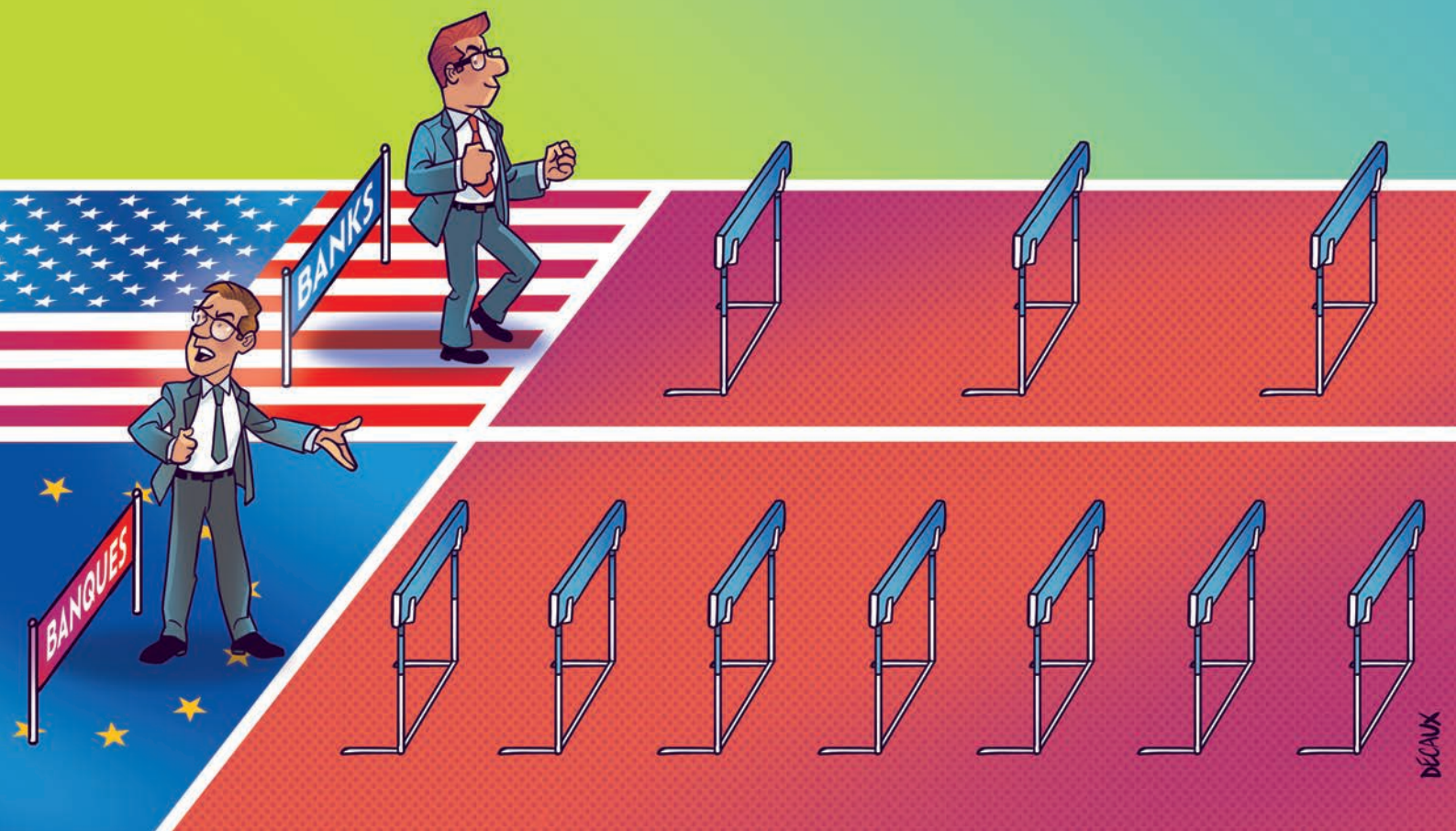


La Lettre du trésorier

DOSSIER

BÂLE III REBAT LES CARTES DES FINANCEMENTS SPÉCIALISÉS



FINANCEMENT

Le marché
du NEU MTN
sort de l'ombre

PLACEMENTS DE TRÉSORERIE

Les entreprises
voient plus court

ORGANISATION

Dans les coulisses
de la trésorerie du...
Groupe Legrand





Vos risques financiers méritent mieux qu'un tableur

- 01 **Précision et traçabilité** insuffisantes face aux auditeurs
- 02 **Calculs lents** pour piloter en temps réel
- 03 **Modèles complexes** difficiles à maintenir et à contrôler

Solutions éprouvées auprès d'établissements supervisés par la
BCE, désormais au service des directions de trésorerie

Modélisation • Valorisation • Pilotage
Reporting réglementaire

www.lozenge-co.com
contact@lozenge-co.com

> ÉDITORIAL

De l'intérêt de préserver la compétitivité des banques européennes

Publié cet été, le rapport de la Commission européenne sur la compétitivité des banques européennes était très attendu. L'AFTE, alignée avec la position de l'EACT, a répondu à la consultation en soulignant la nécessité d'avoir des bilans bancaires solides sans que cela ne freine l'activité économique. Nous avons à ce titre exprimé nos inquiétudes quant à la prochaine transposition des règles de Bâle III en droit européen, en particulier l'expiration programmée des mesures qui allègent les exigences en fonds propres pour des garanties de *trade finance* et des opérations de couverture accordées à des entreprises, ainsi que pour la fin de l'allègement de la pondération du risque lors d'un prêt à une entreprise non notée.

Si ces allègements n'étaient pas pérennisés, il est possible que l'offre des banques européennes se tarisse au vu du surcoût en capital demandé, et ce alors qu'elles sont des acteurs de 1^{er} plan et compétitifs dans ces domaines. La nature n'aimant pas le vide, cette opportunité pourrait être saisie par d'autres acteurs, notamment étrangers, dont certains sont avantagés par la transposition décalée ou partielle des accords dans leur droit. Si la compétition a des vertus, le financement de l'économie ne peut pas uniquement reposer sur ce fondement. Les banques restant la première source de financement pour les entreprises de l'Union européenne, il est important de veiller à ce que les conditions de leur compétitivité soient garanties afin de préserver notre indépendance en matière de financement et de services financiers. Des trésoriers ont pu par le passé observer des banques étrangères se retirer avec la marée en des temps difficiles...

Or, la compétitivité des banques européennes est mise à mal, comme en témoignent les 55 % de commissions générées par les banques américaines dans le total des commissions de banque d'investissement en Europe, relevés par François Villeroy de Galhau dans un discours en novembre 2025. Pour préserver notre compétitivité et notre indépendance, le rapport de la Commission pointe la nécessité de lever certaines barrières sur le marché bancaire européen. Parmi elles,

on retrouve les trop bien connues fragmentation du marché ou lourdeur du cadre réglementaire...

À l'heure actuelle, seulement 16% des prêts accordés aux entreprises de la zone euro sont des prêts transfrontaliers, chiffre qui suffit à illustrer le travail à accomplir alors que la Commission recommande de limiter la marge de manœuvre des autorités nationales face aux mouvements de concentration envisagés mais qui voient péniblement le jour, quand ils ne sont pas abandonnés.

La simplification du cadre réglementaire, également étudiée, apparaît nécessaire. Mais si la réduction du nombre de couches réglementaires est un objectif de bon sens, la forte incitation à la notation alourdira les processus de levée de fonds par les entreprises.

L'AFTE soutient toutefois les efforts visant à renforcer la structure des fonds propres des banques, principaux partenaires financiers de ses membres. Les effets bénéfiques de ces efforts ont pu être observés lors des récentes crises (pandémie en 2020, choc énergétique en 2022 et paniques bancaires en 2023), durant lesquelles les banques ont joué le rôle d'amortisseur plutôt que d'amplificateur.

La simplification réglementaire, sans aller jusqu'à la dérégulation, la concurrence... encadrée et la préservation du modèle de financement européen amènent les pouvoirs publics nationaux et européens à marcher sur une ligne de crête. Comme l'avait résumé François Villeroy de Galhau dans son discours, il faut « *une cohérence dans les politiques fiscales, de la modération dans les tentations réglementaires, y compris nationales, ainsi qu'une ambition européenne partagée.* » On ne peut qu'espérer que l'Europe n'avance pas uniquement quand elle est au pied du mur.

Philippe Berneur,
président de la commission « Financements »,
et Virginie Biau,
vice-présidente de la commission
« Financements »

LES JOURNÉES DE L'AFTE

26 - 27 NOV. 2026
CNIT FOREST PARIS-LA-DÉFENSE



afte | Association Française
des Trésoriers d'Entreprise
LA VOIX DE LA TRÉSORERIE ET DU FINANCEMENT

BETTER FASTER STRONGER

PARTENAIRES PLATINE



PARTENAIRES OR



PARTENAIRES ARGENT



PARTENAIRES PREMIUM



EXPOSANTS ET PARTENAIRES



Ouverture des inscriptions début septembre sur www.afte.com

SOMMAIRE

➤ ÉDITORIAL

P.3 De l'intérêt de préserver la compétitivité des banques européennes

➤ POINT DE VUE MACRO

P.7 « Été violent pour les taux longs », Rexecode

➤ ENTRETIEN

P.8 Maya Atig,
directrice générale de la
Fédération bancaire française



➤ POINT DE VUE SUR LA RELATION BANQUE-ENTREPRISE

P.17 Parler la langue de la banque,
un levier de performance

➤ ACTUALITÉ

P.20 Placements de trésorerie – Les entreprises voient plus court

P.24 Financement – Le marché du NEU MTN sort de l'ombre

➤ GESTION DES RISQUES

P.28 Matières premières – Ormuz, un choc de prix... et de disponibilité : ce que la crise a changé pour les stratégies de couverture des entreprises

➤ COMPTABILITÉ

P.31 IFRS 9 : dix ans après, quels sujets pour la revue post-implémentation de la comptabilité de couverture ?

➤ POINT DE VUE SUR LE M&A

P.33 Sécuriser la trésorerie lors d'un *carve-out* : la feuille de route pour réussir une prise d'autonomie



➤ ORGANISATION

P.38 Dans les coulisses de la trésorerie du...
Groupe Legrand

➤ LA VIE DE LA COMMUNAUTÉ

P.41 Le DTF en temps de crise n'est pas un DTF comme les autres

➤ LES ACTIVITÉS DE L'AFTE **P.45**

Président

Daniel Biarneix

Directeur de la publication

Lionel Jouve

Rédacteur en chef

Arnaud Lefebvre
arnaud.lefebvre@afte.com

Rédaction

Auguste Grignon Dumoulin
Tân Le Quang

Comité de rédaction

François d'Alverny
Marc Espagnon
Lionel Jouve
Hervé Postic
Virginie Biau
Jonathan Galbrun
Yann Guyomar
Emmanuel Léchère
Chloé Rossignol

Commission paritaire
N° CPPAP 0624 G 88142
ISSN n° 0757 - 0007

Conception - Impression :
humancom - Beecom

Régie publicitaire :
Mistral Média

Directeur Général :
Luc Lehericy
Tel. : 01 40 02 99 00
luc.lehericy@mistralmedia.fr



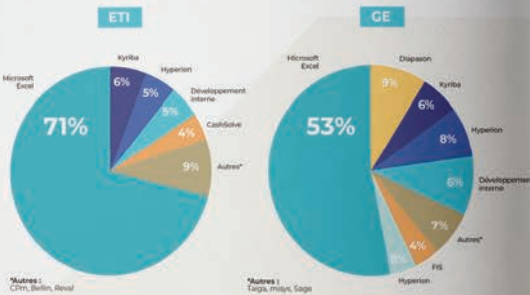
afte | Association Française
des Trésoriers d'Entreprise
LA VOIX DE LA TRÉSORIERIE ET DU FINANCEMENT

AFTE

46 rue d'Amsterdam
75009 Paris
Tél. : 01 42 81 53 98
Fax : 01 42 81 58 55
Site Internet : afte.com
E-Mail : afte@afte.com
Abonnement annuel
(11 numéros) : 180 euros HT
(TVA 2,1 %)

1^{ère} PARTIE

1.4 Activité budgétaire et estimation
de trésorerie moyen/long terme



Source : Enquête AFTE 2016 - 201 réponses traitées.

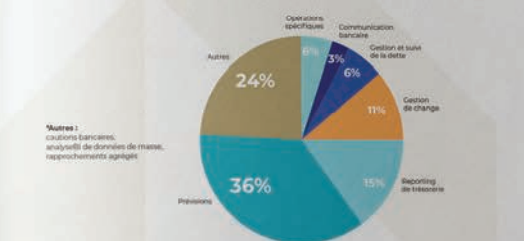
Pour cette question, les solutions citées moins de quatre fois ont été classées en « Autres ». Malgré la présence de logiciels spécialisés, les solutions de Microsoft Excel, Diapason, Solve, Hyperion et TFS sont les plus utilisées. De plus, sur le segment des logiciels à ce marché offrent davantage d'alternatives.

Comparaison
Lors de l'enquête, les logiciels utilisés à moyen et long termes étaient les suivants :

CARTOGRAPHIE DES LOGICIELS UTILISÉS PAR LES ADHÉRENTS DE L'AFTE

1.5 Fonctionnalités que votre logiciel
de cash management ne remplit pas

FONCTIONNALITÉS MANQUANTES



Source : Enquête AFTE 2016 - 62 réponses traitées.

Pour cette question, les solutions citées moins de deux fois ont été classées en « Autres ». Nous n'avons pas réalisé de segmentation par chiffre d'affaires pour la restitution des fonctionnalités manquantes car celle-ci n'apportait pas d'information supplémentaire.

répondent pas aux besoins des
termes de prévisions et de reporting.

Les entreprises estiment ne pas avoir une vision complète dans leur logiciel de cash management des fonctionnalités que ci-dessus. Les logiciels utilisés pour les prévisions, pour la gestion de change, et le reporting de

Concernant les prévisions, ces chiffres peuvent être confirmés par la présence de Microsoft Excel, encore très utilisé aujourd'hui sur cette fonction, quelle que soit la taille de l'entreprise. Sur le reporting, les outils du marché ne semblent pas en complète adéquation avec les besoins des trésoriers. Cependant, les roadmaps des éditeurs montrent un effort particulier sur ce sujet, notamment Diapason, qui déclare dans notre enquête travailler sur ce point. A l'inverse, aucun éditeur n'a déclaré travailler ou revoir son offre au sujet des prévisions.

En moyenne, les éditeurs affirment consacrer 23% de leur chiffre d'affaires en recherche et développement et privilégient des efforts particuliers sur l'ergonomie (navigation multi-écrans, personnalisation) et les langues étrangères.

Les cahiers techniques

**CONSULTEZ
L'EXPERTISE
MÉTIER**

**Rejoignez un réseau de professionnels
de la finance.**

Accédez aux cahiers et fiches techniques
élaborés par les commissions de l'AFTE,
pour rester à jour des évolutions.



afte.com



> POINT DE VUE MACRO

ÉTÉ VIOLENT POUR LES TAUX LONGS

Par Charles-Henri Colombier, directeur de la conjoncture, Rexecode

Le titre du chef-d'œuvre de Valerio Zurlini *Estate Violenta*, « Été Violent » dans la langue de Molière, s'applique assez bien à la dynamique du marché de la dette souveraine depuis le début de l'été. Mais ce sont bien les obligations publiques françaises, et non pas italiennes – ces dernières payant désormais un taux d'intérêt légèrement inférieur –, qui pourraient être dans le viseur des marchés alors qu'une campagne présidentielle agitée prend son élan. Le rendement des OAT à 10 ans avoisine 4,1 % à l'heure où ces lignes sont finalisées, contre 3,6 % début juillet.

LA GÉOPOLITIQUE RAVIVE L'INFLATION

La remontée sensible des taux d'intérêt à long terme au cours de la période estivale est un phénomène mondial, à quelques exceptions près dont la Chine. Elle répond en premier lieu au changement de donne géopolitique au Moyen-Orient. La trêve conclue le 17 juin entre Washington et Téhéran ayant à peine tenu trois semaines, les cours pétroliers sont repartis à la hausse, relevant l'inflation énergétique. Les prix de marché du gaz naturel ont aussi subi un raidissement, entraînant dans leur sillage ceux de l'électricité en Europe. La cotation TTF du gaz à Rotterdam avoisine 67 euros par MWh, ce qu'on n'avait plus vu depuis début 2023. Il faut dire que le taux de remplissage des stocks gaziers européens est très inférieur à son niveau de l'an passé. En outre, la perspective d'un enlèvement de la crise au Moyen-Orient rejaillit sur les taux de fret maritime. L'indice SCFI de prix des conteneurs au départ

de Shanghai est au double de son niveau de début 2026. Les mauvaises récoltes de l'été en Europe pourraient également réveiller l'inflation alimentaire au cours des prochains mois. Enfin, une « IA-flation » sur les produits informatiques et électroniques pourrait prendre de l'ampleur au vu du boom de demande généré par l'IA. Dans l'ensemble, les perspectives d'inflation apparaissent désormais plus élevées qu'il y a quelques mois, ce qui pourrait contraindre les banques centrales à relever leurs taux directeurs, *a priori* du côté de la BCE avant celui de la Fed.

LES TAUX LONGS GONFLÉS PAR LES BESOINS DE FINANCEMENT

Les échéances les plus longues des taux souverains ont récemment bondi de manière spectaculaire. Le taux souverain à 30 ans des Etats-Unis, de même que celui de la France, sont ainsi à leur plus haut niveau depuis 2007. La hausse des perspectives d'inflation et l'hypothétique resserrement des politiques monétaires ne sont pas seuls en cause. Barclays anticipe que les émissions totales d'obligations *investment-grade* atteindraient un record de 1,9 trillion de dollars en 2026 sous l'effet des besoins de financement massifs de l'IA, contre 1,4 trillion en 2025. Le manque de maîtrise de la trajectoire des finances publiques dans plusieurs pays n'aide pas non plus, à commencer par les Etats-Unis où le Trésor a récemment annoncé augmenter ses rachats d'obligations à long terme pour calmer les taux longs. Sur l'échéance phare à 10 ans, les mouvements ont été nets, bien qu'un peu plus modérés. On atteint



désormais 4,7 % aux Etats-Unis contre 4,5 % début juillet, 3,3 % en Allemagne contre 2,9 % début juillet.

UN EXCEPTIONNALISME FRANÇAIS

La remontée des taux longs n'est pas propre à la France donc, mais elle y est un peu plus exacerbée. Une partie de la hausse des taux des OAT tient en effet à une prime de risque plus élevée, puisque l'écart de taux à 10 ans avec l'Allemagne avoisine 90 points de base, au plus haut depuis fin 2024 quand les effets de la dissolution de l'Assemblée nationale se faisaient encore sentir. Le débat récent sur l'annulation d'une partie de la dette publique française portée par la Banque de France dans le cadre de politiques monétaires non conventionnelles n'est pas fait pour rassurer les investisseurs étrangers. Dans ces conditions de taux, la charge d'intérêt annuelle de l'Etat devrait exploser de 60 milliards d'euros en 2026 à 95 milliards en 2030, compliquant encore plus le redressement du solde budgétaire. Pas encore de quoi affoler les marchés à en juger par les CDS, mais gare à la sortie de piste tout de même. ■

> ENTRETIEN

MAYA ATIG
DIRECTRICE GÉNÉRALE
DE LA FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE

« ...Les encours de crédits à l'investissement progressent plus de 4 fois plus fortement que la croissance du PIB... »

@Marthe Lemelle



Le 17 juillet dernier, la Commission européenne a adopté une communication sur la compétitivité du secteur bancaire européen, préalable à la présentation au cours du premier trimestre 2027 de mesures visant à assouplir le cadre réglementaire bancaire. En quoi est-ce un sujet prioritaire ?

Il est important de rappeler que les accords finalisés de Bâle 3 ont été approuvés par les gouverneurs de

« En dépit d'un mandat de négociation du G20 stipulant que la mise en œuvre des accords finalisés de Bâle 3 ne devait pas se traduire par un impact significatif sur les exigences en fonds propres des banques, la réalité est tout autre. »

banques centrales et les superviseurs en 2017 (après plus d'un an de discussion), à un moment où le contexte économique était globalement plus favorable et où les besoins d'investissement à financer, que ce soit dans la transition écologique, dans le numérique ou encore dans le secteur de la défense, n'étaient pas aussi élevés. Dans le contexte de l'époque, l'équilibre des textes négociés par le régulateur et le législateur avait très clairement penché en faveur de la stabilité financière, et pas du soutien à la croissance et à ces investissements nouveaux. Et ce alors même que les banques européennes affichaient déjà, et affichent toujours, des niveaux de solvabilité et de liquidité extrêmement robustes. C'est notamment le cas des groupes bancaires français, dont le ratio de fonds propres durs (*core equity tier 1*, CET 1) moyen des six principaux atteignait, fin 2025, 15,6 %.

Ainsi, en dépit d'un mandat de négociation du G20 stipulant que la mise en œuvre de ces accords finalisés ne devait pas se traduire par un impact significatif sur les exigences en fonds propres des banques, la réalité est tout autre : pour les grandes banques européennes, qui financent à hauteur de plus de 80 % l'économie de l'UE, il est prévu que les mesures adoptées entraînent, d'ici à 2032, une hausse des capitaux propres requis de 15 % en moyenne ! Partant de ces constats, la FBF (avec ses homologues

européens) n'a cessé de proposer aux instances communautaires une adaptation de la transposition du cadre réglementaire bancaire, de manière à ne pas empiler des couches de sécurité. Car ces surcouches sont non seulement inutiles à l'aune de la situation bilancielle actuelle des banques, mais aussi, et surtout, préjudiciables au financement de l'activité économique.

