable de la gestion monétaire de Groupama AM, dans les colonnes de *L'Agefi* du 28 avril.

A la fin de mars, de nombreuses entreprises françaises notaient qu'elles ne pouvaient plus émettre de NEU CP, certaines durant quelques jours, d'autres pratiquement depuis le début du mois, tandis que pour une troisième catégorie, le marché était accessible mais plus onéreux. Aux Etats-Unis, Exxon a émis en mars pour 8,5 milliards de dollars d'obligations pour faire face à ses remboursements d'US CP, tandis que le papier noté A2 P2 se négociait à 3,5 % dans les derniers jours de mars, au lieu de 1,5 % au plus bas de 2020.

La Banque centrale européenne (BCE) a mis en place un *Pandemic Emergency Purchase Programme* de 750 milliards d'euros qui s'est superposé au dispositif déjà existant de rachats d'actifs (dont des obligations d'entreprise) et sera mis en œuvre par six banques centrales de l'Eurosystème au moins jusqu'à la fin de 2020. Les opérations (sur les marchés primaire et secondaire) ont débuté le 27 mars, avec notamment 1,5 milliard d'euros de titres à court terme achetés.

Est éligible le papier commercial émis par des entreprises de la zone euro, libellé en euro, dont la maturité résiduelle est d'au moins vingt-huit jours, pour un montant minimum de 10 millions d'euros mais sans limite haute, noté au minimum A2 P2 F3 par S&P, Moody's, Fitch ou DBRS (les titres dégradés après le 22 avril demeurent éligibles s'ils bénéficiaient de ces notes avant). Sont éligibles les titres émis sur le marché du NEU CP s'ils respectent

ces critères ainsi que les titres émis sur d'autres marchés s'ils ont le label STEP (lire page ci-contre) et respectent ces critères. Les achats de titres sont effectués de manière anonyme, mais il est possible pour un émetteur, moyennant quelques manipulations de fichiers, de savoir si la BCE porte son papier (en se reportant à « *download eligible asset datasets* »).

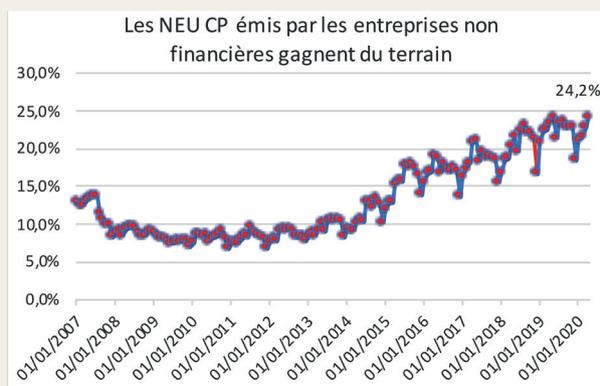
A noter, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale sont susceptibles d'acheter des titres à moins d'un an émis par des entreprises européennes disposant d'une activité significative au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis.

La Réserve fédérale a de son côté réactivé son *Special Purpose Vehicle*, mis sous l'éteignoir en 2010. Les premiers achats du *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) ont eu lieu le 14 avril, mais les tensions avaient commencé à s'apaiser à compter des annonces faites un mois plus tôt. Le CPFF est en place pour un an. Sont éligibles les titres à trois mois notés au moins A1/F1/P1, qui sont rémunérés 110 points de base au-dessous du 3 *month overnight index swap* (OIS). Les entreprises dont les titres ont été dégradés à A2/P2/F2 après le 17 mars peuvent émettre en une seule fois, à OIS + 200 points de base. Le plan de soutien américain se caractérise, par rapport à ce qui est pratiqué en Europe, par un programme permettant de faciliter la liquidité des fonds monétaires et par le rachat de titres provenant d'organismes de titrisation.