N'en va-t-il pas également d'un enjeu de compétitivité vis-à-vis des banques anglo-saxonnes ?

En effet ! Car au moment de transposer les accords finalisés de Bâle 3, depuis 2024, les décideurs britanniques et américains se sont intéressés à leur impact sur la stabilité financière d'une part, et sur la croissance de leur PIB d'autre part. En cela, ils ont mené un travail de vérification holistique, consistant à s'assurer que les nouvelles dispositions ne viendraient pas faire doublon avec celles existantes et/ou pénaliser trop durement et de manière injustifiée l'accompagnement des besoins des particuliers et des entreprises. *In fine*, cette réflexion a amené ces deux pays à adopter une version moins contraignante des textes pour leurs groupes bancaires domestiques que ne l'avait fait l'Union européenne pour les siens – avec à la clé une diminution d'au moins 5 % des exigences en fonds propres des banques états-unienues, par exemple. Dans un contexte où la part de marché totale des banques américaines sur

« Dans un contexte où la part de marché totale des banques américaines sur les activités de marché et de banque d'investissement est passée, en Europe, de 39 % en 2012 à environ 50 % en 2024, une réaction s'imposait de la part de la Commission européenne. »

les activités de marché et de banque d'investissement est passée, en Europe, de 39 % en 2012 à environ 50 % en 2024 (données de Coalition Greenwich Competitor Analytics), une réaction s'imposait de la part de la Commission européenne.

Justement, comment accueillez-vous les premières pistes d'évolution dévoilées mi-juillet par la Commission qui, quelques semaines plus tôt, avait déjà acté un report de trois ans de l'entrée en vigueur des nouvelles règles applicables sur le risque de marché et les activités de négociation des banques (révision fondamentale du portefeuille de négociation, dit FRTB) en réponse aux assouplissements mis en œuvre par les Etats-Unis et par le Royaume-Uni ?

La Commission européenne s'est certes contentée à ce stade d'esquisser les grandes lignes de son action (supprimer les obstacles à l'activité bancaire transfrontalière et favoriser l'intégration du marché, mettre en œuvre les normes internationales tout en tenant compte des spécificités et de la proportionnalité de l'UE, simplifier le cadre réglementaire

bancaire dans un but de réduire la charge administrative), mais ses annonces du 17 juillet vont indéniablement dans le bon sens. Alors que s'est ouverte une phase de consultation des acteurs de marché, destinée à recueillir leurs points de vue et observations, il conviendra de s'assurer que l'initiative débouche sur des avancées tangibles. Soutenue par de nombreuses associations professionnelles européennes, la FBF ne relâchera pas ses efforts en vue d'obtenir une série d'aménagements dont les premiers bénéficiaires seraient les ménages et les entreprises.

Concernant ces dernières, quelles principales mesures appelez-vous de vos vœux ?

La réglementation Bâle 3 instaure un mécanisme dit d'« output floor », qui a pour effet de relever les exigences minimales de fonds propres à provisionner pour les activités dont les risques sont calculés à partir de modèles internes aux banques. En l'état actuel des textes, plusieurs profils de clients et types d'opérations s'en trouveraient mécaniquement affectés : les prêts immobiliers, les entreprises qui ne disposent pas d'une notation de crédit externe, les opérations de couverture (change, taux...) mises en place par les sociétés non financières, etc. D'autres instruments financiers verront aussi leur attractivité être dégradée par les futures règles, parmi lesquels les garanties accordées aux entreprises dans le cadre de leur développement international (*trade finance*) et les grands financements de projet. De plus, c'est que les activités concernées affichent des historiques de défaut et de pertes pour les banques très faibles ! En limitant le relèvement des diverses contraintes – c'est-à-dire en rendant par exemple permanentes les dispositions

transitoires (au lieu de les durcir progressivement) et en supprimant des surcouches de coussins prudentiels –, nous avons évalué le potentiel de libération de liquidités dans l'économie réelle, pour les six principales banques françaises, à plus de 1 300 milliards d'euros, car ces banques pourraient ajuster leurs besoins en fonds propres de 110 milliards d'euros.

Dans ce même souci de renforcer les capacités de financement des banques, les autorités européennes ont érigé la relance du marché européen de la titrisation au rang de priorité pour l'Union de l'épargne et de l'investissement, le nouveau nom donné à l'Union des marchés de capitaux. La mouture du texte actuellement débattue est-elle de nature à le redynamiser ?

Nous sommes satisfaits que ce sujet ait été traité, tant la titrisation constitue une technique à l'efficacité éprouvée – et historiquement peu risquée en Europe – pour alléger les bilans bancaires et, ainsi, accroître la faculté des banques à accompagner leurs clients. Les négociations qui ont commencé dans le cadre du trilogue européen portent sur deux dimensions : le traitement prudentiel des titrisations, et les contraintes de marché auxquelles elles sont soumises, par exemple sur la nature et la profondeur des « due diligences » à effectuer par ceux qui les utilisent. Aucune version n'est parfaite, que ce soit celle du Conseil ou celle du Parlement. L'enjeu est que l'on puisse dégager des marges de manœuvre pour le financement de l'économie, et donc de prendre le meilleur de chacun. Concrètement, cela veut dire, par exemple pour la partie « prudentielle », retenir les rédactions qui imposent un

> ENTRETIEN

plancher de pondération prudentielle « ultime » plus bas, ou pour la partie « marchés » ne pas imposer un régime de sanctions supplémentaire à celui qui existe lorsque des manquements à certains travaux de « due diligence » sont constatés. Au-delà de ces aménagements nécessaires, nous pensons toutefois que la réforme, même si elle reconnaît l'intérêt de la titrisation, ne permettra pas à ce marché de changer de dimension pour l'instant. Nous sommes dix fois plus petits que les Etats-Unis dans ce domaine.

Nous nous montrons en revanche plus confiants sur les effets d'une autre démarche en cours, engagée cette fois-ci par les superviseurs bancaires à des fins de rationaliser les règles et les pratiques de supervision. Ayant fait l'objet de deux rapports récents de la part de gouverneurs de banque centrale et du Mécanisme de surveillance unique, ce chantier, s'il est mené à bien de façon décisive, pourrait se matérialiser par une diminution notable de la charge administrative pesant sur les banques européennes.

« En limitant le relèvement des diverses contraintes – c'est-à-dire en rendant par exemple permanentes les dispositions transitoires (au lieu de les durcir progressivement) et en supprimant des surcouches de coussins prudentiels –, nous avons évalué le potentiel de libération de liquidités dans l'économie réelle, pour les six principales banques françaises, à plus de 1 300 milliards d'euros. »

En France, les dernières études publiées par la Banque de France font ressortir des modalités d'accès au financement bancaire globalement favorables pour les entreprises, que ce soit en termes d'obtention que de conditions offertes. Face à la vague de défaillances d'entreprise qui touche le pays, à la détérioration macroéconomique en cours et au durcissement de la politique monétaire européenne, dirigeants et trésoriers doivent-ils cependant redouter un tour de vis généralisé dans les mois qui viennent ?

Nous n'assistons aujourd'hui à aucune contraction du crédit en France, tant s'en faut : en augmentation proche de 4% en rythme annuel en juin, les encours de crédits à l'investissement ont progressé plus de 4 fois plus fortement que la croissance du PIB domestique ! Sans conteste, les entreprises qui souhaitent investir trouvent de l'argent pour financer leurs projets, qui sont toujours nombreux et variés. Et s'il est vrai que le coût du risque des banques françaises s'inscrit en hausse modérée depuis plusieurs mois, il demeure circonscrit, et la solidité de nos établissements bancaires mentionnée plus haut leur permet de traverser cette période sereinement. D'un point de vue global, il n'y a donc pas de réelles inquiétudes à avoir quant à un potentiel durcissement futur des modalités d'accès au crédit, d'autant moins que la liquidité bancaire est toujours abondante et que la concurrence entre banques reste forte sur le marché hexagonal, tirant ainsi les conditions d'emprunt vers le bas. En juin dernier, le taux moyen des crédits bancaires aux PME s'établissait ainsi à 3,64 % (- 2 points de base par rapport à mars 2026), contre 3,96 % dans la zone euro. Servir les clients actuels et en conquérir de nouveaux font partie, aujourd'hui plus que jamais, des priorités érigées par les banques françaises.

« Nous sommes attentifs aux conséquences que pourrait avoir l'euro numérique sur le financement de l'économie. »

L'euro numérique de détail, sur lequel les banques françaises ont toujours été très critiques, n'en faisait en revanche pas partie. Comment la FBF réagit-elle à son adoption au début de l'été par les autorités européennes ? Quelles conditions sont désormais nécessaires pour les banques pour que le partenariat public-privé sur ce projet débouche sur une issue positive ?

Le futur cadre européen de l'euro numérique devra préserver les équilibres qui font aujourd'hui la force et la résilience des paiements en France. Il est essentiel que le modèle de rémunération retenu n'incite pas les acteurs à délaisser des infrastructures souveraines qui ont fait leurs preuves au profit d'un dispositif public bénéficiant de conditions plus attractives. En matière de souveraineté, l'euro numérique de détail ne remplira son objectif que s'il complète efficacement l'existant sans l'affaiblir.

Nous sommes également attentifs aux conséquences que pourrait avoir l'euro numérique sur le financement de l'économie. Les banques françaises accordent aujourd'hui davantage de crédits qu'elles ne collectent de dépôts : ces dépôts constituent donc une ressource essentielle pour financer les ménages et les entreprises. Si une partie significative de cette épargne venait à être transférée vers des comptes en euro numérique détenus auprès de la banque centrale, les banques devraient compenser

cette perte de ressources en se refinançant ailleurs, notamment sur les marchés ou auprès de la BCE. Or le surcoût lié à ce *modus operandi* se répercuterait inévitablement sur les conditions de financement de l'économie réelle. À titre d'illustration, si 200 milliards d'euros de dépôts étaient transférés vers l'euro numérique et refinancés à un taux de 2 %, cela représenterait environ 4 milliards d'euros de charges financières supplémentaires chaque année, avec à la clé des crédits potentiellement plus coûteux pour les entreprises comme pour les particuliers.

Parallèlement, de nombreuses initiatives autour de la tokenisation des marchés financiers ont été engagées aux niveaux français et européen. Quelle place la FBF joue-t-elle dans ces projets ? Que peut selon vous apporter la tokenisation aux banques et à leurs clients entreprises ?

Pour que la *tokenisation* des marchés financiers se développe, deux ingrédients sont nécessaires : le développement d'initiatives privées et un soutien public au travers d'une réglementation adaptée, maîtrisant les risques tout en favorisant l'innovation. L'Europe a été précurseur dans ce domaine au travers du règlement sur les crypto-actifs (*Markets in Crypto-Assets*, MiCA), adopté en 2023. Mais il faut aujourd'hui le revisiter à la lumière de l'essor considérable de cette *tokenisation* dans d'autres zones géographiques, notamment aux Etats-Unis. Le rôle de la FBF n'est donc pas d'agir sur les initiatives privées, qui sont d'ailleurs florissantes en France et en Europe, avec des banques très actives, seules ou en consortiums, pour l'émission de *stablecoins* ou de *tokens* de dépôts. Il consiste à définir des positions communes entre tous les acteurs bancaires sur les évolutions souhaitables de la réglementation, pour

accompagner cet essor de la finance *tokenisée* tout en préservant la sécurité et la stabilité financière. Ceci peut apporter des services très tangibles pour les entreprises, au travers d'une gestion facilitée de leurs paiements internationaux, de leur *cash management* global ou de leur gestion de trésorerie adossée à des actifs eux-mêmes *tokenisés*, disponibles 24 h /24 et 7 jours /7.

Pour les mois qui viennent, quels autres chantiers prioritaires vont mobiliser la FBF ?

Les principaux enjeux de la fédération pour les mois à venir sont la compétitivité, dont nous avons parlé précédemment, et les paiements. Sur cette seconde thématique, je tiens à insister sur le fait que les banques françaises sont pleinement engagées en faveur de la souveraineté européenne. Celle-ci existe déjà, avec des solutions comme CB et Wero, largement adaptées aux

« La finance *tokenisée* peut apporter des services très tangibles pour les entreprises, au travers d'une gestion facilitée de leurs paiements internationaux, de leur *cash management* global ou de leur gestion de trésorerie adossée à des actifs eux-mêmes *tokenisés*, disponibles 24 h /24 et 7 jours /7. »

usages des consommateurs. Dans ce cadre, l'euro numérique de détail, j'y reviens, ne pourra réussir que s'il s'inscrit en complémentarité avec ces solutions privées existantes. ■

Parcours de Maya Atig

Depuis mars 2020 : directrice générale de la FBF

Février 2016 – mars 2020 : directrice générale adjointe de la Fédération nationale du Crédit Agricole

Septembre 2012 – janvier 2016 : directrice générale adjointe de l'Agence France Trésor

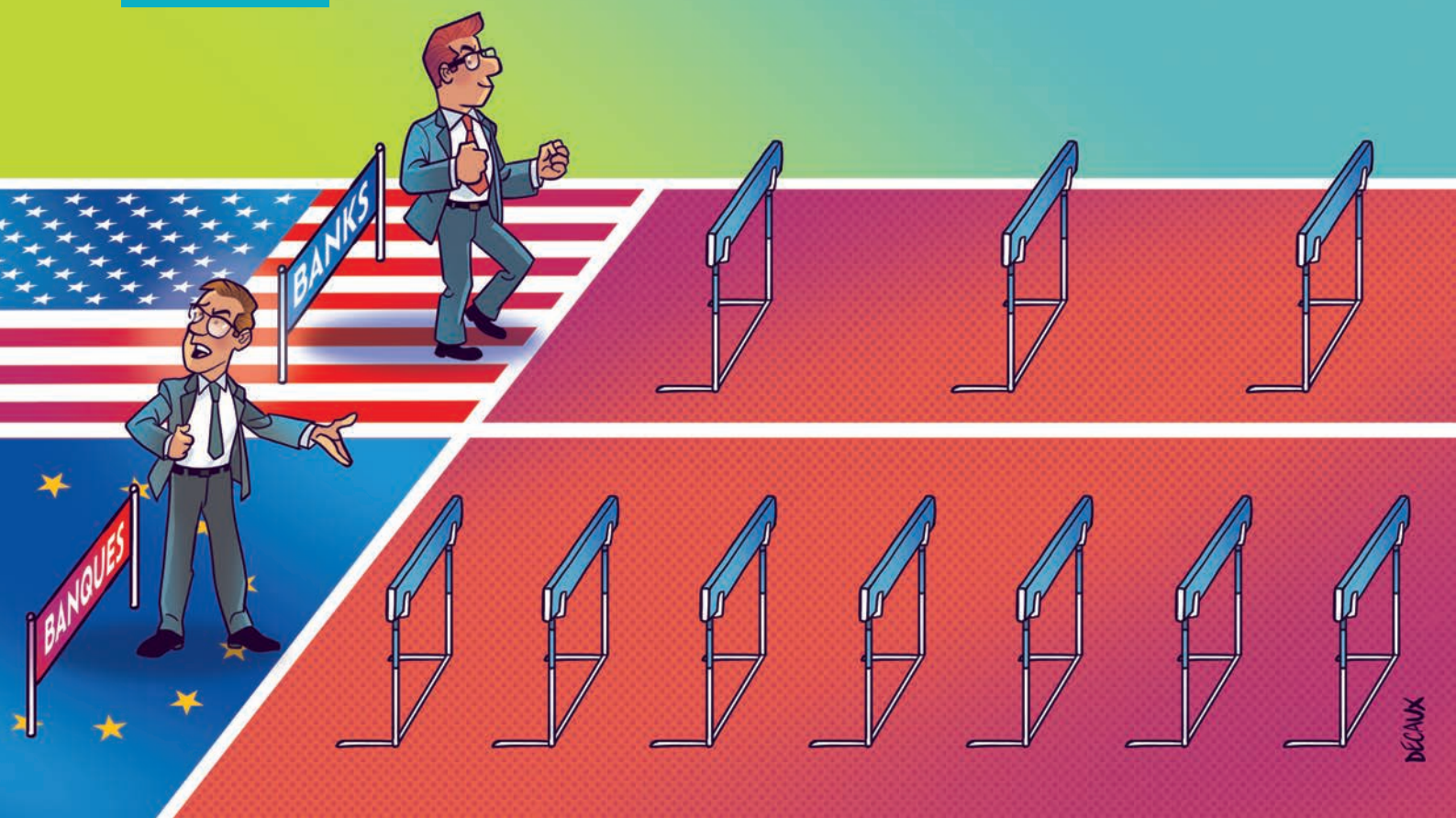
Mars 2010 – septembre 2012 : sous-directrice des Assurances à la Direction générale du Trésor

2005 – mars 2010 : chef du bureau des Affaires bancaires et monétaires, puis chef du bureau des Entreprises et intermédiaires d'assurance à la Direction générale du Trésor et de la politique économique

École nationale de la statistique et de l'administration économique, et École nationale d'administration



@Marthe Lemelle



BÂLE III REBAT LES CARTES DES FINANCEMENTS SPÉCIALISÉS

Des règles prudentielles plus exigeantes en Europe affectent la compétitivité des banques européennes dans le financement de projets et le *trade finance*. Face à ce constat, la Commission européenne a proposé durant l'été des pistes d'allègements.

Dossier réalisé par : Tân Le Quang
Illustration : Guillaume Decaux

Après plus d'une décennie de réformes prudentielles engagées à la suite de la crise financière de 2008, le système bancaire de l'Union européenne (UE) est aujourd'hui mieux capitalisé et plus résilient. Ces réformes, avec notamment les accords finalisés de Bâle III, ont toutefois ravivé les interrogations sur la capacité des banques européennes à financer l'économie et à rester compétitives dans un environnement bancaire mondial en évolution. C'est pourquoi, dans son rapport publié le 17 juillet

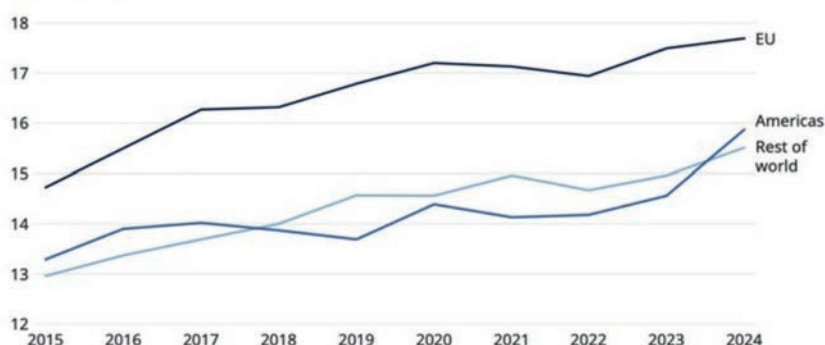
sur la compétitivité bancaire, la Commission européenne propose plusieurs leviers pour renforcer la capacité de financement du secteur, notamment une simplification ciblée du cadre prudentiel, une meilleure proportionnalité des exigences de capital, le développement de la titrisation et l'approfondissement de l'Union de l'épargne et de l'investissement, sans toutefois que ces aménagements ne remettent en cause la solidité du système bancaire.

DEUX VISIONS DU CALCUL DES RWA

La raison pour laquelle ce sujet de la compétitivité bancaire ait été remis sur le devant de la scène par les autorités européennes tient en grande partie à la différence, entre l'Europe et les États-Unis, du périmètre d'application des standards de Bâle. Depuis janvier 2025, l'UE applique à l'ensemble du secteur bancaire - soit environ 4 500 établissements de crédit - la finalisation de Bâle III, souvent appelée « Bâle IV », via le règlement CRR III (*Capital Requirements Regulation III*) et la directive CRD VI (*Capital Requirements Directive VI*). « L'Europe a fait le choix d'appliquer les règles de Bâle à toutes les banques, quelle que soit la taille des établissements, tandis que les États-Unis les appliquent à une dizaine de leurs plus grandes banques, les banques nationales et régionales étant soumises à des exigences plus simples et moins contraignantes », explique Emmanuel Rocher, directeur des affaires internationales de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Outre-Atlantique, le cadre prudentiel vise les catégories I et II de la réglementation bancaire. La première regroupe les banques d'importance systémique mondiale (*Global Systemically Important Banks* ou G-SIB), telles que JPMorgan Chase, Citigroup ou encore Goldman Sachs. La seconde couvre les grandes banques non G-SIB.