En ce qui concerne la *Bank of England* (BoE) et le Trésor britannique, un *Covid Corporate Funding Facility* a été mis en place le 17 mars pour le papier commercial en livre sterling, pour une durée minimale d'un an. La BoE achète, sur les marchés primaire et secondaire, des titres notés en catégorie « investissement » (A3 P3 et au-delà) où d'entreprises notées BBB- et au-delà (des dérogations peuvent être accordées aux entreprises non notées qui font valoir, par exemple, des notations internes de banque) qui passent par Euroclear ou Clearstream et dont la documentation est conforme aux standards de l'*International Capital Market Association*. Les entreprises qui ont bénéficié du programme n'en sont pas informées, mais la BoE publie des données agrégées tous les jeudis. Le 23 mars, au plus fort de la crise, la BoE a acheté des titres A1 P1 à OIS + 20 points de base, des A 2 P2 à OIS + 40 points et des A3 P3 à OIS + 60 points.

LA RÉFORME DE 2016, COUP D'ACCÉLÉRATEUR

En France, le marché du papier commercial a pris son essor dans les années 1980, celles du big bang de la place de Paris. En 1985, une loi encadre le marché des titres de créances négociables (bons du Trésor, billets de trésorerie émis par les entreprises, certificats de dépôt émis par les organismes financiers). C'est un succès : au tout début des années 1990, l'encours des billets de trésorerie atteignait déjà l'équivalent de 28 milliards d'euros, pas loin de la moitié de ce qu'il est aujourd'hui, ce qui en faisait le premier marché de ce qui allait devenir la zone euro.



En 2016, dans le sillage des travaux du comité « Place de Paris 2020 » placés sous les auspices de Paris Europlace et de la direction générale du Trésor, intervient une réforme qui vise, avant tout, à simplifier le dispositif afin de le rendre accessible à un plus grand nombre d'entreprises (lire l'entretien ci-contre). Les billets de trésorerie et les certificats de dépôt deviennent des titres négociables à court terme dont l'appellation commerciale est *Negotiable European Commercial Paper* ou NEU CP (on prononce comme l'anglais *new*). Il est possible, entre autres, de rédiger la documentation dans une langue « usuelle en matière financière », les émetteurs étrangers peuvent recourir aux normes comptables locales des pays de l'Espace économique européen, le règlement-livraison s'effectue en monnaie de banque centrale, les codes Isin peuvent être générés en temps réels...

Trente ETI émettrices de NEU CP		
chiffre d'affaires	encours	nombre d'émetteurs
< 1,5	10,2	30
1,5-5	7,7	31
5-10	4,4	8
< 10	41,6	54
total	63,9	123

Source : Banque de France
Encours en milliards d'euro

On a par ailleurs engagé, parallèlement à la réforme, un chantier de sensibilisation des entreprises de taille intermédiaires à ce mode de financement relativement simple et généralement moins cher que le crédit bancaire dans un contexte où de nombreuses entreprises de cette catégorie avaient le sentiment qu'il s'agissait d'un dispositif réservé aux grands groupes.

détermination du prix, mais sans déterminisme excessif. « Il y a moins de corrélation à la qualité de crédit que dans le cadre du marché obligataire », explique Antoine Capri, du courtier Tradition Securities and Futures. Et si l'on consulte les statistiques sur les NEU CP mises en ligne par la Banque de France (les taux sont moyens et pondérés), on constate que d'un mois à l'autre, il peut y avoir des distorsions : ainsi, par exemple, en juin 2019, les entreprises notées en classe 2 (sur une échelle de quatre en catégorie

« investissement ») ont bénéficié de conditions légèrement moins favorables que les classe 3, tandis qu'en janvier de la même année, le même taux (- 0,29 %) s'est appliqué aux classes 1 et 3.

Ces distorsions trouvent des causes multiples, notamment le fait que les gérants spécialisés pratiquent sans cesse, pour des raisons réglementaires et de bonne gestion, des arbitrages entre les titres les plus liquides (NEU CP bancaires, obligations en fin de vie, titres d'Etat...) et ceux offrant un meilleur rende-

ment. Ainsi, il est commun que soit accordée une prime à un papier rare ou à un titre non noté mais émis par une entreprise ayant pignon sur rue. Les crises exacerbent ces écarts a priori injustifiés : ainsi, en mars, au moment où le marché des NEU CP s'est sérieusement grippé, deux entreprises très semblables du point de vue de la qualité de crédit pouvaient emprunter, au même moment, à 30 points de base l'une de l'autre, « une anomalie qui ne se produit pas ou rarement avec le papier bancaire », relève Mathilde

EMMANUELLE TRICHET

**Chef du service des Titres de créances négociables
Banque de France**

« la réforme de 2016 a été couronnée de succès »

Quel bilan peut-on tirer de la réforme du marché des titres à court terme de 2016 ?