La mécanique de calcul du capital réglementaire diffère, elle aussi. Fondées sur les actifs pondérés par les risques (*Risk-Weighted Assets*, RWA), les exigences de fonds propres augmentent avec le niveau de risque des expositions : plus un crédit génère de RWA, plus la banque doit immobiliser du capital, ce qui peut limiter sa capacité de financement. « Les fonds propres réglementaires ont vocation à couvrir les pertes inattendues, tandis

Exhibit 17: Tier 1 ratio by region
%, 2015-2024



Source: BIS, EBA, Oliver Wyman analysis

« Dans son rapport publié le 17 juillet sur la compétitivité bancaire, la Commission européenne propose plusieurs leviers pour renforcer la capacité de financement du secteur, notamment une simplification ciblée du cadre prudentiel, une meilleure proportionnalité des exigences de capital, le développement de la titrisation et l'approfondissement de l'Union de l'épargne et de l'investissement. »

que les pertes attendues sont provisionnées conformément aux règles IFRS 9 », indique Adrien Aubert, responsable risque & Finance chez Square Management. Comme le précise le consultant, les banques peuvent calculer les RWA selon une « approche standard » fondée sur des pondérations fixées par la réglementation en fonction de la nature de l'emprunteur, du type d'exposition et de sa notation de crédit, et une « approche avancée » basée sur les modèles internes, qui estiment plus finement le risque de leurs portefeuilles à partir des données historiques et de paramètres tels que la probabilité de défaut et la perte en cas de défaut

(*Loss Given Default* ou LGD). Or le règlement CRR III, qui a transposé en décembre 2017 la révision finale de Bâle III, est venu alourdir, entre autres, les exigences applicables aux modèles internes en relevant certains planchers de LGD, avec un impact potentiel à la hausse sur les RWA des banques. Ce texte introduit également la règle de l'*output floor*, qui impose que les RWA calculés à l'aide de modèles internes ne puissent être inférieurs à 72,5 % des RWA calculés selon l'approche standard. Cette mesure vise à encadrer davantage les méthodes internes, dont les spécificités de calibration peuvent conduire à des écarts importants de RWA et à une sous-estimation excessive des besoins en capital, tout en renforçant la comparabilité des exigences en capital. « En imposant un plancher de 72,5 % des RWA calculés selon l'approche standard, l'*output floor* retient le niveau le plus contraignant entre l'approche standard et l'approche avancée et, surtout, limite la capacité des modèles internes à tenir compte finement du profil de risque des portefeuilles dans les exigences de capital », souligne cependant Patricia Bogard, directrice des affaires publiques de Crédit Agricole CIB, avant de préciser que, même si les États-Unis appliquent historiquement un mécanisme de plancher, le « Collins Floor », introduit par le Dodd-Frank Act, les cadres européen et

américain sont difficilement comparables du fait de divergences d'approche. Ce dernier prévoit ainsi que les exigences de capital calculées avec les modèles internes doivent être au moins égales à 100 % de celles obtenues avec l'approche standardisée américaine.

UNE FORTE COMPLEXITÉ

Les RWA, calculés différemment selon les juridictions, servent d'assiette au calcul des exigences de fonds propres du Pilier 1 de Bâle III. Les ratios prudentiels fixent un socle commun, comprenant un ratio de fonds propres durs (*Core Equity Tier 1*, CET 1) minimum de 4,5 %, un coussin de conservation du capital (*Capital Conservation Buffer*, CCoB) et une surcharge pour les banques systémiques. En Europe, ce socle est complété par le Pilier 2, avec le P2R (*Pillar 2 Requirement*), exigence imposée par le superviseur pour couvrir les risques insuffisamment pris en compte dans le Pilier 1, et le P2G (*Pillar 2 Guidance*), orientation de capital non contraignante, auxquels s'ajoutent des coussins macroprudentiels, tels que le coussin contracyclique ou certains coussins systémiques. Aux États-Unis, les grandes banques ajoutent un coussin de capital lié aux tests de résistance (*Stress Capital Buffer* ou SCB),

« Même si les États-Unis appliquent historiquement un mécanisme de plancher, le « Collins Floor », introduit par le Dodd-Frank Act, les cadres européen et américain sont difficilement comparables du fait de divergences d'approche. »

assorti d'un plancher de 2,5 %. Au bout du compte, les niveaux de capital observés affichent un certain contraste : à la fin du premier trimestre 2026, le ratio CET1 atteignait 12 % pour 24 grandes banques américaines, selon la Réserve fédérale américaine (Fed), contre 15,99 % pour 109 établissements importants supervisés par la BCE, d'après l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority*, EBA).

Le cabinet Oliver Wyman observe par ailleurs que le cadre européen se caractérise par une forte complexité, avec sept couches d'exigences et jusqu'à 86 couches dans les États membres, contre trois niveaux aux États-Unis. « Les banques européennes soulignent la complexité d'un cadre où les exigences de fonds propres résultent de plusieurs niveaux de décision (règles européennes, coussins fixés par les autorités nationales et exigences additionnelles imposées par les superviseurs) ;

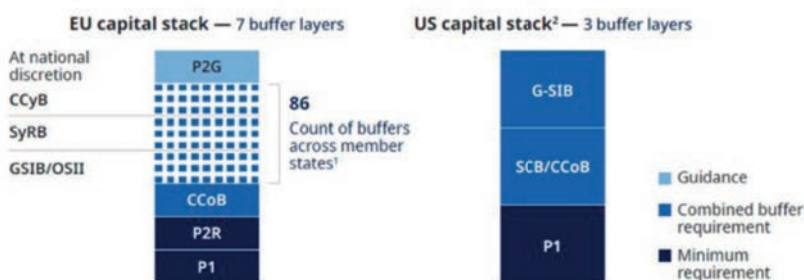
elles appellent dès lors à une simplification. Cette fragmentation contraste avec les États-Unis, où la Fed dispose d'une approche plus globale du cadre prudentiel », souligne Patricia Bogard. Face à l'empilement des exigences de capital, des coussins et des contraintes prudentielles, qui complexifie la réglementation, l'EBA a proposé en juillet de la rendre plus lisible, plus proportionnée et plus cohérente, notamment en rationalisant le Pilier 2 et en améliorant l'articulation des dispositifs macroprudentiels, avec une possible fusion des coussins systémiques et contracycliques, mais sans remettre en cause les exigences en capital. « La diminution des reportings proposée par l'EBA réduirait les coûts, sans libérer directement de capacité de financement pour l'économie. Une rationalisation des coussins de capital doit conduire à une simplification du cadre macroprudentiel, et non à une fusion des dispositifs existants. Il faut engager une remise à plat du cadre prudentiel européen », lance dès lors Barbara Sillac, directrice du département Supervision bancaire et comptable de la Fédération Bancaire Française (FBF).

VERS UN ASSOULISSEMENT OUTRE-ATLANTIQUE

À ce stade, les États-Unis n'appliquent toujours pas la version finalisée de Bâle III. Les régulateurs américains travaillent en effet sur une proposition révisée de transposition (« re-proposal »), avec une mise en œuvre progressive envisagée à horizon 2028. L'objectif affiché est de limiter au maximum l'impact sur les exigences de capital. Selon ses estimations, les réformes pourraient les réduire d'environ 5 % pour les plus grands établissements et de 8 % pour ceux de taille intermédiaire. En clair, les États-Unis préparent un assouplissement de leur cadre prudentiel. « L'approche holistique des autorités américaines repose sur le cumul de déviations ciblées par rapport au standard international (absence d'output floor,

Exhibit 15: The EU capital stack is highly complex, with 86 buffer requirements across member states

Illustrative



1. P1, P2R, CCoB, P2G, 27 CCyB, 27 SyRB, 27 OSII + GSIB; 2. GSIB buffer; 3. Advanced capital requirements = P1 + Capital Conservation Buffer (CCoB) + G-SIB buffer; Standardised capital requirements = P1 + Stress Capital Buffer (SCB) + G-SIB buffer (large banks are required to calculate both standardised and advanced capital requirements and satisfy the higher of the two).

Source: AFME; Federal Reserve; Oliver Wyman analysis

ajustements sur les risques de crédit, opérationnel et de marché) et une réduction de certaines surtranspositions nationales, analyse Emmanuel Rocher. Au total, les exigences globales des grandes banques américaines devraient diminuer de 6 %, alors que l'impact lié au seul passage à Bâle III (avec déviations) entraînerait une hausse limitée à 1,4 %. » À l'inverse, c'est un renforcement des exigences qui est attendu en Europe. Oliver Wyman estime que l'application complète de l'output floor augmenterait de 12 % les exigences de fonds propres des G-SIB européennes. Barbara Sillac évoque, pour sa part, une hausse des RWA des grandes banques européennes comprise entre 15 % et 16 % dans certains scénarios liés à Bâle III, ce qui accroîtrait mécaniquement les besoins en capital. « Les banques cherchent à préserver une rentabilité ajustée au risque des fonds propres mobilisés, mesurée par le RAROC (Risk-Adjusted Return on Capital). Plus une opération exige de capital, plus son coût est susceptible d'être intégré dans la tarification du crédit accordé à l'entreprise », explique-t-elle. L'écart pourrait ainsi se creuser entre les deux rives de l'Atlantique. Pour les seules G-SIB américaines, Oliver Wyman entrevoit une réduction des exigences de fonds propres CET1 de 8 % à 10 % une fois les réformes finalisées, libérant entre 70 et 80 milliards de dollars de capital. Pour le cabinet de conseil Alvarez & Marsal, aux États-Unis, la déréglementation pourrait libérer environ 160 points de base (pb) de capital CET1, ainsi que 113 pb de marge de manœuvre sur le ratio de levier, ce qui permettrait de débloquer environ 2 500 milliards de dollars de capacité d'actifs supplémentaires. Pendant ce temps, dans l'Union européenne, les exigences en matière de fonds propres augmentent dans le cadre de CRR3, avec une hausse estimée pour le ratio CET1 de 109 pb. « L'assouplissement des exigences en capital aux États-Unis pourrait renforcer la présence des grandes banques de financement et d'investissement

(BFI) américaines sur les marchés européens du financement des grandes entreprises et des ETI », prévient ainsi Robert Mazzuoli, expert de la régulation bancaire chez Fitch Ratings.

Cette pression réglementaire intervient toutefois dans un environnement de financement résilient en Europe malgré les tensions au Moyen-Orient. « Si les assouplissements américains se confirmaient, l'effet attendu ne serait pas une contraction générale du financement, mais un renforcement possible de l'avantage compétitif déjà significatif à date des banques américaines sur les grandes opérations internationales comme les crédits syndiqués, les financements spécialisés – au prix cependant d'un risque plus marqué pour les banques américaines et au détriment des grandes banques européennes », explique Emmanuel Rocher. Les entreprises européennes disposant d'un accès à plusieurs prêteurs pourraient cependant tirer parti d'une concurrence plus forte.

LES GRANDS PROJETS ET LE TRADE FINANCE PÉNALISÉS

Le secteur bancaire a les yeux rivés sur les financements spécialisés et les financements de projets (comme les barrages, les parcs éoliens, les data centers, les avions, les trains, etc.), qui sont particulièrement pénalisés par le cadre prudentiel. À la différence

« À la fin du premier trimestre 2026, le ratio CET1 atteignait 12 % pour 24 grandes banques américaines, selon la Réserve fédérale américaine, contre 15,99 % pour 109 établissements importants supervisés par la BCE, d'après l'Autorité bancaire européenne. »

des crédits classiques, ceux-ci sont adossés à un actif ou à un projet spécifique : les revenus générés par l'actif financé assurent le remboursement de la dette et les banques bénéficient de sûretés, comme des nantissements sur les actifs concernés. Toutefois, dans une lettre adressée à la Commission européenne en avril, l'Aviation Working Group (AWG), co-présidé par Airbus et Boeing, a alerté sur l'impact de CRR3 sur le financement aéronautique. L'AWG estime que les planchers de LGD et les restrictions sur les modèles internes surestiment le risque des actifs aéronautiques et augmentent excessivement les besoins en capital. Selon elle, la part des banques européennes dans le financement obligatoire des livraisons d'avions serait passée de 40-45 % à 25-30 % en trois ans, au profit d'acteurs internationaux. En conséquence, elle appelle à une réévaluation des règles sur la base de données empiriques. « Les pondérations réglementaires sont disproportionnées au regard du faible risque de ces financements sécurisés par des actifs comme les avions. Historiquement leaders, les banques françaises voient leur position fragilisée face aux banques américaines et chinoises », alerte Barbara Sillac. Dans l'aéronautique, les banques chinoises proposent désormais des conditions très compétitives, poussant les groupes européens à arbitrer entre souveraineté financière et optimisation financière. Ce secteur n'est toutefois qu'une illustration d'un phénomène bien plus large. Aux yeux de Patricia Bogard, un recul des banques européennes sur les financements des infrastructures, de la transition énergétique et des grands projets industriels au profit d'acteurs internationaux pourrait avoir un impact sur le financement de l'économie européenne.

Le marché du trade finance, qui soutient plus de 80 % du commerce international selon l'Organisation mondiale du commerce (OMC),



« Face à l'empilement des exigences de capital, des coussins et des contraintes prudentielles, qui complexifie la réglementation, l'EBA a proposé en juillet de la rendre plus lisible, plus proportionnée et plus cohérente. »

constitue également un point de tension. Les banques européennes estiment que le traitement pruden-

« Le secteur bancaire européen plaide également sur la nécessité de libérer du capital réglementaire pour financer davantage l'économie. »

tiel prévu par CRR III réduit leur capacité à financer et garantir les opérations d'import-export dans des conditions compétitives. Dans une étude publiée en octobre, la FBF souligne que les instruments de *trade finance* sont soumis en Europe à un facteur de conversion de crédit (*Credit Conversion Factor*, CCF) – il s'agit d'un pourcentage utilisé par les banques pour convertir les engagements hors bilan en exposition équivalente au crédit, de manière à évaluer le risque lié à des éléments tels que les garanties et les lignes de crédit non utilisées – de 20 %, tandis que les banques américaines peuvent, dans la plupart des cas, utiliser leurs

modèles internes et appliquer un CCF inférieur. Pourtant, la Chambre de commerce internationale (ICC) fait état d'un taux de défaut pondéré de seulement 0,14 %, et l'association bancaire internationale Global Credit Data (GCD) estime le CCF moyen à 10 %. Cette différence de traitement conduit les banques européennes à immobiliser davantage de capital que leurs concurrentes américaines.

LE CAS DES ENTREPRISES NON NOTÉES

Les divergences réglementaires sont aussi pénalisantes pour les acteurs plus dépendants du financement bancaire traditionnel, comme les PME, qui pourraient subir une hausse du coût de financement, notamment à cause du traitement prudentiel des contreparties non notées dans le calcul des actifs pondérés par les risques (RWA). Leurs expositions se voient appliquer une pondération de risque de 100 % en Europe contre seulement 65 % aux États-Unis. « Si elles disposent de moins d'alternatives de financement et sont donc plus sensibles aux exigences en capital, les PME-TPE

bénéficient néanmoins de dispositifs européens visant à réduire le coût prudentiel de certaines expositions », note Adrien Aubert. De fait, CRR3 prévoit une mesure transitoire permettant à certaines entreprises non notées considérées comme ayant une qualité de crédit équivalente à une notation « investment grade » de bénéficier d'une pondération de risque réduite à 65 % jusqu'en 2032, contre 100 % dans l'approche standard. La pérennisation de ce facteur de soutien, qu'espèrent les banques, éviterait un renchérissement du financement des PME au terme du dispositif.

S'il appelle à une neutralité en capital et un recalibrage ciblé des règles afin que les pondérations reflètent mieux le risque réel des entreprises, le secteur bancaire européen plaide également sur la nécessité de libérer du capital réglementaire pour financer davantage l'économie. La relance de la titrisation, via un cadre plus simple et mieux calibré, apparaît comme un levier principal... mais beaucoup doutent que les mesures actuellement envisagées par les autorités européennes favorisent une reprise de ce marché. ■

> POINT DE VUE SUR LA RELATION BANQUE-ENTREPRISE

PARLER LA LANGUE DE LA BANQUE, UN LEVIER DE PERFORMANCE

En apparence, l'entreprise et la banque font échange de bons procédés : la première a besoin d'instruments financiers que la seconde conçoit et distribue. Pour autant, le dialogue entre le trésorier et ses interlocuteurs est souvent marqué au sceau de l'incompréhension. Et pour cause. Si les deux parties maîtrisent chacune leur sujet, elles ne poursuivent pas les mêmes objectifs et ne rencontrent pas les mêmes contraintes. Comprendre cette différence de point de vue permet d'optimiser l'allocation de capital et le prix d'un instrument financier.

Par Frédéric Coutant, *senior advisor*, Leemax Advisory

L'entreprise industrielle ou commerciale et la banque poursuivent des objectifs différents. Pour la première, il s'agit d'assurer son financement et sa liquidité, de gérer les risques financiers, de protéger ses marges, de sécuriser ses *cash-flows* futurs et d'offrir la meilleure visibilité financière possible. Le responsable de la trésorerie y remplit trois missions principales : s'assurer que l'accès aux ressources nécessaires au maintien de l'activité et aux investissements est permanent, minorer l'impact des variations de taux de change, de taux d'intérêt et de cours des matières premières, et réduire la volatilité du compte de résultat.

La banque, de son côté, appréhende chaque opération effectuée pour le

compte d'un client au prisme de sa propre logique. Lorsqu'elle octroie un financement ou réalise une couverture de change, par exemple, elle décompose en trois composantes ce qui pour l'entreprise constitue un bloc : crédit, risque de marché, capital. Ces éléments sont logés dans des portefeuilles spécifiques – *trading book* ou *banking book* selon leur nature –, gérés séparément par des *desks* qui calculent chacun leur risque, leur coût et leur rentabilité. Là où l'entreprise voit un crédit à taux variable couvert par un *swap*, la banque voit une combinaison de flux, de risques et d'exigences en capital réglementaire.

LES LOIS ET LA COMPTABILITÉ PÈSENT

Si les deux partenaires ne poursuivent pas les mêmes objectifs, ils font surtout face à des obligations spécifiques qui ne facilitent pas les échanges de vues. De nombreuses entreprises appliquent les normes comptables internationales, et en particulier les *International Financial Reporting Standards* ou IFRS relatives aux instruments financiers et à la

« Deux banques peuvent établir des prix différents pour une même prestation, parce que les modèles internes qui servent à déterminer les actifs pondérés par les risques ne sont pas paramétrés de la même façon, et/ou parce que les structures de bilan ne sont pas comparables, et/ou parce qu'elles n'ont pas les mêmes objectifs de rentabilité des fonds propres. »

comptabilité de couverture. Elles s'assurent notamment que les instruments de couverture sont éligibles au traitement comptable approprié (comptabilité de couverture ou *cash-flow hedge*) et cherchent à limiter les trop grandes variations des résultats dues à des effets purement comptables. Il incombe au trésorier de choisir le produit financier, qui à la fois protège le *cash-flow* et s'intègre correctement au cadre comptable.

« Là où l'entreprise voit un crédit à taux variable couvert par un *swap*, la banque voit une combinaison de flux, de risques et d'exigences en capital réglementaire. »

➤ RELATION BANQUE-ENTREPRISE

Pour leur part, les banques sont astreintes à des obligations comparables (certains éléments des ajustements de valeurs, dits xVA, passent par le compte de résultat au cours de la vie de l'instrument), mais aussi à des obligations prudentielles : il s'agit de détenir un niveau de fonds propres compatible avec les risques pris, selon des calculs édictés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. La somme des risques s'obtient par affectation d'un niveau de risque à chaque actif détenu : on parle d'actifs pondérés par les risques (en anglais *risk-weighted assets* ou RWA). Ainsi, pour chaque opération, la banque détermine la quantité de fonds propres réglementaires à mobiliser, ce qui lui permet de calculer le rendement sur capitaux engagés (en anglais *return on risk-weighted assets* ou RoRWA). Les anciennes méthodes normatives telles que le *risk-adjusted return on capital* ou RAROC ne sont plus du tout utilisées par les banques aujourd'hui.

Ainsi, deux banques peuvent établir des prix différents pour une même prestation, parce que les modèles internes qui servent à déterminer les actifs pondérés par les risques ne sont pas paramétrés de la même façon, et/ou parce que les structures de bilan ne sont pas comparables, et/ou parce qu'elles n'ont pas les mêmes objectifs de rentabilité des

fonds propres. Bien que les accords dits de Bâle III visent à limiter la portée des modèles internes via l'introduction de planchers (*output floors*), ces écarts persistent.

MALENTENDU SUR LA NOTION DE PRIX

Quand il s'agit du prix d'un instrument financier, on peut assister à un dialogue de sourds entre le trésorier et ses banques, le premier faisant habituellement jouer la concurrence. Si ces appels d'offres réunissant quelques banques peuvent fonctionner, ils ne garantissent pas une compréhension fine de la formation des prix. Pour la banque, en effet, le prix résulte de la combinaison des paramètres de marchés – que le trésorier scrute avec attention –, mais aussi de paramètres propres à la banque tels que son coût de financement, les éléments comptables réglementaires comme la xVa (lire l'encadré), la charge en capital liée au risque de crédit, ou encore la rentabilité attendue du capital – que le trésorier ne

connait généralement pas. Ainsi, ce dernier devrait-il poser les questions : « comment construisez-vous le prix ? » et « quelles sont ses composantes ? » plutôt que « quel est votre prix ? ».

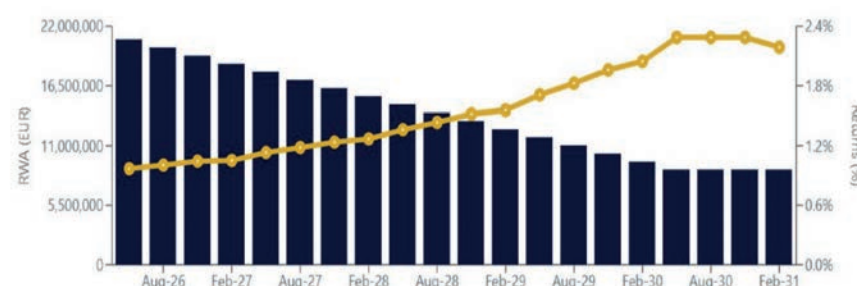
POUR UN DIALOGUE STRATÉGIQUE

Au-delà d'une simple mise en concurrence de ses banques – elle est d'ailleurs toute relative quand le *pool* bancaire est stabilisé –, le trésorier peut entretenir avec elles une discussion structurée selon une approche analytique : pour cette opération, quelle est la quantité de capital réglementaire mobilisée ? quelles sont les principales variables du RWA ? quelle est la rentabilité recherchée ? quels paramètres de marché (*credit value adjustment* ou CVA, *debit value adjustment* ou DVA, *funding value adjustment* ou FVA) entrent dans la formation du prix d'un dérivé ?

Avec ces éléments, la relation change de nature : il ne s'agit plus de quelques points de base à gagner ou à perdre,

Evolution de la consommation de capital (RWA) et de sa rentabilité (RoRWA) en fonction du temps d'un Revolving credit facility (RCF) de 100 millions d'euros à cinq ans

Expected RWA (EUR) & Adjusted Returns on RWA



« Si les appels d'offres réunissant quelques banques peuvent fonctionner, ils ne garantissent pas une compréhension fine de la formation des prix. »

« Une relation saine et efficace doit s'attacher non au prix en soi, mais à sa formation, tandis que le trésorier, s'il veut être en position de négociateur, doit pouvoir se mettre à la place de son fournisseur de services. »

mais de la logique économique sous-jacente à l'opération, avec la clé et dans la plupart des cas des économies importantes pour l'entreprise, spécialement lors de la restructuration

(ou du dénouement) de certaines opérations.

DÉPASSER L'ASYMÉTRIE

Les banques ont consacré de lourds investissements dans le recrutement d'analystes quantitatifs chargés d'élaborer des modèles sophistiqués d'allocation du capital et d'optimisation des actifs. S'il est irréaliste de penser que l'entreprise industrielle ou commerciale puisse disposer d'une telle expertise, il est hautement recommandé que son trésorier, à défaut de la parler, comprenne la langue de la banque (RWA, RoRWA, xVA, etc.) de façon à poser les bonnes questions à ses interlocuteurs et, partant, à

optimiser sa consommation de capital bancaire et donc son coût.

Il est dans l'ordre des choses que lorsque que le trésorier et la banque discutent d'un produit financier, chacun en ait sa propre version en tête. Une relation saine et efficace doit s'attacher non au prix en soi, mais à sa formation, tandis que le trésorier, s'il veut être en position de négociateur, doit pouvoir se mettre à la place de son fournisseur de services.

En définitive, apprendre le langage de l'autre n'est pas un exercice académique : c'est un levier stratégique au service de la performance financière. ■

Comprendre les indicateurs bancaires

• RWA (RISK-WEIGHTED ASSETS OU ACTIFS PONDÉRÉS PAR LE RISQUE)

Somme des actifs d'une banque (prêts, dérivés) ajustée en fonction de leur niveau de risque de contrepartie, de marché ou opérationnel ; ils servent de base au calcul des exigences de fonds propres réglementaires.

• RORWA (RETURN ON RISK-WEIGHTED ASSETS OU RENDEMENT SUR CAPITAUX ENGAGÉS)

Ratio de rentabilité qui mesure le résultat net d'une banque par rapport à ses actifs pondérés par le risque (RWA). Il permet d'évaluer l'efficacité de l'allocation de son capital.

• MODÈLE STANDARD

Méthode réglementaire stricte et prédéfinie par le Comité de Bâle, dans le cadre de laquelle les banques appliquent des pondérations fixes fournies par l'autorité de contrôle pour calculer leurs RWA.

• MODÈLE IRB (INTERNAL RATINGS-BASED OU APPROCHE BASÉE SUR LES NOTATIONS INTERNES)

Méthode avancée où l'autorité de contrôle autorise la banque à utiliser ses propres modèles mathématiques et estimations internes (probabilité de défaut, perte en cas de défaut) pour évaluer ses RWA.

• xVA (VALUATION ADJUSTMENTS OU AJUSTEMENTS DE VALEUR)

Terme générique désignant l'ensemble des ajustements de valeur appliqués au prix théorique d'un produit dérivé pour intégrer divers coûts et risques (crédit, financement, capital).

• CVA (CREDIT VALUATION ADJUSTMENT OU AJUSTEMENT DE VALEUR DE MARCHÉ DU RISQUE DE DÉFAUT DE LA CONTREPARTIE)

Ajustement négatif de la valeur d'un dérivé qui intègre le risque que la contrepartie fasse défaut avant l'échéance du contrat.

• DVA (DEBIT VALUATION ADJUSTMENT OU AJUSTEMENT DE VALEUR DE MARCHÉ DU RISQUE DE DÉFAUT DE LA BANQUE)

Ajustement positif de la valeur d'un dérivé (le miroir de la CVA) qui intègre le propre risque de défaut de la banque vis-à-vis de sa contrepartie.

• FVA (FUNDING VALUATION ADJUSTMENT OU AJUSTEMENT DE LA VALEUR DE FINANCEMENT)

Ajustement de valeur lié au coût ou au gain de financement des collatéraux requis pour couvrir une position sur dérivés non compensée par une chambre de compensation.

> ACTUALITÉ

PLACEMENTS DE TRÉSORERIE LES ENTREPRISES VOIENT PLUS COURT

Face à l'augmentation significative des taux courts consécutive au déclenchement du conflit en Iran, de nombreuses entreprises ont eu tendance depuis mars dernier à raccourcir l'horizon de leurs placements. Des arbitrages qui profitent tout particulièrement aux dépôts bancaires de moins d'un an ainsi qu'aux fonds monétaires, même si d'autres produits bénéficient d'un vif attrait.

Coup de pouce en vue pour les placements de trésorerie des entreprises ? Après avoir opté pour un *statu quo* lors de sa réunion du 23 juillet, la Banque centrale européenne pourrait entériner, ce jeudi 10 septembre, un relèvement de 25 points de base de ses taux directeurs. C'est, du moins, l'hypothèse toujours privilégiée par le consensus des analystes, pour qui une hausse supplémentaire n'est pas à exclure le 17 décembre. Or dans l'attente de ces deux rendez-vous, peu de professionnels s'attendent à voir les arbitrages des sociétés placeuses de liquidités évoluer.

Dans ce domaine, le déclenchement du conflit en Iran, le 28 février dernier, en avait conduit beaucoup d'entre elles à revoir leur copie. Et pour cause. Les destructions d'infrastructures énergétiques au Moyen-Orient et le blocage du détroit d'Ormuz ont rapidement fait naître les craintes d'une envolée de l'inflation, appelée à se maintenir durablement à des niveaux élevés. En prévision de potentielles futures hausses de taux directeurs de la part des banques centrales, dont la Banque centrale européenne (BCE), les taux à court terme se sont alors appréciés dans

une ampleur assez exceptionnelle. « Habituellement, les taux courts se caractérisent par une faible volatilité, rappelle en effet Edouard Faure, head of credit chez Swiss Life AM. Il est peu de dire que 2026 déroge à cette règle, comme en témoigne l'évolution du taux midswap euro 1 an qui est passé de moins de 1,90 % en début d'année à près de 2,66 % mi-août. » Le taux à court terme en euro (*euro short-term rate*, €STR), qui représente le coût des emprunts interbancaires en euro sans garantie contractés au jour le jour par les banques domiciliées dans la zone euro, a quant à lui mécaniquement progressé après le relèvement de la BCE en juin, pour s'établir autour de 2,18 %, contre 1,93 % auparavant. Dans le même temps, les taux à long terme ont suivi une trajectoire haussière sensiblement moins marquée.

UN MOUVEMENT DE FLIGHT-TO-SAFETY

En matière de placements, cette situation a eu plusieurs effets. « Confrontées au renchérissement de leurs frais financiers induit par la hausse des taux d'intérêt, certaines entreprises ont préféré utiliser leur trésorerie pour rembourser une partie de leur dette plutôt que de la placer

« Au sein de la palette de solutions structurées, la grande majorité des marques d'intérêt se porte sur des produits à capital garanti, avec des versements de coupons réguliers, à l'instar des « phoenix ». »

sur des supports dédiés », commence par faire remarquer David Guyot, CEO du cabinet de conseil en placements Pandat Finance. Pour les autres, la combinaison d'une telle courbe des taux et d'un environnement toujours plus riche en incertitudes a largement influé sur les choix d'allocation. « Du côté de la clientèle d'entreprises, nous avons observé un mouvement de flight-to-safety évident », signale Jean-Michel Nakache, directeur commercial institutionnel securities & infrastructures chez Swiss Life AM. Concrètement, cela s'est matérialisé de diverses manières. En ce qui concerne les dépôts bancaires, de nombreuses sociétés ont eu tendance à raccourcir leur horizon de placement. « La tentation des derniers mois a clairement été de s'orienter vers des dépôts à terme (DAT) à 3 mois »,

confirme David Guyot, qui ajoute que, « *compte tenu des anticipations de futures hausses de taux directeurs de la part de la BCE, les clients rechignent depuis plusieurs mois à se positionner sur des produits à taux fixe* ». Pour Christian Segueineau, Global Head of Liquidity & Investment Solutions for Corporates chez Société Générale, de telles réactions n'ont rien de surprenant. « *Lorsque les taux montent, il n'y a pas besoin de faire compliqué pour capter du rendement. D'environ 2,20 % en début d'année, le coupon offert par un DAT à un an a touché un pic autour de 3,1 % durant le deuxième trimestre, avant de s'établir aujourd'hui autour de 3 %.* »

Du côté des sociétés de gestion d'actifs, le bilan du premier semestre en termes de collecte est jugé positif par un grand nombre d'acteurs. Sans surprise, ces afflux de liquidité ont largement profité en France aux fonds monétaires qui, selon Sandrine Rougeron, responsable de la clientèle Corporates et Corporates Pension Funds chez Amundi, « *attirent toujours plus de nouveaux investisseurs (toutes*

typologies confondues), séduits par la facilité d'accès et d'utilisation quotidienne, leur transparence, leur résilience face à la volatilité des marchés et leur rendement ». Il faut dire qu'entre leurs règles de gestion strictes, leur traitement comptable en équivalence de *cash* et la remontée des taux courts, ce produit coche énormément de cases. « *En investissant dans des NEU CP, nous parvenons depuis quelques mois à capter des rendements attractifs, de l'ordre de 2,5 % à 3 % sur des échéances comprises entre un et six mois. Cela contribue à soutenir les performances des OPCVM monétaires proposés à nos clients, dont les TRI nets avoisinent aujourd'hui 2,5 %, contre environ 2 % début janvier* », souligne Alban de la Raitrie, gérant privé à la Financière d'Uzès. Voyant dans les fonds monétaires l'outil idoine pour gérer le BFR en raison de leur valeur jour, Cyril Merkel, président de la commission placements de l'AFTE, considère que leurs rendements actuels, « *qui avoisinent 2,5 % pour des placements au jour le jour, ne sont clairement pas de nature à inciter les trésoriers à se tourner vers des produits plus risqués* ».

LES FONDS TRS CONTINUENT DE TIRER LEUR ÉPINGLE DU JEU...

Présentant des caractéristiques quelque peu différentes, une autre solution continue d'avoir le vent en poupe : les fonds dits « Total return swap », ou fonds TRS. « *Cet instrument fait l'objet d'un fort engouement depuis plus d'un an, avec une dynamique qui ne s'essouffle pas* », constate David Guyot, dont l'avis est corroboré par Jonathan Galbrun, vice-président de la commission placements de l'AFTE et Head of Financial Markets - Front Office chez Safran. « *Depuis plusieurs mois, l'euro marginal a tendance à être placé dans des fonds TRS qui, bien qu'existant depuis une dizaine d'années, sont sans conteste le produit le plus en vogue du moment.* » Comme les définit l'Autorité des marchés financiers, ces véhicules reposent sur des contrats dérivés au terme desquels une banque contrepartie cède la performance économique globale d'actifs à un investisseur. « *Débouclables pour leur part en J+1, les fonds TRS présentent le double*

Attrait grandissant pour les plateformes digitales

Mosaic chez Goldman Sachs, CacheMatrix chez Blackrock, Fund Channel Liquidity chez Amundi. Derrière ces noms se cachent des plateformes digitales dédiées à la gestion des portefeuilles de placements dans des OPCVM monétaires, voire dans d'autres types produits tels que des fonds *Total Return Swap*. Pour des acteurs habitués à investir dans un nombre significatif de fonds, ces solutions sont censées procurer plusieurs avantages : passage d'ordres d'achat et de vente depuis un espace unique, construction en architecture ouverte qui permet de souscrire des fonds commercialisés par diverses sociétés de gestion, traitement des

problématiques de conformité, génération de scénarii d'allocations simulant l'incidence d'un investissement sur le rendement moyen, etc.

Initialement dédiées aux acteurs institutionnels, ces plateformes se sont plus récemment ouvertes aux entreprises non financières, auprès de qui elles rencontreraient de plus en plus de marques d'intérêt. « *Plusieurs grandes entreprises ont commencé à gérer leurs placements en OPCVM depuis des plateformes digitales, dont le nombre d'utilisateurs ne devrait cesser d'aller croissant* », confirme Jonathan Galbrun, vice-président de la commission placements de l'AFTE et Head of Financial Markets - Front Office chez Safran.

> ACTUALITÉ

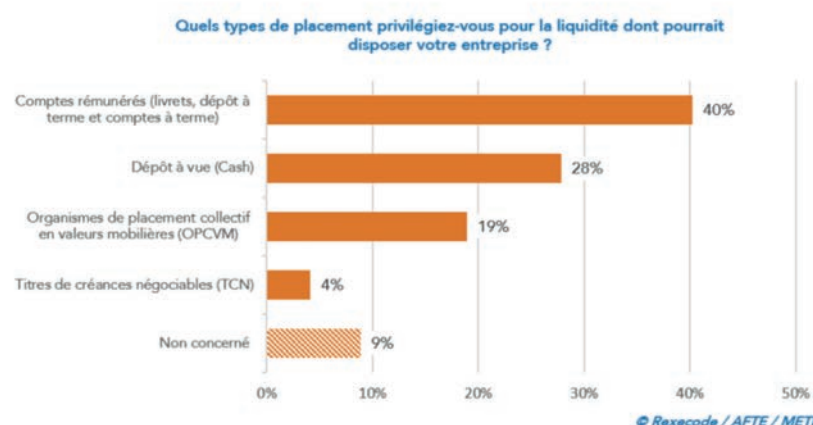
avantage d'offrir de la liquidité et un rendement à la fois attractif et stable sur une période d'investissement convenue de quelques mois, ces termes étant préalablement négociés avec la contrepartie bancaire impliquée », explique Sandrine Rougeron. Directeur général de la fintech Spiko, Pierre Patcina leur attribue un autre atout. « Outre leur caractère plus rémunérateur qu'un fonds monétaire, les fonds TRS offrent également un niveau de sécurisation élevé du fait des titres détenus en collatéral par le fonds, titres qui seraient liquidés dans le scénario improbable du défaut de la contrepartie bancaire. » En fonction des sociétés de gestion, la performance affichée oscille généralement entre 40 et 50 points de base au-dessus du taux €STR, soit 20 à 30 points de base de plus qu'un OPCVM monétaire. Revers de la médaille, « le traitement cash & cash équivalent du fonds TRS n'est pas systématique et dépend de l'interprétation des auditeurs », prévient Cyril Merkel.

... AVEC LES PRODUITS STRUCTURÉS À CAPITAL GARANTI

Corollaire de cet attrait renforcé pour les placements simples et à horizons plus courts, certains produits plus ou moins populaires dans un passé récent attirent moins, à l'image des fonds obligataires court terme. « Dans la mesure où les taux longs se sont sensiblement moins appréciés que les taux courts, le surcroît de rendement obtenu en allongeant son horizon de placement s'est mécaniquement tassé, réduisant l'intérêt pour ce type de support », informe Albane Desjardin, fixed-income portfolio manager chez Swiss Life AM. Idem pour certains produits structurés comportant un sous-jacent action. « Compte tenu du niveau élevé des indices boursiers, la prudence domine quant aux points d'entrée de solutions de

type phoenix. Celle-ci est d'autant plus marquée que la volatilité est actuellement réduite sur les marchés actions ; nous accompagnons donc nos clients pour optimiser le choix des sous-jacents et ajouter des strikes minimums sur ces produits », justifie Christian Segueau.

Pour autant, la demande pour d'autres instruments plus rémunérateurs que les DAT, OPCVM monétaires et fonds TRS – ou équivalents proposés par certaines banques – demeurerait importante. « Si certains clients personnes morales cherchent à dynamiser leurs placements, tous



Source : « Enquête Trésorerie Grandes entreprises et ETI », juillet 2026

La présomption de classement en « équivalent de trésorerie » confirmée par l'ANC



- Conformément à la directive européenne 2024/927 du 13 mars 2024, dite « AIFM 2 », les sociétés de gestion sont désormais dans l'obligation de doter les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds d'investissement alternatifs (FIA) ouverts d'au moins deux outils de gestion de la liquidité. Par dérogation, les fonds agréés au titre du règlement européen sur les fonds monétaires (règlement (UE) 2017/1131 dit « MMF ») doivent sélectionner au moins un outil de gestion de la liquidité. Dans la pratique, le choix des gérants monétaires

français tend principalement à s'orienter vers le recours au « swing pricing », qui permet, lorsque les circonstances l'exigent, de répercuter sur les prix d'entrée ou de sortie des porteurs de parts le coût de réaménagement du portefeuille engendré par ces opérations.

- Dans une lettre publiée le 8 juillet dernier, l'Autorité des normes comptables (ANC) a précisé que la présence d'un outil de gestion de la liquidité, tel que le *swing pricing*, ne remet pas en cause la présomption d'éligibilité au classement en « équivalents de trésorerie » des fonds monétaires à valeur liquidative variable (VNAV), standards ou à court terme. Mais l'ANC de signaler que « cette présomption reste toutefois réfutable, notamment en période de tension sur les marchés et en cas d'activation de l'outil ».

Innovation rime avec *tokenisation*... et pas seulement

• Entre les dépôts à terme, les OPCVM monétaires, les fonds TRS et obligataires court terme et la palette de produits structurés, les solutions de placement utilisées par les entreprises françaises sont largement éprouvées. Ce qui n'empêche pas les professionnels du secteur de continuer d'innover. C'est le cas des banques, dont l'approche ne consiste pas uniquement à proposer des structurations sur mesure pour s'adapter à la demande de leurs clients. « À destination essentiellement de notre clientèle d'ETI, nous avons récemment déployé une solution d'écrêtage automatique des excédents, qui consiste à placer quotidiennement les soldes à vue dépassant un seuil préalablement fixé sur des OPCVM monétaires », illustre par exemple Anthony Clément, Directeur du Développement Professionnels et Entreprises chez Banque Populaire. Du côté des fintechs, Spiko a annoncé plusieurs nouveautés au cours des derniers mois. Parmi elles figurent la possibilité, en sortant du fonds monétaire en euro, de récupérer des fonds dans d'autres devises, sans commission ni spread ; et le lancement d'un fonds dont la stratégie consiste en des arbitrages sur les écarts qui existent entre les prix à terme et les prix comptants sur certaines classes d'actifs, notamment dans l'univers crypto.

• Les nouvelles technologies sont d'ailleurs au cœur d'un nombre croissant d'initiatives récentes. Ainsi, Spiko vient de nouer un partenariat avec Coinbase, dans le cadre duquel « les souscripteurs de plusieurs de nos fonds monétaires ont la possibilité, depuis fin juin, de régler leurs achats de parts directement en stablecoins – en l'occurrence l'EURC et l'USDC (Circle) –, ce qui constitue une avancée notable

« La *tokenisation* offre la possibilité de fractionner les actifs financiers, d'accélérer la circulation du *cash* et d'accroître la transparence puisque les registres (acheteurs, titres détenus par le véhicule, etc.) sont partagés par tous. »

pour des entreprises qui conservent leur trésorerie en jetons stables », évoque Pierre Patcina, son directeur général. De son côté, Amundi accélère sur le front de la *tokenisation* (représentation d'actifs traditionnels sur une *blockchain* sous forme de jetons numériques). « Depuis l'an dernier, nous avons tokenisé certaines parts de nos fonds monétaires en euro et en dollar, signale Sandrine Rougeron, responsable de la clientèle Corporates et Corporates Pension Funds. Les bénéfices liés à cette innovation sont multiples : possibilité de fractionner les actifs financiers (ce qui les rend sur un plan pécuniaire plus accessibles), accélération de la circulation du *cash* et transparence accrue puisque les registres (acheteurs, titres détenus par le véhicule, etc.) sont partagés par tous. » La plupart des acteurs explorent cette voie, y compris les banques de détail. « La finance tokenisée, notamment dans le domaine des placements, fait partie de nos axes de réflexion du moment », confirme Anthony Clément.

souhaitent le faire avec un risque sous-jacent maîtrisé », indique cependant Anthony Clément, Directeur du Développement Professionnels et Entreprises chez Banque Populaire. Au sein de la palette de solutions structurées, « la grande majorité des marques d'intérêt se porte sur des produits à capital garanti, avec des versements de coupons réguliers, à l'instar des « phoenix » », abonde Alban de la Raitrie. Pouvant être personnalisés à souhait, les phoenix paient des coupons périodiques, sous condition que le niveau d'un ou plusieurs actifs sous-jacents retenus (indice, action ou panier de titres) respecte un seuil prédéfini. Parmi les autres solutions actuellement

prises, le cabinet Pandat mentionne également les « obligations rappelables », qu'émettent des grandes banques sur des maturités de 5 à 10 ans et pour lesquelles ces dernières disposent d'une option de remboursement anticipée à leur main qui permet de booster le coupon, au-delà de 4 %.