Si l'on considère, entre autres indicateurs, le nombre de nouveaux émetteurs de titres négociables à court terme, la refonte du cadre juridique opérée sous l'égide du Comité Place de Paris 2020 et concrétisée par la publication d'un décret et d'un arrêté en juin 2016, a été couronnée de succès : on dénombre soixante-deux entreprises non financières supplémentaires ayant accès à ce marché depuis les travaux préparatoires de la réforme. L'augmentation des encours est spectaculaire - plus de 140 % - de la part d'entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 5 milliards d'euros, même si, aujourd'hui, la part de cette catégorie d'entreprises dans l'encours total représente moins de 30 %. La réforme de 2016 est, certes, intervenue dans un contexte de liquidités abondantes, favorisé par les différentes mesures de politique monétaire de la Banque centrale européenne, mais n'en a pas moins facilité l'accès au marché des NEU CP à de nombreuses entreprises dans un environnement de taux bas et grâce à des règles simplifiées - pour un cas simple, le programme peut être bouclé en deux semaines - ou encore en élargissant à toutes les agences enregistrées par l'Autorité européenne des marchés financiers la possibilité de noter les programmes, ce à quoi ne pouvaient prétendre, avant cela, que S&P, Moody's, Fitch et DBRS. Deux agences européennes, l'une française,

Qivalio, l'autre allemande, Scope Ratings, se sont lancées sur ce créneau. Dans le cadre de sa mission légale, la Banque de France veille au respect par les émetteurs des conditions d'émission, assure la transparence du marché au travers de la publication des programmes d'émission et de l'évolution des encours et des taux moyens d'émission, repris sur le site de la Banque centrale européenne pour les titres disposant du label STEP. L'accès à ces données sur le site de la Banque de France sera d'ailleurs bientôt enrichi, notamment grâce à la mise à disposition de filtres. Une illustration, enfin, des conditions financières très attractives du marché des NEU CP : au premier trimestre de 2020, le taux moyen pondéré des émissions, pour l'ensemble des émetteurs non financiers et des maturités, est ressorti à - 0,28 %. À ces conditions financières très favorables, s'ajoute un coût très modique pour l'accès au marché rendant celui-ci globalement très attractif.

Que faut-il penser de l'émergence de plateformes de négociation ou de mise en contact ?

L'apparition de ces plateformes s'inscrit dans un mouvement général de digitalisation. Nous soutenons ces initiatives dans la mesure où elles accroissent sécurité et transparence et répondent aux besoins des participants de marché ; dans un marché essentiellement destiné à couvrir les décalages de trésorerie, elles sont susceptibles d'apporter une rapidité d'exécution bienvenue.

Lacoste. Enfin, un même émetteur, au même moment, peut avoir affaire à des prix différents sur le marché du NEU CP et sur celui de l'Euro CP, le premier étant, le plus souvent, plus favorable à l'emprunteur, selon Henri Martinet.

Les financiers à la manœuvre dans les entreprises, pour leur part, considèrent d'un côté la répartition des émissions dans le temps et le choix des maturités (avec par exemple, pour les sociétés qui surveillent de près leur dette, le fait de mettre la pédale douce sur les

émissions en fin de trimestre), de l'autre les prix. Cette gymnastique est moins acrobatique quand les conditions de marché sont exceptionnellement favorables, comme ces dernières années, et que l'on émet à taux négatifs jusqu'à douze mois. Par ailleurs, ils se montrent dans l'ensemble peu enclins à transiger sur les courbes de taux au gré des humeurs du marché, même si certains, en la matière, disent s'en remettre volontiers à l'expertise et au professionnalisme de leurs intermédiaires.

SIC TRANSIT...