TOUJOURS DES APPROCHES PLUS RISQUÉES

Enfin, « nous pouvons conseiller à nos clients plus longs termes, attirés par des rendements pouvant atteindre 8 à 10 % et acceptant une part de risques, de placer une part de leur trésorerie vers des placements en actions,

qu'il s'agisse d'achat de titres en direct ou d'exposition à des indices ou à un panier de titres », relate Alban de la Raitrie. Même si l'arrivée récente d'une poignée de nouveautés (voir encadré) pourrait inciter certains trésoriers, responsables financiers ou dirigeants d'entreprise à s'interroger sur leur politique d'allocation, tout réel bouleversement apparaît exclu, du moins à court terme. « Au vu du contexte géopolitique incertain, la stratégie dominante de nos clients qui consiste à privilégier des horizons courts et un risque minime devrait rester la norme dans les semaines qui viennent », estime Christian Segueineau, dont l'avis est très largement partagé. ■

> ACTUALITÉ

FINANCEMENT

LE MARCHÉ DU NEU MTN SORT DE L'OMBRE

Positionné en termes de maturités d'emprunt entre le marché des NEU CP et le marché obligataire, celui des titres de créances négociables de moyen terme a longtemps pâti de sa faible notoriété. Depuis plusieurs mois, ses encours et lesancements de programmes de la part d'entreprises s'inscrivent cependant dans une dynamique haussière.

Enfin l'heure du décollage pour le marché du NEU MTN ? « Les NEU MTN sont depuis 2016 la « nouvelle » appellation des Bons à Moyen Terme Négociables (BMTN), qui avaient été créés en 1992 quand les programmes Euro Medium Term Notes (EMTN) n'étaient pas encore régis par le droit français », rappelle Marc-Etienne Sébire, avocat associé, co-Responsable du Groupe Banking & Finance de CMS Francis Lefebvre. Il s'agit de titres de créances négociables (TCN) de moyen terme, dont la durée excède un an. Bien que mature, ce compar-timent reste largement méconnu – beaucoup plus que celui des NEU CP, qui sont des TNC de court terme – et a historiquement vu, ce faisant, ses encours stagner à des niveaux relativement limités.

UNE QUARANTAINE D'ÉMETTEURS CORPORATES

Mais cette situation tend à évoluer. « Depuis plusieurs mois, ce marché enregistre un regain d'intérêt significatif de la part des émetteurs de tous types, comme en témoigne l'augmentation des encours globaux d'environ 28 % sur un an à fin juin, à près de 50 milliards d'euros », relève Benoît Usciati, responsable du service des Titres de créances négociables de

la Banque de France. S'agissant des seuls émetteurs dits *corporates*, les encours sont passés sur la période de 3,8 milliards à 5,3 milliards d'euros, soit une progression de près de 40 %. Aujourd'hui, une quarantaine d'entreprises non financières disposent ainsi d'un programme d'émission. Un nombre qui s'est sensiblement étoffé depuis le début de l'année avec l'arrivée de nouveaux emprunteurs, et non des moindres : parmi eux figurent en effet 74Software (maison mère de Axway et SBS), Bonduelle, ITM Entreprises, Elior et Michelin.

D'après les spécialistes des marchés de capitaux, cet engouement récent peut s'expliquer par une combinaison de facteurs. Le premier d'entre eux tient aux caractéristiques intrinsèques des NEU MTN, jugées particulièrement flexibles. « Le modèle de documentation est strictement le même que pour le NEU CP – et les exigences réglementaires relatives à la notation du programme (et les critères d'exemption) en tous points similaires (voir encadré) », commence par signaler Benoît Usciati. Or cette documentation, dont un modèle est téléchargeable sur le site Internet de la Banque de France, se démarque par sa relative légèreté (une dizaine de pages en règle générale),

« Depuis le début de l'année, 74Software (maison mère de Axway et SBS), Bonduelle, ITM Entreprises, Elior et Michelin se sont dotés d'un programme d'émissions de NEU MTN. »

notamment si on la compare à celle d'un programme EMTN. « Un programme de NEU MTN n'intègre généralement pas les clauses protectrices que l'on retrouve habituellement dans ce dernier, à l'instar de la clause de maintien de l'emprunt à son rang, dite de negative pledge (interdiction pour le débiteur de consentir des sûretés à d'autres créanciers obligataires, sauf à lui accorder les mêmes sûretés et le même rang), et de la clause de défaut », justifie Marc-Etienne Sébire. Pour le praticien, la facilité d'accès au marché ne se limite du reste pas à ce constat. « Outre la documentation financière, l'émetteur de NEU MTN ne doit mettre en place qu'un contrat d'agent domiciliaire et un contrat d'agents placeurs. »

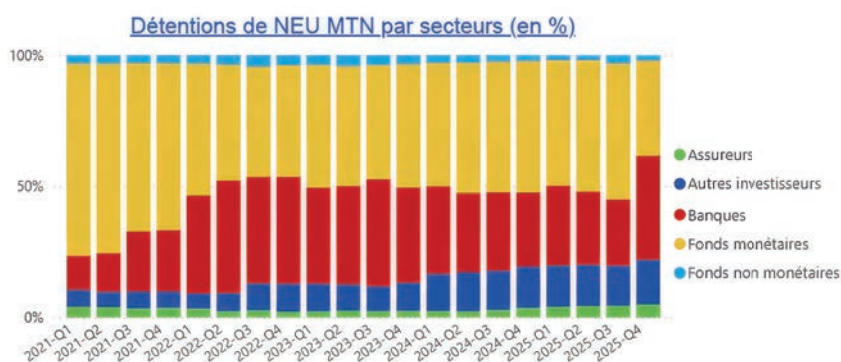
UN CHANGEMENT D'APPROCHE LIÉ À LA HAUSSE DES TAUX

Private Placements & Commercial Papers Syndicator chez Crédit Agricole CIB, Yannis Parant assure qu'une fois le programme établi, le processus d'émission s'avère ensuite considérablement simplifié. « Une documentation juridique

l'arrivée d'émetteurs présentant des besoins de financement plus significatifs, l'essentiel des levées se réalisent sous la forme de placement privé. Quant au règlement-livraison d'un NEU MTN, il se distingue par sa rapidité. « Il peut intervenir en T+2, contre une pratique de marché en T+5 pour un EMTN », confirme en effet Yannis Parant.

« Outre la documentation financière, l'émetteur de NEU MTN ne doit mettre en place qu'un contrat d'agent domiciliataire et un contrat d'agents placeurs. »

Profils des détenteurs de NEU MTN



Source : Banque de France

post-trade n'est pas requise, contrairement à une émission obligataire réalisée dans le cadre d'un programme EMTN. Le cadre documentaire du NEU MTN se rapproche davantage de celui des produits de flux, tant par sa simplicité que par son efficacité opérationnelle. » Même si les opérations de type club deal, relativement peu fréquentes, connaissent un développement progressif porté par

« La remontée substantielle des taux d'intérêt enregistrée à compter de 2022 a amené certaines entreprises, désireuses de contenir le renchérissement de leurs intérêts d'emprunt, à davantage se financer sur des échéances de court et moyen termes. »

La deuxième explication renvoie à l'environnement de marché. Dans un contexte de taux bas, et même négatifs, de nombreuses entreprises avaient eu tendance dès 2015 à allonger leurs maturités d'emprunt. Puis la remontée substantielle des taux d'intérêt enregistrée à compter de 2022 en a amené certaines, désireuses de contenir le renchérissement de leurs intérêts d'emprunt, à davantage se financer sur des échéances de court et moyen termes. Ajouté à cela le regain de volatilité observé sur le marché obligataire public ces dernières années, le NEU MTN s'est naturellement imposé comme une solution de choix, notamment pour des groupes déjà habitués à émettre des NEU CP et qui

Les conditions d'éligibilité au marché

Comme le requiert la Banque de France, les émetteurs de titres de créances négociables, qu'ils soient de court ou de moyen terme, doivent à ce jour :

- rendre publique une notation de leur programme d'émission, obtenue auprès d'une agence de notation ;
- ou, à défaut, disposer d'un garant (dont la liste est fixée par arrêté) bénéficiant d'une telle notation.

Des exemptions existent toutefois :

- pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement établis

dans l'Espace économique européen ;

- pour la Caisse des dépôts et consignations ;
- pour les émetteurs dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen, ou sur un marché hors de l'Espace économique européen reconnu comme équivalent par la Commission européenne ;
- pour les organismes de titrisation qui émettent des titres de créance conférant tous des droits de même rang.

> ACTUALITÉ

louent désormais la complémentarité des deux instruments.

UNE BASE D'INVESTISSEURS DIFFÉRENTE

De fait, au-delà du différentiel de maturités, ces derniers répondent habituellement à des logiques de financement distinctes. « *Le NEU CP se caractérise principalement par des émissions récurrentes, liées au renouvellement des positions et souvent réalisées de manière opportuniste par les émetteurs. À l'inverse, le NEU MTN est avant tout mobilisé pour financer des besoins identifiés ou des projets spécifiques, tout en offrant une meilleure visibilité sur les besoins de financement à moyen terme. Les émissions s'inscrivent ainsi dans un calendrier généralement plus espacé* », informe Yannis Parant. En outre, les bases d'investisseurs ne sont pas identiques, ce qui peut également séduire des trésoriers soucieux d'amplifier la

diversification de leurs contreparties financières. « *Parmi les investisseurs, le poids des banques est plus élevé que pour le NEU CP, et le biais domestique encore plus marqué* », remarque Benoît Usciati. Le fait que les clauses légales inscrites dans un programme de NEU MTN soient moins poussées que dans un programme EMTN n'y est pas étranger. « *Ce constat tend en effet à limiter la capacité de certains acteurs à se positionner sur ce type d'actifs, considère Yannis Parant. En conséquence, la base d'investisseurs actifs sur le marché du NEU MTN demeure non seulement plus restreinte que celle du NEU CP, mais également davantage concentrée sur des acteurs domestiques.* »

Chargée de garantir le respect des conditions d'émission des émetteurs de TCN, la Banque de France entend capitaliser sur la dynamique porteuse du moment pour transformer l'essai. En plus d'actions de communication qu'elle prévoit de lancer prochainement dans le but d'accroître la notoriété du marché du NEU MTN, la banque centrale s'apprête à entériner une réforme réglementaire qui devrait lui être bénéfique. « *Visant à renforcer l'ouverture et l'attractivité du NEU MTN, notamment, plusieurs assouplissements vont prochainement entrer en vigueur,*

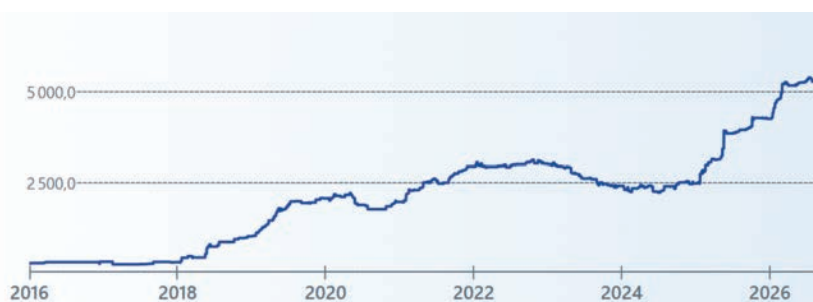
« **La Banque de France s'apprête à entériner une réforme réglementaire qui devrait contribuer à renforcer l'attrait du marché.** »

parmi lesquels la possibilité pour un émetteur de désigner un agent domiciliataire du programme localisé au sein de n'importe quel pays de l'Union européenne, une simplification des dispositifs encadrant les garanties et les garants ainsi que l'ajout de l'exemption pour un émetteur disposant déjà d'une notation de faire noter son programme », prévient Benoît Usciati. D'autres évolutions sont également attendues. « *Les formes sociales autorisées à émettre, aujourd'hui limitées principalement aux sociétés par actions, devraient être étendues aux sociétés à responsabilité limitée* », évoque par exemple Marc-Etienne Sébire. Sans lien avec cette réforme, il est aussi prévu que le segment du NEU MTN soit concerné à terme par les projets de *tokenisation* des marchés financiers actuellement déployés par les autorités et les acteurs privés de la place financière, dont l'un des plus avancés porte sur le NEU CP. ■

Des titres non fongibles

De même que les NEU CP, les NEU MTN sont des titres de créances négociables (TCN). Une qualification qui n'est pas neutre dès lors qu'il s'agit de faire adopter une modification de leurs termes. « *À la différence d'obligations, les TCN ne sont pas fongibles, précise en effet Marc-Etienne Sébire, avocat associé chez CMS Francis Lefebvre. Ainsi, leurs détenteurs ne peuvent pas être regroupés au sein d'une masse, ce qui implique, pour opérer de telles modifications, de négocier en bilatéral avec chaque porteur.* » En raison de la maturité des NEU MTN, comprise majoritairement entre un an et un jour et deux ans pour les emprunteurs corporates, ce cas de figure reste néanmoins, de l'aveu des praticiens, théorique.

Évolution des encours de NEU MTN émis par des sociétés non financières



Source : Banque de France

Trois questions à Alexandre Bois, sous-directeur Trésorerie Centrale Financements et Placements de l'Acoss

Depuis quand l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale émet-elle sur le marché des NEU MTN ?

Récent, notre programme de social NEU MTN a été lancé en octobre 2025. Jusqu'alors, l'article L. 213-3 du code monétaire et financier limitait nos maturités d'emprunt à un an. C'est la raison pour laquelle nous émettions régulièrement sur le marché du NEU CP. Après les perturbations qui avaient momentanément affecté les marchés monétaires au début de la crise de Covid-19 en 2020, les pouvoirs publics avaient initié une réflexion visant à étendre les marges de manœuvre de l'Acoss pour se financer. Celle-ci a abouti l'an dernier à un relèvement de ce plafond, désormais porté à vingt-quatre mois.

Les caractéristiques du programme social NEU MTN

- **Plafond du programme** : 15 Md€
- **Emissions en 2025** : 2.9 Md€
- **Devises éligibles** : devises ayant une cotation de la Banque Centrale Européenne
- **Maturité des émissions** : 24 mois maximum
- **Maturité moyenne en 2025** : 717 jours
- **Emissions** : à taux fixe ou à taux variable (€STR+ 40 bps en moyenne)
- **Banques partenaires** : ACROSS (AGENCE CENTRALE DES ORGANISMES DE SECURITE SOCIALE), BNP PARIBAS, BRED BANQUE POPULAIRE, COÖPERATIEVE RABOBANK U.A., CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK, CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL, ING BANK NV, JP MORGAN SE, NATIXIS, NatWest Markets N.V., SOCIETE GENERALE, UBS EUROPE SE
- **Agent domiciliataire** : Uptevia

Source : Acoss

En quoi ce mode de financement est-il intéressant pour un trésorier ?

Comme le NEU CP que nous apprécions de longue date et dont il n'est qu'un prolongement, le NEU MTN nécessite une documentation-cadre très légère. Puisque celle-ci reprend quasiment en tous points celle du NEU CP, la charge de travail pour un émetteur déjà actif sur ce segment court terme s'en trouve très réduite, d'autant que nous travaillons sur ces deux marchés avec les mêmes partenaires bancaires. De plus, la demande des investisseurs en NEU MTN est, du moins pour nos titres, conséquente. Preuve en est, nous sommes passés en l'espace d'un an d'un encours de 0 euro à 9 milliards d'euros ! En cela, nous sommes probablement aidés par l'ampleur de nos besoins financiers, la liquidité appelant la liquidité. Enfin, ce marché permet de diversifier sa base de prêteurs, les investisseurs actifs sur le NEU MTN n'étant pour un certain nombre d'entre eux pas les mêmes que ceux présents sur le NEU CP.

Quelle est votre stratégie de financement sur ce marché ?

Nous procédons à des émissions de taille *benchmark*, que nous abondonons ensuite au gré de nos besoins et des marques d'intérêt manifestées. En juin dernier, nous avons ainsi levé 1,75 milliard d'euros. Aujourd'hui, cette souche s'élève à 3 milliards d'euros. Alors que la plupart des émetteurs recourent à des placements privés, nous avons fait le choix, compte tenu des montants émis, de procéder à des syndications. L'un des avantages que nous en retirons est que les banques impliquées dans ces opérations œuvrent à assurer une certaine liquidité des titres sur le marché secondaire. En 2025, la part du programme de social Neu MTN représentait 1,3 % du financement de marché de l'Urssaf. Elle a vocation à progresser dans les années qui viennent.

> GESTION DES RISQUES

MATIÈRES PREMIÈRES

ORMUZ, UN CHOC DE PRIX... ET DE DISPONIBILITÉ : CE QUE LA CRISE A CHANGÉ POUR LES STRATÉGIES DE COUVERTURE DES ENTREPRISES

Par Solal Huard, *partner, director* chez Kerius Finance

Conséquence directe du conflit entre l'Iran et les Etats-Unis alliés d'Israël, le blocage du détroit d'Ormuz est une première historique : même au pire de la guerre Iran-Irak dans les années 80, la situation n'avait pas été aussi critique pour le commerce mondial. Avec ce choc, les prix des matières premières se sont envolés. Celui du gaz, d'abord, est passé de 25 euros/MWh à plus de 60 euros/MWh, le Qatar, premier exportateur mondial de gaz naturel liquéfié (GNL), se retrouvant coupé du marché mondial. Le prix de gros de l'électricité a également enregistré une variation similaire (+120 %). S'agissant du pétrole, le prix du baril s'est envolé de 50 dollars en quelques semaines. Sur certains marchés, le baril de kérosène a pu atteindre plus de 200 dollars, notamment en Asie, la zone la plus durement touchée par la crise.

Le marché a réagi fortement, mais souvent moins violemment

« Le sentiment d'une crise à l'issue rapide a eu un effet majeur sur les marchés des couvertures, notamment sur le pétrole et ses dérivés, car cette attente de normalisation rapide du marché a généré des courbes « forward » en « backwardation ». »

que pour la guerre en Ukraine. Perspective d'un conflit qui resterait court, résilience accrue du système : la résultante n'est pas mono-causale. Ce sentiment d'une crise à l'issue rapide a eu un effet majeur sur les marchés des couvertures, notamment sur le pétrole et ses dérivés, car cette attente de normalisation rapide du marché a généré des courbes « forward » en « backwardation » (NDLR : situation dans laquelle le prix d'un *future* proche de son prix *spot* est supérieur au prix de ce *future* à une échéance plus éloignée), ce qui permettait aux importateurs de bénéficier de cours de couverture plus intéressants que ce que le *spot* ne laissait entendre. Le prix spot du Brent a atteint 120 dollars, mais le prix d'une couverture à décembre 2026 n'a jamais dépassé 92 dollars, par exemple.

Dans ce contexte volatil, les trésoriers ont su s'appuyer sur les bons réflexes acquis lors des crises précédentes. Certains angles morts, eux, restent difficiles à corriger. L'anticipation est aujourd'hui plus que jamais une nécessité absolue.

LES TRÉSORIERES CONTINUENT DE S'APPUYER SUR LES BONS RÉFLEXES DES CRISES PRÉCÉDENTES

La crise au Moyen-Orient et son schéma de propagation ne sont pas inédits : l'événement rappelle la façon dont la guerre en Ukraine,

puis les tensions tarifaires américaines, s'étaient déjà propagées bien au-delà de leur point de départ, de l'énergie vers le fret, puis vers des secteurs *a priori* éloignés du choc initial.

Paradoxe apparent, la succession de crises rend les organisations plus résilientes, pas plus fragiles. Chaque épisode (Covid, Ukraine, tensions tarifaires, etc.) laisse des réflexes et des dispositifs qui aident à absorber le choc suivant. C'est en partie ce qui explique que le choc ait été mieux encaissé qu'il n'aurait pu l'être quelques années plus tôt.

Mais cette résilience acquise n'est pas toujours suffisante, et de nombreuses organisations se sont retrouvées en posture difficile et en réaction sur certains sujets. À l'instantanéité de la réaction de marché s'ajoute un décalage temporel entre le prix *spot* et son passage en coût contractuel.

Avec la crise, le risque d'être pris de court, puis de réagir dans la précipitation, de faire du « reactive hedging » ou du « chasing the market », devient bien réel. Le choc *spot* arrive immédiatement sur les marchés, mais le signal d'alarme interne, celui qui déclenche une décision de couverture, n'arrive, lui, qu'avec le retard de l'effet sur le compte de résultat.

Le trésorier prend alors le risque de couvrir sur le pic de prix, plutôt qu'en anticipation. Plusieurs cas

rencontrés sur le terrain l'illustrent bien : début mars 2022 sur le prix de l'électricité, sur des métaux après des annonces de tarifs douaniers, ou encore sur des substrats de naphtha en mars 2026. Et avec, à chaque fois, la même conclusion à l'issue de la discussion : « *Les prix de couverture sont trop élevés, je vais attendre.* »

Ce mécanisme a été à l'œuvre lors des crises précédentes, et certains acteurs ont depuis ajusté leur comportement. Mais trop souvent encore, les discussions sur les chocs de matières premières n'arrivent qu'après les dégâts, avec toujours cette même conclusion : les prix disponibles ne permettent plus de sauvegarder une marge suffisante, ni de préserver une compétitivité déjà fragilisée.