Le marché des titres à court terme peut se prévaloir de nombreux atouts, le succès croissant des NEU CP l'atteste, mais il demeure un marché. En un tournemain, on est passé d'une véritable aubaine pour les entreprises - certaines d'entre elles émettaient des NEU CP et plaçaient les capitaux dans des fonds monétaires dans une forme de *carry trade* (en 2019 par exemple, il était courant d'émettre à des taux inférieurs à ce que rapportaient les fonds monétaires, - 0,27 %) -, à un

UN VENT DE DÉSINTERMÉDIATION

De nouveaux acteurs, français, se proposent d'apporter au marché du papier commercial en Europe un surcroît d'efficacité, mais selon des approches différentes. « *Onbrane propose un service de mise en relation des acteurs, Now CP une solutions intégrée* », synthétise Thomas Barbier, responsable du *front-office* à Air liquide.

Onbrane, entreprise détenue par ses fondateurs, ses salariés et des *business angels*, entend apporter « *plus d'efficacité et de transparence sans bouleverser les habitudes des acteurs* ». « *Nous ne souhaitons pas révolutionner le marché et ses structures. Nous nous appuyons sur ce qui existe* », explique son directeur général Pascal Lauffer. Comme d'autres plates-formes *over the counter* dans la finance, les utilisateurs choisissent à qui ils veulent divulguer leur prix, ils négocient de manière bilatérale et choisissent les offres qu'ils valident, les offres devenant fermes une fois acceptées, comme cela se passe au téléphone ou par messagerie. Interface proposant un affichage des intérêts acheteurs et vendeurs, sans exécution ni rencontre de ces intérêts, Onbrane ne nécessite pas d'agrément au titre de l'exploitation d'une plate-forme de négociation au sens de la seconde directive européenne sur les marchés d'instruments financiers.

De son côté, Now CP, dont les actionnaires sont Orange (à 54 %), Amundi, BNP Paribas, Natixis, OFI AM et Ostrum, se définit comme une plate-forme de négociation intervenant tout au long du processus, de l'émission au règlement-livraison en monnaie de banque centrale (avec un dépositaire central de titres maison utilisant un dispositif d'enregistrement électronique partagé, autrement dit une *blockchain* privée). « *L'atout principal réside dans le dénouement des opérations en quelques minutes* », explique Hervé Labbé, le directeur général, qui met aussi en avant le fait qu'on a affaire à des offres fermes et que les investisseurs visualisent tous les titres à la vente, deux éléments dont l'absence est le talon d'Achille des marchés à la voix, a fortiori en période de crise économique et/ou financière. Now CP, qui a le statut de système multilatéral de négociation au sens de la seconde directive européenne sur les marchés d'instruments financiers et est agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et par l'Autorité des marchés financiers, ambitionne de devenir la place de marché du papier commercial en Europe.

Comment ces nouveaux venus sont-ils perçus ? Est-on à l'aube d'une transformation en profondeur de ce très ancien marché de gré à gré ? Pour Frédéric Dalibard, responsable de la digitalisation à la banque de grande clientèle de Natixis (actionnaire de Now CP), qui estime que la désintermédiation est synonyme d'une plus grande profondeur de marché, « *les banques, compte tenu de l'érosion graduelle des marges dans cette activité, ont besoin de processus automatisés de bout en bout* ». S'il se félicite de l'apparition de ces plates-formes, il juge aussi que les banques, parce qu'elles portent le papier à l'occasion ou encore sondent le marché pour les nouveaux émetteurs, ne peuvent être exclues du dispositif. Les banques qui ont déjà des dispositifs automatisés ne partagent pas forcément cet avis : Christine Mahamba, *senior manager trading & sales*, indique ainsi que son établissement, la Bred, « *dispose de ses propres processus automatisés pour la négociation, l'exécution et le post-marché, peut d'ores et déjà procéder à des règlements-livraisons le jour même, et assure un rôle de teneur de marché* ».