Deux leviers permettent de casser ce cycle, plutôt complémentaires que substituables :

- Les programmes de couverture « roulants » ou construits par exercice budgétaire répondent presque mécaniquement à ce biais. En empilant des tranches régulières dans le temps, selon une mécanique précise et validée en amont, le trésorier ou le directeur financier évitent de se retrouver face à une décision binaire (« je couvre maintenant, au sommet, ou je ne couvre pas »). Ce processus s'appuie sur une gouvernance et un cadre budgétaire solides, validés par un comité d'audit.
- La gestion des stocks, ensuite, joue un rôle d'amortisseur. Nous l'avons observé aussi bien lors des épisodes tarifaires que des crises géopolitiques récentes. De nombreuses entreprises ont délibérément accru leurs stocks de matières premières au prix d'un besoin en fonds de roulement plus

élevé. Ce choix a un coût, mais il achète du temps, une ressource critique quand les prix s'envolent brutalement. Ce levier n'est pas neutre cependant : accroître ses stocks déplace le risque prix, il ne l'élimine pas. Entre l'achat et la sortie de stock, un écart de marché peut peser sur les marges et sur la valorisation du stock. La couverture doit alors suivre le rythme réel de rotation, avec des positions échelonnées qui arrivent à maturité au fil des sorties de stock pour que la protection financière corresponde effectivement à l'horizon de consommation de la matière.

Ces bons réflexes peuvent toutefois être réduits à néant par de mauvaises pratiques qui persistent, notamment au sein des PME et ETI, comme le recours à des instruments exotiques, asymétriques ou intégrant des effets de levier. Sur les marchés de matières premières, le choix de l'outil financier est donc absolument central et doit coller à la nature exacte du risque sous-jacent. Il convient d'avoir une réflexion en profondeur sur les risques et objectifs de couverture, afin de privilégier ensuite des instruments simples (*swaps*, *forwards*, options vanille de type *calls* ou *puts*), dont chacun répond à un profil d'exposition bien précis. Le mauvais choix d'instrument peut s'avérer aussi coûteux, parfois davantage que l'absence totale de couverture, en particulier lorsque les contrats d'achat intègrent des clauses d'indexation complexes nécessitant une ingénierie sur mesure plutôt qu'un schéma classique. Concernant la durée des couvertures, nous n'avons pas constaté de changement majeur dans les pratiques des trésoriers, mais l'horizon de couverture reste trop souvent influencé par les propositions bancaires plus que par une réflexion sur le besoin opérationnel de l'entreprise.

« Trop souvent encore, les discussions sur les chocs de matières premières n'arrivent qu'après les dégâts, avec toujours cette même conclusion : les prix disponibles ne permettent plus de sauvegarder une marge suffisante, ni de préserver une compétitivité déjà fragilisée. »

DES RISQUES PARFOIS DIFFICILES À LIRE QUI PEUVENT GÉNÉRER DES COMPORTEMENTS RISQUÉS

La particularité du marché des matières premières et de l'énergie réside dans le fait que la quasi-totalité des matières premières s'échange en dollars. Une entreprise européenne dont la devise fonctionnelle n'est pas le billet vert porte donc, sur chaque achat, un risque de change lourdement superposé au risque prix. Or ces deux variables interagissent de manière asymétrique lors d'un choc géopolitique. Le dollar s'apprécie en même temps que le prix de la marchandise. Pour l'acheteur européen, le choc est alors double : la hausse du prix facial en dollars est immédiatement amplifiée par la dégradation du taux de change euro-dollar. Piloter l'un sans l'autre revient à piloter à moitié : une couverture matière qui ignore cette dynamique de change, ou l'inverse, occulte une partie du risque réel.

Synchroniser les programmes de couverture de matières premières et de change reste encore trop marginal chez les trésoriers de PME, qui se retrouvent parfois pris dans un effet ciseaux : des politiques de

➤ GESTION DES RISQUES

couverture de change parfois longues, et des politiques de couverture de matières premières courtes.

Pour prendre un exemple de double effet, sur la même période, le prix de la tonne d'aluminium est passé de 3 000 dollars à 3 800 dollars, tandis que le dollar s'est apprécié de 1,20 à 1,13, soit une hausse de 26 % en dollars et d'environ 33 % en euros. Un point mérite attention : une couverture matière première en dollars ne protège que le prix, pas le change, sauf structuration explicite en couverture composite. Et même avec les deux couvertures en place, un décalage d'échéance entre matière et change peut créer un angle mort, comme dans l'exemple ci-dessus. Vérifier si une couverture matière intègre sa composante devise n'est donc pas un détail technique.

Face à la crise d'Ormuz, les ajustements de comportement des trésoriers ont été à deux vitesses. Sur les expositions directes et déjà identifiées (pétrole, gazole, fret), les réflexes acquis lors des crises précédentes ont globalement joué. Sur ce terrain-là, la crise a plutôt confirmé des pratiques déjà en place que bouleversé les politiques existantes.

C'est sur les expositions indirectes (soufre, engrais, polymères, hélium) que l'ajustement n'a, en revanche, pas eu lieu, ou trop tard.

LE RÔLE LIMITÉ DU TRÉSORIER SUR CERTAINS RISQUES

Certains marchés restent néanmoins plus complexes à naviguer en période de crise. Le marché des résines obéit à une logique radicalement différente : la liquidité n'a rien à voir avec celle du pétrole, par exemple. La question du prix et de la disponibilité se joue souvent dans un rapport de force bilatéral et asymétrique avec

une poignée de producteurs mondiaux (ExxonMobil, Dow, DuPont) qui fixent leurs « posted prices » selon leur propre calendrier, par paliers parfois massifs et difficiles à absorber en aval.

Pour un trésorier, la question n'est donc plus « comment couvrir ce risque ? », mais « comment le piloter quand aucun instrument financier ne le permet ? ». Trois leviers, en pratique, tiennent lieu de couverture de substitution :

1. Le stockage, d'abord : un stock de sécurité n'élimine pas le risque prix, mais il achète du temps.
2. La négociation fournisseur, ensuite, qui devient le véritable terrain de jeu : durée des contrats, volumes garantis en échange de visibilité prix, clauses de plafonnement discutées de gré à gré plutôt qu'achetées sur un marché organisé.
3. La diversification des sources d'approvisionnement, enfin, souvent sous-exploitée dans ce secteur très concentré, mais qui reste le seul levier de fond capable de rééquilibrer un rapport de force structurellement défavorable à l'acheteur.

C'est l'articulation de ces trois leviers, plus que la recherche d'un *hedge* financier qui n'existe pas, qui gouverne le pilotage de ce risque.

Rares sont les trésoriers ayant accès à ce type de couverture, pour la plupart des PME. La solution ne viendra donc pas du marché, mais de l'anticipation. Telle est l'expérience des dernières crises depuis le Covid : travailler ses approvisionnements dans un esprit différent, en passant du juste-à-temps au juste-au-cas-où.

UN CONSTAT CLAIR

La crise a mis en avant la nécessité absolue de travailler sur ces expositions en profondeur : comprendre la nature des risques, leurs effets immédiats comme les plus diffus. Disposer d'un processus de gouvernance clair, qui délègue au trésorier les pouvoirs nécessaires dans le cadre d'une politique de couverture adaptée, intégrant des horizons de couverture suffisants et les produits idoines, tant sur la matière que sur le change, permet de ne pas être en réaction permanente. Car sur ces marchés, l'anticipation et la marge de manœuvre font la différence pour un trésorier, sans pour autant suffire à elles seules : diversification des chaînes d'approvisionnement et compréhension approfondie des contrats restent nécessaires pour la gestion des crises actuelles et futures. Les organisations qui adoptent ces réflexes sont celles qui s'en sortent le mieux. ■



Source : Kerius Finance

> COMPTABILITÉ

IFRS 9 : DIX ANS APRÈS, QUELS SUJETS POUR LA REVUE POST-IMPLÉMENTATION DE LA COMPTABILITÉ DE COUVERTURE ?

Par Mathieu Vincent, associé Forvis Mazars, et Loup Méric, directeur Forvis Mazars

International Accounting Standards Board (IASB) a engagé en 2026 la revue post-implémentation (*Post-Implementation Review* ou PIR) du volet « comptabilité de couverture » d'IFRS 9. Une « Request for Information » (RFI) est attendue en ce mois de septembre 2026 afin de recueillir les observations des préparateurs, utilisateurs, auditeurs et régulateurs sur la norme actuelle¹.

DES CHANGEMENTS INDUITS PAR IFRS 18

Cette consultation constitue une étape importante. Lors de son entrée en vigueur, IFRS 9 avait marqué une rupture bienvenue avec IAS 39 en rapprochant la comptabilité de couverture de la gestion opérationnelle des risques des entreprises. Les premiers retours recueillis par l'IASB confirment d'ailleurs que cet objectif est largement considéré comme atteint. Paradoxalement, alors qu'IFRS 9 avait permis de renforcer le lien entre comptabilité et gestion, l'entrée en vigueur d'IFRS 18, dont l'application est obligatoire à partir de 2027, introduit de nombreux changements qui perturbent la lisibilité des états financiers. La nouvelle norme va notamment rendre plus difficile le suivi du coût de la dette nette des entreprises en éclatant ses différentes composantes entre les trois catégories du

compte de résultat : Exploitation, Investissement et Financement.

Dans ce contexte, la PIR constitue une opportunité pour les entreprises de remonter au normalisateur international les sujets qui continuent de créer un décalage entre comptabilité et gestion. Le premier concerne les « contingent hedges ». Dans les opérations de fusion-acquisition ou dans certains appels d'offres commerciaux, les entreprises peuvent être amenées à couvrir un risque de change dont la réalisation est incertaine. Économiquement, ces couvertures contingentes sont souvent parfaitement adossées au risque couvert. Pourtant, leur qualification en comptabilité de couverture demeure complexe (en lien avec la nécessité de démontrer le caractère hautement probable du risque couvert) et/ou peut conduire à reconnaître une inefficacité comptable qui ne reflète pas la réalité économique (en lien avec la prime de contingence). Une évolution du cadre actuel permettrait de mieux prendre en compte ces couvertures devenues courantes dans les groupes internationaux.

DÉCALAGE ENTRE COMPTABILITÉ ET GESTION

Le second sujet concerne les prêts intragroupe utilisés comme instruments de couverture. Les restrictions

actuelles empêchent leur désignation dans les états financiers consolidés, alors même que ces financements internes constituent souvent un élément central de la gestion du risque de change au sein des groupes. La levée de cette limitation permettrait notamment de mieux refléter les impacts du risque de change sous IFRS 18.

Dans la même logique, il serait souhaitable que la norme reconnaisse davantage le rôle des dérivés internes. Lorsque les dérivés internes sont retournés sur le marché auprès d'une contrepartie externe, en *back-to-back* ou sur la base d'une position globale, l'interdiction de désigner ces dérivés internes comme instruments de couverture apparaît éloignée des pratiques de gestion centralisée des risques mises en œuvre par les grandes entreprises.

La PIR pourrait également être l'occasion de s'interroger sur certaines situations pour lesquelles les groupes sont exposés à un risque économique réel sans pouvoir accéder à la comptabilité de couverture. C'est notamment le cas des augmentations de capital de filiales en devises étrangères ou des *management fees*. Bien que le risque de change soit réel et souvent couvert sur les marchés, l'absence de flux externe miroir empêche

¹ <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/post-implementation-review-of-ifrs-9-hedge-accounting/#current-stage>

> COMPTABILITÉ

généralement la mise en œuvre d'une relation de couverture.

CORRIGER

DES ZONES DE FRICTION

Enfin, demeure la question plus fondamentale de la couverture du risque de conversion. De nombreuses entreprises cherchent à protéger la contrevaletur de leur Ebitda généré en devise étrangère. Pourtant, les outils comptables permettant de refléter ces stratégies demeurent limités. Cette problématique relève certes davantage des dispositions d'IAS 21 que d'IFRS 9, mais elle illustre la même tension :

celle qui existe entre le risque réellement géré par les entreprises et le risque que les normes comptables acceptent de reconnaître.

La PIR d'IFRS 9 ne devrait probablement pas déboucher sur une refonte du modèle de comptabilité de couverture. Les premiers travaux de l'IASB montrent au contraire que les principes introduits en 2014 fonctionnent globalement comme prévu. En revanche, cette consultation offre une occasion de corriger plusieurs zones de friction qui subsistent encore entre la réalité de la gestion des risques et sa représentation comptable. ■

« Lorsque les dérivés internes sont retournés sur le marché auprès d'une contrepartie externe, en *back-to-back* ou sur la base d'une position globale, l'interdiction de désigner ces dérivés internes comme instruments de couverture apparaît éloignée des pratiques de gestion centralisée des risques mises en œuvre par les grandes entreprises. »



UN COMPLÉMENT D'INFORMATIONS SUR NOS FORMATIONS ?

PLUS D'INFORMATIONS ►
**PARCOURS LES
ESSENTIELS DE LA
TRÉSORERIE – 13 JOURS**



PLUS D'INFORMATIONS ►
**IA 2 : USAGES CONCRETS
POUR LE TRÉSORIER**



PLUS D'INFORMATIONS ►
**RISQUES COMMODITÉS,
ENERGIE ET PPA**



PLUS D'INFORMATIONS ►
**TMS KYRIBA :
FONDAMENTAUX
UTILISATEURS**



PLUS D'INFORMATIONS ►
**CERTIFICAT TMS
DIAPASON :
FONDAMENTAUX
UTILISATEURS**



PLUS D'INFORMATIONS ►
**CERTIFICAT
TMS DATALOG :
FONDAMENTAUX
UTILISATEURS**



> POINT DE VUE SUR LE M&A

SÉCURISER LA TRÉSORERIE LORS D'UN CARVE-OUT : LA FEUILLE DE ROUTE POUR RÉUSSIR UNE PRISE D'AUTONOMIE

Par Cécile Dobras, directrice associée, Emerson Audit & Conseil

Lors du détournage (*carve-out*) d'une entité ou d'une branche, la trésorerie se retrouve en première ligne : c'est l'une des fonctions qui doit être déconnectée du groupe puis remise en service le plus rapidement et le plus « proprement ». Dans ce contexte, les équipes trésorerie doivent travailler main dans la main avec, en externe, les équipes financières du groupe cédant et les partenaires bancaires, et en interne avec la direction des systèmes d'information (DSI) et la direction juridique. Le premier jour d'autonomie se sécurise plusieurs mois avant, et la réussite de la bascule dépend de la préparation en amont qui commence dès 6 mois avant la date de *carve-out* prévisionnelle.

J - 6 MOIS (VOIRE PLUS TÔT SI POSSIBLE) : IDENTIFIER LES FRAGILITÉS ET LES DÉPENDANCES

CARTOGRAPHIER LES FLUX DE TRÉSORERIE

La première exigence pour garantir une prise d'autonomie sans interruption de service est d'adresser le sujet des flux de paiement et d'encaissement. Pour ce faire, il convient de commencer par cartographier précisément l'ensemble des flux bancaires. Cette cartographie doit reprendre les informations relatives aux banques, comptes bancaires,

« Pour les activités B2C, le transfert des contrats monétiques doit être regardé de près afin d'assurer aux opérationnels de pouvoir continuer à encaisser les clients après le *closing*. »

à la nature des flux qui transitent sur les comptes, au système utilisé pour faire transiter les flux (*web banking*, TMS), au format de fichier utilisé, ainsi que le protocole bancaire et les signataires. Pour les activités B2C, le transfert des contrats monétiques doit être regardé de près afin d'assurer aux opérationnels de pouvoir continuer à encaisser les clients après le *closing*. Il s'agit parfois de sujets très pratiques comme le remplacement des terminaux de paiement électronique (TPE). Cette cartographie est souvent chronophage et fastidieuse, mais elle constitue le socle pour identifier de futurs potentiels blocages dans l'opérabilité des paiements et des encaissements. A l'issue de cette phase, et si le calendrier le permet, il est opportun pour le trésorier de réaliser une rationalisation de la relation bancaire et de l'allocation des flux.

ASSURER LA LIQUIDITÉ DU GROUPE

Assurer la liquidité du groupe est l'un des grands mandats de la

fonction trésorerie. Un détournage fait partie des événements et situations qui peuvent générer des tensions sur la liquidité et ce, à deux niveaux. Tout d'abord, le nouveau groupe peut avoir un accès à la liquidité plus restreint, soit car il n'est plus alimenté par sa maison mère cédante, soit parce que son changement de statut nécessite une renégociation de sa dette, ou encore car ses conditions de financement se sont dégradées. Ensuite, il peut rencontrer de plus grandes difficultés à faire circuler la liquidité entre ses différentes filiales s'il ne bénéficie plus des mêmes facilités techniques dans la gestion du *cash pooling*. Face à cela, il est essentiel, le plus tôt possible, d'identifier les zones de risques sur la liquidité dans des entités qui pourraient avoir des besoins en lien avec des cycles longs, une forte saisonnalité ou qui feraient face à des échéances importantes. Le montant de trésorerie cible dont disposera la branche après le *closing*

« Il est essentiel, le plus tôt possible, d'identifier les zones de risques sur la liquidité dans des entités qui pourraient avoir des besoins en lien avec des cycles longs, une forte saisonnalité ou qui feraient face à des échéances importantes. »

doit être aussi pris en compte pour non seulement apprécier le risque de liquidité, mais également décider si de nouvelles lignes de financement devront être mises en place.

LANCER UNE REVUE JURIDIQUE

La sécurisation opérationnelle et financière n'est toutefois pas complète sans un socle juridique robuste. Dès six mois avant la date prévisionnelle du *carve-out*, il est donc judicieux de lancer la revue juridique. Lors de la revue des contrats, il s'agit premièrement de s'assurer que ces derniers pourront continuer à être opérants après la séparation, et deuxièmement de garantir que l'entité cédée aura une base documentaire exhaustive, juridiquement valide et adaptée à sa nouvelle autonomie. Pour assurer ces deux points :

- sur les financements : vérifier les clauses de changement de contrôle (souvent déclenchées automatiquement dans le cas d'un *carve-out*) ainsi que les obligations préalables à un transfert (consentement des prêteurs, KYC, mise à jour des pouvoirs, etc.). Dans le cas où l'entreprise est concernée, il convient également de vérifier la partie relative aux *covenants* en simulant les ratios post-séparation pour s'assurer que l'opération ne va pas générer une situation de « breach », par exemple en entraînant une dégradation du ratio de *gearing* ;
- sur les sûretés et garanties : après un état des lieux des garanties et sûretés actuelles, il convient d'identifier celles qui devront être levées, transférées ou remises en place. Sur ce dernier point, certains pays imposent des formalités qui peuvent être lourdes (notaires, délais légaux, etc.), ce qui implique donc de bien

anticiper pour ne pas créer d'indisponibilité le jour de bascule ;

- sur les couvertures : avant de prendre une décision sur le transfert ou un débouclage anticipé, il faut bien envisager l'ensemble des conséquences, qu'elles soient juridiques, économiques, relationnelles avec la contrepartie ou comptables. Les couvertures peuvent être reprises via une novation (NDLR : contrat qui a pour objet de substituer à une obligation, qu'elle éteint, une obligation nouvelle qu'elle crée) sous réserve d'un accord tripartite entre la contrepartie bancaire, l'ancien groupe et l'entité cédée. Si elles sont débouclées car non transférables, cela aura des conséquences en termes comptables en application de la norme IFRS 9. Afin de préparer le nouveau cadre documentaire, l'entité peut enfin commencer à négocier des ISDA ou FBF propres avant la date de bascule.

ANTICIPER LES ASPECTS RH

A ce stade, il convient également d'anticiper le sujet des hommes et des femmes qui sont et seront aux manettes des opérations de trésorerie : la dimension humaine du détournement ne doit pas être sous-estimée. Le plus tôt possible, il convient d'identifier les ressources clés et de savoir qui rejoindra la nouvelle entité, qui restera au sein du groupe cédant et, ainsi, quelles sont les fonctions qui devront être renforcées. La définition de cette organisation cible, qui permettra de sécuriser la continuité opérationnelle de l'entité cédée et de l'entité cédante, peut mettre en évidence des besoins de soutiens temporaires. Que cela soit des renforts internes, de l'assistance externe ou un appui via l'accord de services de transition (*Transition*

« La définition de l'organisation cible, qui permettra de sécuriser la continuité opérationnelle de l'entité cédée et de l'entité cédante, peut mettre en évidence des besoins de soutiens temporaires. »



Services Agreement, TSA), ils permettront d'absorber la charge de travail additionnelle liée au projet et d'assurer une prise d'autonomie fluide pour l'entité cédée.

Enfin, c'est aussi le moment de se pencher, justement, sur le TSA. Pour ce faire, la première étape consiste à identifier le périmètre et les fonctionnalités dont aura besoin le groupe lorsqu'il sera autonome, que cela soit en exploitation courante ou pour gérer d'éventuels sujets de transformations. Par exemple, s'il est envisagé de réorganiser et de rationaliser la relation bancaire,

des créations et suppressions de comptes bancaires dans le système seront nécessaires : il faudra donc anticiper la prise en compte de ces prestations. Une situation de changement est généralement le bon moment pour « challenger » des acquis, tant en termes de connectivité bancaire que de *workflow* de validation des paiements. Il y a là souvent par exemple des opportunités de rationalisation du nombre d'utilisateurs et de services facturés.