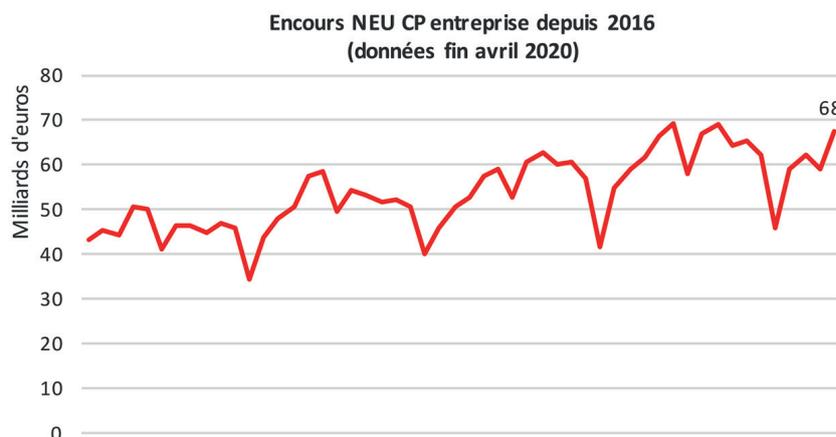
Même absence d'unanimité de la part des sociétés de gestion. « *Pourquoi pas ?* », s'interroge Mikaël Pacot, « *si cela peut apporter de la transparence et de la liquidité* », mais « *nous en étudions les coûts, d'accès d'une part, mais surtout des développements que cela nécessite dans nos middle et back-offices* », ajoute le responsable de la gestion monétaire et taux euro à Axa Investment Managers, qui estime par ailleurs qu'en ce qui concerne la liquidité, les banques demeureront « *au centre du jeu* ». « *Il est difficile de faire entrer un marché de gré à gré dans une plate-forme, et de toute manière, on a besoin d'intermédiaires ayant une connaissance fine du marché* », estime de son côté Mathilde Lacoste, responsable de la gestion *investment grade* à Swiss Life AM France.

Les financiers d'entreprise, pour leur part, sont nombreux à suivre avec intérêt ces développements et avoir approché l'une, l'autre ou les deux plates-formes. « *Nous avons commencé à nous intéresser à la question* », relate Marianne Marvy, la trésorière de Lagardère (l'entreprise a un programme de NEU CP non noté plafonné à 850 millions d'euros), qui juge cependant que « *les banques resteront des acteurs importants de ce marché* ». « *Les émetteurs décideront. On ne peut pas imposer l'électronique* », juge prudemment Philippe Tastevin, le directeur général délégué de Qivalio.

quasi gel du marché, provoqué, il est vrai, par un choc économique sans précédent. « *La crise est là pour nous rappeler qu'entretenir de bonnes relations avec ses banques est primordial. Les financements par les marchés, c'est très bien... jusqu'au moment où les marchés se ferment* », constate Olivier Salmon, le directeur de la trésorerie d'Edenred. Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, les banques centrales ont dû intervenir rapidement et énergiquement pour rétablir des équilibres mis en danger par la décollecte massive enregistrée par les fonds monétaires (lire p 15)

EXTENSION DU DOMAINE DES NEU CP

L'un des objectifs de la réforme de 2016 en France consistait à permettre l'accès au marché à des entreprises de taille plus modeste. Le développement qu'a connu le marché ces dernières années est-il amené à se poursuivre ? Cela dépendra de l'intérêt que pourraient lui porter les banques internationales installées en Europe (elles animent pour



source : Banque de France

l'instant surtout le marché des Euro CP et celui des US CP), de la sensibilisation des grandes entreprises européennes (non françaises) à ce marché (« *J'en rencontre très régulièrement et constate que nombre d'entre elles commencent à percevoir les avantages du marché des NEU CP* », note Christine Mahamba, *senior manager trading & sales* à la Bred), de l'appropriation de ce marché par les ETI (« *De très nombreuses ETI peuvent devenir des émetteurs de NEU CP* », estime Philippe Tastevin, le direc-

teur général délégué de Qivalio, une agence de notation agréée par l'Autorité européenne des marchés qui note 10 % des émetteurs non financiers de NEU CP), ou encore de la multiplication des programmes comprenant un volet extra-financier. Les plates-formes ont-elles un rôle à jouer ? On aura un début de réponse dans quelques mois, à condition que le tsunami économique n'emporte pas tout sur son passage. ■

POUR GÉRER LEURS FRAIS BANCAIRES, LES TRÉSORIERES AVANCENT SOUVENT DANS LE BROUILLARD...



CHEZ NEOFI, AVEC LE MODULE FRAIS BANCAIRES, TOUT EST CLAIR !



neofi

www.neofi-solutions.com



01 48 20 20 15