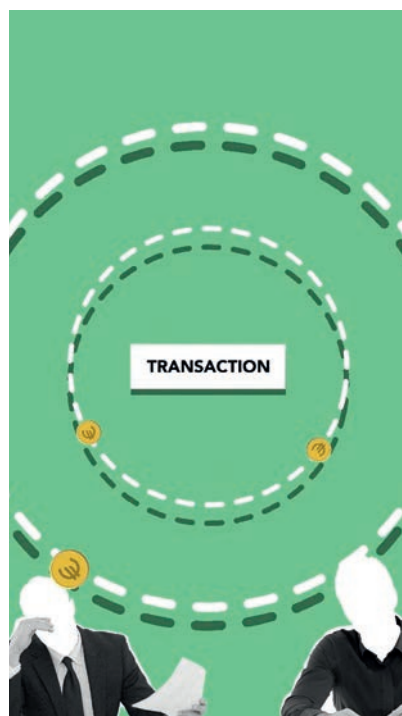
ENTRE J-3 MOIS ET J-1 MOIS : SÉCURISER LES MOYENS DE PAIEMENT, LA LIQUIDITÉ ET LE CADRE CONTRACTUEL

À mesure que la date de séparation approche, les travaux préparatoires entrent dans une phase plus opérationnelle, l'objectif n'est plus seulement de faire un état des lieux mais de sécuriser concrètement les process en vue du premier jour d'autonomie.

Concernant la structure bancaire et les pouvoirs, une fois la cartographie réalisée, il est temps d'anticiper les changements dans la liste des signataires. Pour chaque compte, il faut s'assurer qu'il restera dans l'entité cédée des signataires en nombre

« Des risques spécifiques en lien avec le *carve-out* doivent aussi être pris en compte dans le prévisionnel de trésorerie, qu'il s'agisse de la liquidité momentanément indisponible (*trapped cash*) ou des incertitudes afférentes au calendrier de la facturation de l'accord de services de transition. »

suffisant. Une fois la liste des signataires cible identifiée, il faut s'atteler rapidement à la tâche car, en fonction des juridictions, le changement ou la radiation de signataires peut être soumise à la production de documents spécifiques et entraîner de nombreux échanges avec les banques. Et dans le cas où l'organisation cible ne permettrait pas d'avoir le bon nombre de signataires ou de maintenir un niveau de sécurité suffisant dans le *process* de paiements, il peut être envisagé de les centraliser, momentanément ou de façon pérenne.



Cette période des 100 jours avant la date de *carve-out* est également le bon moment pour sécuriser les financements de court terme. Une fois les besoins de liquidité identifiés, le nouveau groupe doit en effet s'assurer qu'il pourra y faire face, que cela soit sous la forme d'un *bridge* de

« La période des 100 jours avant la date de *carve-out* est également le bon moment pour sécuriser les financements de court terme. »

financement, de lignes bilatérales ou de financement du BFR par de l'affacturage. Enfin, sur l'aspect de la circulation du *cash* entre les différentes entités du groupe, une nouvelle analyse des régimes locaux et la mise à jour de la convention de trésorerie permettront d'assurer qu'il n'y a pas de rupture dans l'accès à la liquidité intragroupe.

Toujours afin de gérer et d'anticiper les besoins en liquidité, le prévisionnel de trésorerie est l'un des outils clé puisqu'il va permettre d'assurer la pérennité et la robustesse du groupe dès son premier jour d'autonomie. S'il existe déjà, l'outil de prévision devra sûrement être revu pour prendre en compte les nouveaux éléments ayant des impacts *cash* ainsi que les éventuelles modifications dans les flux opérationnels (intragroupe et hors groupe). Des risques spécifiques en lien avec le *carve-out* doivent aussi être pris en compte dans le prévisionnel, qu'il s'agisse de la liquidité momentanément indisponible (*trapped cash*) ou des incertitudes afférentes au calendrier de la facturation du TSA. Dans ces cas précis, la mise en place de scénarios et de *stress-tests* est recommandée, à des fins de valider la solidité de la génération de *cash* du groupe devenu autonome et de pouvoir anticiper des éventuels arbitrages. De plus, le *carve-out*, à travers les

afte

Association Française
des Trésoriers d'Entreprise

LA VOIX DE LA TRÉSORERIE ET DU FINANCEMENT



CARTOGRAPHIE DIGITALE DES SOLUTIONS DE TRÉSORERIE

SIMPLE | RAPIDE | INTUITIF

Accédez à une base actualisée d'éditeurs.

Analysez la couverture fonctionnelle
et technique pour éclairer vos choix d'outils
de trésorerie.



afte.com 



tensions qu'il peut occasionner sur la liquidité, représente l'occasion idoine pour diffuser la *culture cash* au sein de l'organisation, en sensibilisant les directions opérationnelles sur le sujet. Les premiers leviers à actionner en la matière sont les plus basiques, comme les délais de règlement clients et fournisseurs, la mise en place d'un budget *cash* sur les Capex ou celle d'un suivi renforcé du BFR.

Enfin, sur la partie système, la négociation du TSA entre dans une phase de sécurisation sur la période allant de trois mois à un mois avant le *carve-out*. Le périmètre ayant été défini, le moment devient propice pour aborder le sujet non seulement de la durée du TSA, mais aussi celui de l'accord du niveau de service (*Service Level Agreement*, SLA), en envisageant des clauses de sortie progressives pour éviter un effet « mur ». Plus le contrat sera rédigé de façon claire et précise, mieux les choses se passeront après la bascule.

Dans la situation de clonage des systèmes d'information, une série de tests est nécessaire avant le *closing*, qui peuvent être planifiés un à deux mois en amont de l'échéance.

ENTRE J-1 MOIS ET J-1 SEMAINE : C'EST LE MOMENT DE TESTER ET DE VERROUILLER

Dans la dernière ligne droite, les dispositifs imaginés et implémentés au cours des mois précédents doivent être testés en conditions réelles.

La partie la plus importante à sécuriser est bien entendu celle relative aux flux de *cash*. Pour se faire, l'équipe doit réaliser un test à blanc (*dry-run*) et des tests de bout-en-bout



« Les *carve-out* constituent des opérations propices aux tentatives de fraude. »

sur les paiements, les encaissements et les circuits de validation. Ils devront être effectués *a minima* dans le mois précédant le *carve-out*, ce qui laissera ainsi le temps aux équipes de rectifier le paramétrage si des blocages apparaissent.

Enfin, les périodes de changement sont malheureusement propices aux tentatives de fraude. Pour s'en protéger, la première étape est de comprendre les scénarios-types de fraude dans un contexte de détournement. En effet, entre la multiplication des interlocuteurs, la pression temporelle et des procédures instables, tous les ingrédients sont réunis pour rendre une organisation plus

vulnérable à cette menace. C'est précisément dans cette phase que des contrôles compensatoires doivent être activés pour pallier ces faiblesses temporaires. Parmi les bonnes pratiques à mettre en œuvre, citons par exemple l'instauration d'une double validation systématique des paiements, la mise en place d'une restriction temporaire sur les changements de RIB hors circuit, celle d'une liste blanche (*whitelist*) sur les paiements et la désactivation immédiate de tous les accès système devenus obsoletés à la suite de la réorganisation.

En synthèse, le succès du *day one* réside dans le fait de rendre la transition la plus neutre et la plus silencieuse possible, ce qui est rendu possible par une préparation rigoureuse menée plusieurs mois en amont. Mais au-delà de la bascule, le principal défi des équipes de trésorerie réside dans la construction d'une fonction autonome : le *day one* n'est donc pas une fin en soi, mais la première brique de l'édifice. ■

> ORGANISATION

DANS LES COULISSES DE LA TRÉSORERIE DE... LEGRAND

Ce mois-ci, Ronan Marc nous ouvre les portes de la direction financement et trésorerie du Groupe Legrand, spécialiste mondial des infrastructures électriques et numériques du bâtiment ainsi que des centres de données, dont il assure également depuis 2020 la gestion des relations investisseurs.

C'est depuis Singapour que le Groupe Legrand tiendra, le 29 septembre prochain, sa nouvelle Journée Investisseurs. Intervenant deux ans après la précédente édition, organisée à Londres, ce *Capital Markets Day* sera l'occasion pour le spécialiste mondial des infrastructures électriques et numériques du bâtiment ainsi que des centres de données de réaliser un point d'étape sur sa feuille de route stratégique à horizon 2030, avec un focus particulier sur ses projets dans le domaine des *datacenters*. Un rendez-vous clé auquel participera notamment Ronan Marc. Directeur trésorerie et financement de la société membre du CAC 40, ce dernier en gère également les relations avec les investisseurs. « *Legrand se finançant régulièrement et quasi exclusivement sur les marchés, le fait de réunir ces différentes casquettes contribue à assurer une parfaite cohérence dans les messages communiqués aux investisseurs. Les synergies sont réelles* », insiste-t-il.

UNE ÉQUIPE DE CINQ PERSONNES

Plus de la moitié de son agenda étant accaparée par ces problématiques de communication financière

« Le pool bancaire du groupe se compose de sept banques, françaises et internationales. »

et de rencontres avec les investisseurs actions et en dette, Ronan Marc est entouré, pour la partie trésorerie et financements, de quatre personnes pour mener à bien ses autres prérogatives, dont Frédéric Boudy. Responsable trésorerie et financement groupe, lui et son équipe gèrent, depuis Limoges, l'ensemble de la trésorerie du groupe et la couverture des risques financiers. « *Très peu de délégation est en effet donnée à nos quelque 90 directeurs financiers pays et au trésorier chargé de piloter la zone Amérique du Nord* », signale Ronan Marc. Dans ce cadre largement centralisé, les entités locales sont tout d'abord tenues de travailler, autant que faire se peut, avec des partenaires bancaires sélectionnés par le siège. « *Depuis 2011, nous travaillons avec un panel de six banques françaises et étrangères qui, sous l'effet du développement et de l'internationalisation croissante du groupe, a été complété l'an dernier par l'arrivée d'un septième établissement* », précise Ronan Marc, particulièrement soucieux de limiter le risque de contrepartie auquel est exposée l'entreprise. Compte tenu du rythme d'acquisitions extrêmement soutenu poursuivi par Legrand ces dernières années – plus d'une vingtaine d'opérations de croissance externe réalisées depuis début 2024 –, la mise en conformité des relations bancaires des nouvelles entités représente un chantier permanent pour la direction trésorerie et financement, « *qui est en charge*

« Alors que l'intégralité de la dette du groupe est aujourd'hui levée depuis la France, la direction trésorerie et financement songe à une évolution. »

du processus d'intégration, dit « d'ar-rimage » en interne, des cibles ».

La gestion des risques financiers est également orchestrée en centrale. En ce qui concerne le risque de change, l'organisation de Legrand lui permet de jouer à plein la carte de la couverture naturelle. « *Dans chaque pays ou zone géographique, le principe est que nous nous approvisionnons localement, que nous fabriquons localement et que nous vendons localement* », explique Ronan Marc. Pour les achats de matières premières libellés en dollars américains ou dans d'autres devises que celles des filiales, la mise en place de produits dérivés est rare. « *Il appartient aux directions locales d'intégrer l'effet de change dans leur base de coûts et, si nécessaire, d'augmenter les prix pour compenser une dépréciation de leur devise* », informe Ronan Marc. Des exemptions à cette règle peuvent toutefois s'appliquer dans le cas de projets importants, dans lesquels le prix des métaux représente une part très substantielle de la valeur des produits. En revanche, Legrand recourt à une politique de couverture plus systématique pour sa fourniture d'énergie, via la souscription de contrats d'achat d'électricité

« Dans près des trois-quarts des pays dans lesquels elle est présente, la société ne peut pas déployer de *cash pooling* ni mettre en place de conventions de trésorerie. »

(*Power Purchase Agreements*, PPA) auprès de fournisseurs. Sur le front des taux, le groupe affichait fin 2025 un endettement « fixé » à hauteur d'environ 90 %, une part relativement stable dans le temps. La souscription d'instruments de *hedging* y contribue certes en partie, mais cette situation résulte avant tout du recours privilégié de la société à des solutions de financement à taux fixe, en l'occurrence des emprunts obligataires indexés à des critères extra-financiers (*sustainability-linked bonds*) et, depuis 2025, des obligations convertibles de type *Océane* (obligations à option de conversion en actions nouvelles et/ou d'échange en actions existantes).

UNE DETTE NETTE EN AUGMENTATION

Dans ce domaine du financement, d'ailleurs, deux paramètres ont récemment amené le département à adapter sa stratégie. Pour financer l'accélération de sa croissance et de ses investissements, notamment dans le domaine des centres de données, Legrand a beaucoup emprunté dernièrement : entre 2022 et 2025, sa dette nette est ainsi passée de 2,3 milliards d'euros à 4,2 milliards d'euros, tandis que sa dette brute progressait sur la période de 4,7 milliards à 6,6 milliards d'euros. Or cette augmentation de l'endettement – qui n'a pas eu d'incidence sur la notation de crédit délivrée par l'agence S&P Global Ratings, à « A- » avec une perspective stable – est intervenue dans un contexte de relèvement

sensible des taux d'intérêt dans la zone euro. Dans une volonté de limiter autant que possible le renchérissement de la charge de la dette, Legrand, habitué à émettre à long terme, a dès lors (re)commencé à se financer sur des maturités plus courtes. C'est dans ce cadre qu'il a par exemple mis à contribution plus largement ses programmes de titres de créances négociables de court terme (NEU CP) et de moyen terme (NEU MTN). « Le fait d'arbitrer ainsi entre court et moyen-long termes contribue à amortir l'impact financier relatif à la sortie de l'ère des taux négatifs », résume Ronan Marc.

Ronan Marc

Depuis janvier 2020 : Directeur Relations Investisseurs, Financements, Trésorerie de Legrand

Sept.2018-décembre 2019 : Responsable projet ERP de Legrand Inde

Mai 2015-août 2018 : Directeur financier et en charge de la coordination M&A de Legrand Inde

Janvier 2011-avril 2015 : Directeur financier et responsable conformité de Legrand Russie et Communauté des Etats indépendants

Janvier 2009-décembre 2010 : Directeur financier de la division Systèmes commerciaux et Infrastructures de Legrand

Janvier 2006-décembre 2008 : Corporate Development Manager (M&A) de Legrand

Janvier 2003-décembre 2005 : Directeur du contrôle interne Groupe de Legrand

Mai 2000-décembre 2002 : auditeur interne au sein du Groupe Legrand

1997-mai 2000 : auditeur chez EY

Essec Business School (Master science in management), DECF

L'émission inaugurale d'une souche d'*Océane* s'est aussi inscrite dans cette logique, le coupon obtenu (1,5 %) étant plus de deux fois inférieur à celui qui aurait été figé pour un emprunt obligataire classique.

« Legrand recourt à une politique de couverture plus systématique pour sa fourniture d'énergie, via la souscription de contrats d'achat d'électricité (*Power Purchase Agreements*, PPA) auprès de fournisseurs. »

> ORGANISATION

« Les réflexions du moment autour de l'IA portent sur l'aspect documentaire des financements et des garanties et sur l'amélioration des prévisions de trésorerie. »

Ce changement d'approche devrait du reste s'accompagner d'un autre. Alors que l'intégralité de la dette du groupe est aujourd'hui levée depuis la France, la direction trésorerie et financement songe en effet à une évolution. La première raison est d'ordre fiscal. « Pour rappel, le plafond à la déduction des intérêts financiers correspond à une proportion de l'Ebitda généré en France. Or, dans la mesure où le marché hexagonal ne représente plus que 11 % de notre chiffre d'affaires, notre seuil de non-déductibilité tend à être rapidement atteint, d'autant plus à l'aune de l'accroissement de notre endettement », détaille Ronan Marc. S'y ajoute un second facteur. « Nous vivons désormais dans un environnement géopolitique toujours plus incertain et polarisé, au sein duquel un gouvernement peut parfaitement mettre en place, du jour au lendemain, des mesures restreignant la circulation des capitaux. Dans un tel contexte, il nous apparaît essentiel de nous interroger sur la pertinence de continuer à « loger tous nos œufs dans le même panier ». » Loin d'être à un stade préliminaire, cette réflexion a déjà débouché sur des actions concrètes, avec la mise en place de quelques financements d'acquisition directement au niveau de la filiale acquéreuse et dans la devise du pays. « Ce modus operandi peut, il est vrai, se révéler légèrement plus onéreux qu'un financement groupe, mais il fait sens en termes de risk management. »

INTÉRÊT POUR LES STABLECOINS

S'agissant de la trésorerie, la centralisation s'impose comme la règle, tant pour des questions de

sécurisation que d'optimisation du besoin en fonds de roulement des entités emprunteuses. Pour ce faire, Legrand s'appuie en priorité sur des *cash poolings* pays et régionaux. « Là où il n'est pas possible d'en déployer, nous mettons en place des conventions de trésorerie. Et quand cette solution n'est pas possible non plus, nous actionnons alors d'autres leviers, comme les remontées de dividendes, la réduction de capital, etc. » Illustrant la complexité juridique existante, ces alternatives doivent être mises en œuvre dans près des trois-quarts des pays dans lesquels Legrand est présent.

Face à ce constat, Ronan Marc et ses équipes s'intéressent de près aux opportunités que sont susceptibles d'offrir la *tokenisation* et les jetons stables (*stablecoins*). « Sur le papier, ces innovations sont censées rendre des transactions intercontinentales instantanées, quand plusieurs jours sont nécessaires via les canaux bancaires classiques, et ce pour des coûts d'exécution moindres », retient le responsable, qui estime cependant que leur déploiement à grande échelle ne semble pas imminent. En cause,



notamment, des marchés de *stablecoins* encore peu profonds et un manque de clarification juridique quant à leur utilisation dans de nombreux Etats. « Il existe encore beaucoup de zones grises », fait-il remarquer. D'ici à ce que ces obstacles soient levés, la direction trésorerie et financement de Legrand entend donc mobiliser ses ressources sur des sujets plus matures ou prioritaires, comme la lutte contre la fraude cyber et financière, l'accélération de la digitalisation des processus et l'intégration de l'intelligence artificielle dans ces derniers. ■

CHIFFRES CLÉS DU GROUPE LEGRAND

- Près de **9,5 milliards d'euros** de chiffre d'affaires en 2025
- **42,2 %** des revenus réalisés en Amérique du Nord et centrale, **38 %** en Europe et **19,8 %** dans le reste du monde
- Implantation dans **près de 90 pays**, présence commerciale dans **170 pays**
- Plus de **39 600** collaborateurs à l'international
- Capitalisation boursière d'environ **36 milliards d'euros** à fin août

➤ LA VIE DE LA COMMUNAUTÉ

LE DTF EN TEMPS DE CRISE N'EST PAS UN DTF COMME LES AUTRES

Alors que les pressions sur les trésoreries des entreprises vont croissant, les priorités des trésoriers concernés s'en trouvent redéfinies. Petit guide pratique des savoirs indispensables pour mener à bien cette bascule délicate.

Par Stéphane Nénez, associé, 8Advisory

Epreuve pour l'entreprise, la crise de liquidité est l'épreuve de vérité pour la fonction trésorerie. Peu de fonctions dirigeantes sont en effet autant mises à nu par la crise que celle de directeur de la trésorerie et des financements (DTF). Cette séquence ne modifie pas seulement les priorités du DTF. Elle redéfinit la nature même de son rôle, modifie ses relations avec ses interlocuteurs, chamboule ses objectifs, réduit ses marges de manœuvre et met en exergue les qualités personnelles qu'il doit mobiliser.

Entre le DTF qui pilote et optimise la liquidité d'une entreprise en environnement stable et celui qui la gère au bord du précipice, le travail n'est juste pas le même. L'un n'est pas mieux que l'autre. Ce sont deux métiers différents. Ce sont les mêmes outils, les mêmes *cut-off*, les mêmes interlocuteurs – mais un espace-temps, une intensité et des enjeux qui n'ont rien

« Piloter la liquidité d'une entreprise en crise suppose de disposer d'une vision exhaustive, consolidée et actualisée en temps réel de l'ensemble du *cash* et de ses ressources mobilisables. »

de commun. Il y a peu de formations au métier de la trésorerie. Il n'y en a pas pour la gestion de trésorerie de crise. Cet article reprend une liste – non exhaustive – des savoirs indispensables pour survivre dans un tel cadre.

SAVOIR D'OÙ ON PART

LA CARTOGRAPHIE EXHAUSTIVE DES ACTIFS, UN PRÉREQUIS ABSOLU

Piloter la liquidité d'une entreprise en crise suppose de disposer d'une vision exhaustive, consolidée et actualisée en temps réel de l'ensemble du *cash* et de ses ressources mobilisables (où, combien, dans quel *timing*). Cette cartographie – que tout DTF devrait maintenir en temps normal, mais qui n'est pas toujours aussi complète qu'on pourrait le souhaiter – devient vitale en cas de gestion de trésorerie de crise. Elle est le thermomètre du DTF, indispensable en cas de fièvre.

Elle inclut les positions de cash (par compte, par banque, par devise et par géographie), les lignes de crédit utilisables, les encours utilisés, les conditions de mobilisation des actifs en cas de besoin (en combien de temps, à quel coût, etc.). Elle doit différencier la trésorerie

par niveau de liquidité. En effet, dans le cas de groupes composés de filiales éparpillées dans différentes géographies, le *cash* libellé dans des devises exotiques et/ou domiciliées dans des pays dotés de mécanismes forts de contrôle des changes restera en local (*cash* trappé) et ne pourra pas être utilisé pour les besoins centraux. L'argent déposé en garantie (*cash collateral*) ne pourra pas être centralisé ni utilisé pour les besoins opérationnels. Cette photographie doit aussi faire l'inventaire des sûretés déjà accordées sur l'ensemble des financements en place. Dans le cadre d'une négociation avec les créanciers, la capacité du groupe à proposer des garanties additionnelles sera essentielle.

Le DTF doit également disposer de la photographie des leviers de liquidité additionnels activables à court terme (cessions de créances, optimisation de la circulation du *cash* au sein du groupe pour concentrer les disponibilités là où elles sont le plus nécessaires, négociation de délais de paiement avec les fournisseurs stratégiques, identification d'actifs cessibles à court terme, priorisation des paiements selon les urgences, etc.). Ces leviers actionnables doivent venir enrichir la prévision de trésorerie à 13 semaines.

➤ LA VIE DE LA COMMUNAUTÉ

SAVOIR OÙ ON VA

LA PRÉVISION DE TRÉSORERIE DEVIENT LE DOCUMENT DE RÉFÉRENCE

Le *cash forecast* à 13 semaines constitue, dans une situation de crise de liquidité, bien davantage qu'un outil de pilotage interne. Il devient le document central autour duquel se structurent les décisions du comité de direction, les négociations avec le *pool* bancaire, les échanges avec les conseils en restructuration et les communications aux instances de direction. Sa crédibilité ne se mesure plus à son exactitude au k€ près, mais à la robustesse de ses hypothèses, à la cohérence de ses scénarios et à la rigueur de sa mise à jour. L'horizon de 13 semaines doit donner la tendance. Les actions seront différentes si on fait face à une prévision de tension de 300k€ pendant quelques jours ou à une impasse de 20m€ pendant trois mois.

Le DTF est le garant de cette prévision de trésorerie à court terme. Celle-ci doit être précise sur les flux attendus, documentée dans ses hypothèses de manière à résister à une contradiction des autres acteurs du dossier, déclinée en plusieurs scénarios différenciés (de base, dégradé, stress) et actualisée en quasi-temps réel dès qu'une information nouvelle affecte la liquidité. Cette exigence de rigueur, de rapidité et de pédagogie – le *forecast* doit être lisible par tous les protagonistes de la restructuration (banquier, avocat d'affaires ou administrateur) qui ne sont pas des trésoriers – n'est pas toujours simple à atteindre. Ce *process* est rarement exercé dans des conditions normales. L'important n'est pas tant le chiffre en bas de la 13^{ème} colonne que de bien tenir compte des dernières nouveautés du dossier (réduction de ligne de financement,

difficultés d'un client important, arrêt de la couverture des assureurs crédit, appel de marges, etc.).

La mise à jour permanente du *forecast* impose par ailleurs une discipline dans le partage des informations des différentes fonctions de l'entreprise (encaissements clients, décaissements pour la paie, les charges sociales, la TVA, les remboursements d'emprunts, les *runs* de paiement fournisseurs, etc.). Le « 13 semaines » est la concentration d'informations détenues par l'ensemble des fonctions du groupe. Dans les groupes multi-filiales, la récupération et la consolidation des flux prévisionnels de trésorerie en temps réel peut être un défi supplémentaire (sources d'information disparates, impact des cours de changes pour le *cash* en devises, *cash* disponible vs *cash* trappé, *cash* comptable vs trésorerie...). L'efficacité de la circulation du *cash* peut aussi venir ralentir la disponibilité des liquidités, là où le groupe en a besoin, au quotidien.

Le DTF doit gérer une double pression : disposer des bonnes informations pour faire prendre les bonnes décisions par les dirigeants du groupe. Et renforcer en temps réel la qualité des processus de *reporting* de trésorerie, sans disposer du temps nécessaire pour le faire. Les défauts structurels de l'organisation de trésorerie, acceptables en temps normal, deviennent des handicaps aigus : un TMS sous-exploité, des codes budgets mal paramétrés, des comptes bancaires non intégralement connectés, des réconciliations bancaires en retard, des *reportings* longs à sortir, etc., font perdre un temps précieux. En situation de crise, l'important est de prendre les bonnes décisions basées sur les bonnes informations.

« La mise à jour permanente du *forecast* impose par ailleurs une discipline dans le partage des informations des différentes fonctions de l'entreprise (encaissements clients, décaissements pour la paie, les charges sociales, la TVA, les remboursements d'emprunts, les *runs* de paiement fournisseurs, etc.). »

Enfin, la prévision de trésorerie à 13 semaines doit permettre de visualiser en lecture directe les différents niveaux de retard du groupe (fournisseurs, social et fiscal, loyers, etc.). Ces retards sont utilisés dans le cadre de la gestion de crise et ils doivent surtout être pilotés. Le « 13 semaines » doit (i) indiquer la position de trésorerie pour le *business as usual* (avant activation des leviers), (ii) présenter les leviers activés et (iii) montrer la prévision de trésorerie après activation des leviers (notamment les retards).

SAVOIR AVEC QUI ON VOYAGE

LA RELATION BANCAIRE : PILOTER UNE DYNAMIQUE DE GROUPE SOUS TENSION

La gestion de la relation avec le *pool* bancaire est sans doute l'une des dimensions les plus complexes du rôle du DTF en crise. Et il n'existe aucune formation ni aucune préparation à ce rôle. En situation dégradée, le *cash* est rare et tout ce qui vient le dégrader rapproche le groupe du précipice. Chaque ligne de financement compte.

« La capacité à synthétiser une situation complexe en quelques minutes, à répondre à des questions pointues sans se laisser déstabiliser, à ne pas surpromettre dans un contexte d'incertitude est une qualité rare. »

La gestion des relations avec ses partenaires bancaires est essentielle et elle doit être fine. Les banques ne réagissent pas de manière uniforme. Le DTF doit composer avec celles qui sont significativement exposées et qui cherchent à réduire logiquement leurs engagements. Avec celles qui conditionnent leurs décisions à la qualité du plan présenté. La dynamique de groupe est rarement homogène, et c'est ce qui est le plus compliqué à percevoir et à gérer. La crédibilité du management, la transparence sur la situation et sur la stratégie mise en œuvre sont essentielles. Une spirale de méfiance est catastrophique et précipite souvent l'entreprise dans une situation encore plus difficile.

Le DTF est l'un des acteurs clés de la gestion de cette dynamique. Il communique les documents qui présentent la position de liquidité de l'entreprise, l'analyse des causes de la dégradation ou de l'amélioration, les leviers d'action mis en œuvre et le plan de sortie de crise envisagé. Il doit convaincre des interlocuteurs qui ont une lecture expérimentée des situations de difficulté et qui évalueront la qualité du management à travers la qualité de l'information présentée. Le DTF anime également les réunions de suivi avec les partenaires bancaires en veillant à maintenir un niveau de transparence suffisant pour préserver la confiance des prêteurs.

Cet équilibre – dire suffisamment, au bon moment, avec le bon niveau de détail – est un exercice délicat qui s'apprend rarement en dehors des situations de crise elles-mêmes

SAVOIR COMMUNIQUER EN SITUATION DE CRISE

UNE COMPÉTENCE
INDISPENSABLE,
ENSEIGNÉE NULLE PART ET
QUI S'ACQUIERT *IN SITU*

La communication est la compétence la plus sous-estimée dans la description habituelle du rôle de DTF. En contexte de crise, elle devient pourtant centrale – et s'exerce dans des registres très différents qui requièrent des ajustements constants.

Face aux instances de gouvernance (conseil d'administration, comités de surveillance, actionnaires), le DTF est amené à présenter la situation de liquidité de l'entreprise dans un format condensé, pédagogique et sans ambiguïté. Ces audiences ne sont pas composées de trésoriers et elles attendent une lecture claire de la situation, une évaluation honnête des risques et une présentation crédible des options. La capacité à synthétiser une situation complexe en quelques minutes, à répondre à des questions pointues sans se laisser déstabiliser, à ne pas surpromettre dans un contexte d'incertitude est une qualité rare. Elle s'acquiert rarement en dehors des situations de crise.

Face aux équipes de la restructuration – banquiers d'affaires, avocats, prêteurs –, le DTF est un interlocuteur technique de premier plan. Il donne le cap de ce qu'il est possible de faire et alerte quand la situation le nécessite. Il alimente les modèles de restructuration financière avec les

données de trésorerie prévisionnelle, valide les hypothèses de flux dans les différents scénarios de restructuration et assure la cohérence entre les projections financières du *business plan* et les besoins de liquidité opérationnelle quotidienne. Ce travail d'interface entre la vision stratégique de la restructuration et la réalité opérationnelle de la trésorerie est l'un des apports les plus distinctifs du DTF dans ces situations.

En interne, la communication du DTF auprès de ses propres équipes ne doit pas être négligée. Une équipe trésorerie soumise à une pression forte, à un surcroît de travail significatif, à des décisions prises dans l'urgence et à l'incertitude sur l'avenir de l'entreprise a besoin d'un management capable d'expliquer les priorités, de donner du sens à un rythme inhabituel et de maintenir la cohésion dans des conditions dégradées. Cette dimension managériale, que la crise amplifie considérablement, est une responsabilité directe du DTF – et l'une de celles pour lesquelles il est le moins préparé.

SAVOIR SE PRÉPARER À REBONDIR

GÉRER L'URGENCE TOUT EN
CONSTRUISANT LA SORTIE

Dans le stress de la gestion de la crise, la tentation est de se concentrer uniquement sur l'horizon immédiat, sur les paiements du lendemain, les tirages de la semaine, les échéances

« Cette double posture – opérateur de l'urgence et contributeur à la stratégie de sortie – est intellectuellement exigeante. »

➤ LA VIE DE LA COMMUNAUTÉ

du mois. Certains arbitrages peuvent faire pencher la balance vers des décisions privilégiant le *cash* à court terme plutôt que la gestion fine à moyen terme. C'est une tentation dont le DTF doit s'écarter.

Le DTF doit être capable de maintenir une réflexion sur les options qui permettront, prochainement, à l'entreprise de sortir du mode survie. Gérer la crise en protégeant la suite de la vie opérationnelle du groupe. Des relations positives doivent être maintenues avec les acteurs économiques (salariés, fournisseurs, clients, banque de flux, banque de financement, etc.), pour la vie d'après.

Ces questions peuvent être traitées par les conseils extérieurs. Mais le DTF est le mieux placé pour gérer au mieux la situation avec sa connaissance fine de la structure financière de l'entreprise, de ses contraintes contractuelles et de ses actifs disponibles. Son rôle est donc d'alimenter les réflexions stratégiques de l'équipe de crise avec une expertise opérationnelle, tout en continuant d'assurer le pilotage quotidien de la liquidité.

Cette double posture – opérateur de l'urgence et contributeur à la stratégie de sortie – est intellectuellement exigeante. Elle suppose une résistance au stress, une capacité à compartimenter, à maintenir une vision d'ensemble lorsque la pression du quotidien pousse à l'hyperfocalisation sur le court terme, et à résister à l'épuisement dans un contexte où les marges de repos sont souvent réduites.

SAVOIR QUELLES LEÇONS EN TIRER

CE QUE LA CRISE RÉVÈLE DES ORGANISATIONS ET DES HOMMES

Les crises de liquidité ont cette propriété particulière qu'elles rendent visibles, en très peu de temps, des

« La fonction trésorerie n'est pas très visible quand tout va bien. Elle est au centre de tout quand rien ne va plus. »

réalités que les environnements normaux permettent de dissimuler.

La qualité de l'organisation pour la gestion de la trésorerie est un facteur discriminant. Une connaissance exhaustive des lignes de crédit et des sûretés, des *reportings* de trésorerie robustes, réguliers et partagés aux dirigeants, des prévisions régulièrement testées en conditions de stress, une relation bancaire entretenue au-delà de la seule dimension commerciale, sont autant de points forts sur lesquels le groupe peut s'appuyer au moment de la bascule. À l'inverse, les angles morts s'imposent souvent brutalement. Des lignes de crédit dont l'utilisation n'a jamais été testée, le frein de managers locaux pour la remontée du *cash* peuvent accentuer encore les difficultés de la gestion de la crise.

La crise révèle les qualités des membres de l'équipe finance que les environnements normaux ne permettent pas d'identifier. La capacité à décider dans l'incertitude – avec des informations incomplètes, dans des délais contraints, avec des conséquences immédiates et irréversibles – distingue les profils qui ont une expérience de ces environnements complexes de ceux qui ont construit leur expertise dans des conditions plus stables et moins chahutées. La résistance à la pression, la capacité à maintenir la rigueur analytique lorsque tout pousse aux raccourcis et à l'approximation, et l'aptitude à travailler en mode collaboratif intense avec des interlocuteurs multiples aux intérêts parfois divergents sont des qualités que la crise met à l'épreuve.

Les DTF qui traversent ces épreuves et les gèrent bien en ressortent transformés. Ils ont exercé, parfois en quelques mois, un spectre de compétences – techniques, relationnelles, managériales, et de communication – que les environnements ordinaires n'auraient pas permis de développer avant des années.

LA CRISE SE GAGNE – OU SE PERD - AVANT QU'ELLE NE COMMENCE

Être DTF en environnement de crise est définitivement un métier différent. Pour ceux qui l'ont vécu dans toute son intensité, c'est aussi l'une des expériences les plus structurantes et les plus enrichissantes d'une carrière dans la finance.

La crise de liquidité ne demande pas au DTF d'en faire plus. Elle lui demande d'être autre chose : un décideur sous contrainte là où il était gestionnaire, un communicant sous pression là où il était technicien, un navigateur dans le brouillard là où il avait l'habitude de cartes claires. Cette séquence de crise oblige à prendre de la hauteur.

La fonction trésorerie n'est pas très visible quand tout va bien. Elle est au centre de tout quand rien ne va plus. C'est cette asymétrie radicale que les DTF qui ont traversé la crise comprennent dans leur chair – et les autres découvrent, souvent trop tard, qu'ils auraient dû anticiper. Dans cet environnement, le DTF est le maître des horloges. Il est au cœur du réacteur, là où se joue, au quotidien, la capacité de l'organisation à résister, à se stabiliser et à préparer le rebond.

Pour un DTF, la meilleure préparation à la gestion d'une crise de trésorerie reste encore... de ne jamais avoir à la traverser. Et la deuxième meilleure : de s'y être préparé... avant. ■

> ACTIVITÉS DE L'AFTE



DANS LES DÉLÉGATIONS

« Auvergne-Rhône-Alpes »

La délégation réunira les adhérents jeudi 24 septembre 2026 autour du thème de la couverture des matières premières.

« Bretagne-Normandie »

À l'occasion de la publication du cahier technique « Sécuriser la mise en place d'un TMS pour en faire un véritable levier de transformation de la fonction trésorerie », la délégation recevra, le mardi 15 septembre, Grégoire Huon, Associé chez BDO France, et Louis de la Tousche, Manager. Co-rédacteurs du document, ils viendront présenter les bonnes pratiques méthodologiques et les risques communément rencontrés sur des projets TMS. Le témoignage de deux trésoriers complètera l'intervention.



afte | Association Française
des Trésoriers d'Entreprise
LA VOIX DE LA TRÉSORERIE ET DU FINANCEMENT

**Fêtez les 50 ans de
l'AFTE ! Les festivités
se poursuivent en région**

Les prochaines dates :

Délégations

- Pays de la Loire,
le 11 septembre 2026
- Nouvelle-Aquitaine,
le 24 septembre 2026
- Côte d'Azur – Monaco,
le 1^{er} octobre 2026



DANS LES COMMISSIONS

« Entreprises de taille intermédiaire »

L'essentiel à connaître sur le **cash management** en Europe de l'Est

L'entrée de la Bulgarie dans la zone euro le 1^{er} janvier dernier et l'arrivée de la Serbie dans la zone SEPA en mai ont braqué les projecteurs sur le *cash management* en Europe de l'Est. Quelles sont les spécificités monétaires de cette zone, les habitudes bancaires, les grandes lignes à connaître en matière de centralisation de trésorerie ? Dominique Sigros, responsable international desk Europe Centrale & Orientale chez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, a répondu à ces questions dans une réunion organisée par la commission « ETI ».

Consultez l'article :



Réunion de rentrée

Venez rencontrer la commission ETI à l'occasion de la réunion qui se déroulera à l'OpenMind, mardi 29 septembre à Paris, autour du thème : Organisation du département trésorerie en ETI. L'AFTE s'est appuyée sur l'expertise du cabinet Forvis-Mazars et une enquête menée auprès des adhérents ETI de l'AFTE, dont les résultats seront restitués. L'événement sera suivi d'un cocktail pour favoriser les échanges entre adhérents.

« Financements »

Restructuration de dettes : quels sont les signaux à surveiller ?

En avril 2026, les défaillances d'entreprise ont dépassé la barre des 70 000 sur douze mois glissants, d'après les données publiées par la Banque de France. Il s'agit d'une première depuis la création de cette statistique, qui trouve désormais sa cause non plus dans les conséquences de la (seule) crise sanitaire, mais d'une succession de crises. Or lorsque les difficultés s'accumulent et conduisent à des situations critiques, le trésorier se retrouve souvent en première ligne. C'est à lui qu'incombe notamment le suivi de différents signaux, que la commission « Financements » s'est attelée à présenter. Elle a également mis en lumière les bonnes pratiques à mettre en place, comme sur les *covenants* ou la procédure juridique à solliciter.

Consultez l'article :



« Fiscalité »

Le lundi 21 septembre, la commission consacrera sa réunion de rentrée à la fiscalité en matière de *cash pooling*, avec un focus sur les prix de transfert, la documentation et la gestion des flux court terme et long terme.

> ACTIVITÉS DE L'AFTE

« Innovations et solutions numériques »

Quand la gestion des garanties se numérise

La gestion numérique du cycle de vie des garanties est un enjeu stratégique pour les organisations. Elle permet de retrouver, de suivre et de piloter en temps réel l'ensemble des garanties émises, quels que soient l'émetteur ou les zones géographiques concernées. La commission « Innovations et solutions numériques » a co-organisé une réunion avec la commission « Juridique » présentant les différentes formes de garanties et faisant intervenir la solution développée par Digital Vault Services (DVS). Pour réellement devenir holistique, cette dernière doit néanmoins poursuivre ses partenariats avec des logiciels afin d'intégrer l'ensemble des parties prenantes (entreprises et garants) de façon sécurisée.

Consultez l'article :



« Moyens de paiement » et « Innovations et solutions numériques »

Euro numérique, stablecoins, dépôts bancaires tokenisés : l'AFTE se montre attentive à l'évolution des moyens de paiement

Qu'il s'agisse des transactions de détail ou de gros, la numérisation semble être la tendance inéluctable en matière de paiement : le paiement par mobile est de plus en plus utilisé dans le premier cas (et pourrait prochainement être renforcé par l'essor de Wero et de l'euro

numérique), tandis que les innovations prenant place sur des registres distribués offrent la promesse de paiements de gros toujours plus efficaces. L'AFTE observe attentivement ces évolutions et souhaite mettre en avant les attentes des entreprises, tout en appelant à la vigilance sur certains points.

Consultez l'article :



« Placements »

Une plateforme numérique pour simplifier et sécuriser la gestion de vos placements de trésorerie

Malgré la numérisation des environnements ces dernières années, les procédures de placement des excédents de trésorerie restent souvent hétérogènes, et demeurent encore souvent largement manuelles. Des plateformes de distribution de fonds en architecture ouverte existent néanmoins afin de donner accès à une gamme élargie de fonds ainsi qu'à une homogénéisation des processus de souscription. La commission « Placements » a fait intervenir Fund Channel Liquidity pour une réunion sur le sujet.

Consultez l'article :



Voir aussi l'article p. 20 à 23 de cette édition de *la Lettre du Trésorier*

« Systèmes d'information »

Trois erreurs à éviter lors du déploiement d'un TMS

L'AFTE a publié en juillet son cahier technique intitulé « Sécuriser la mise en place d'un TMS pour en faire un véritable levier de transformation de la fonction trésorerie ». Au travers de 122 pages, onze chapitres, six fiches pratiques et de multiples retours d'expérience, ce document revient sur les différents aspects méthodologiques qui jalonnent la mise en place d'un système de gestion de trésorerie, de sa conception jusqu'au déploiement. A cette occasion, la commission « Systèmes d'information » a organisé une réunion avec les équipes de BDO France, qui ont co-rédigé le cahier, et dévoilé trois erreurs régulièrement rencontrées lors de la mise en œuvre d'un tel projet.

Consultez l'article :



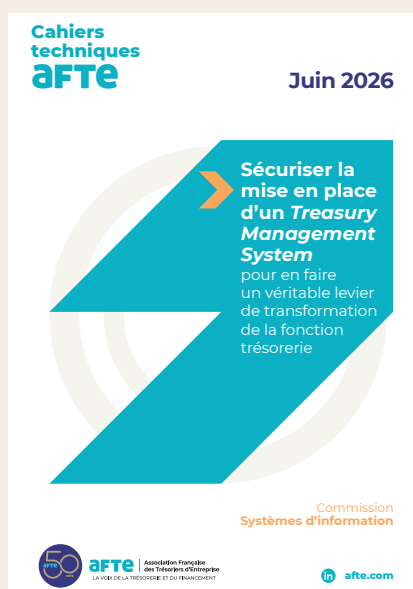
**Valérie Voisin et
Auguste Grignon Dumoulin**

Dernier cahier technique AFTE disponible en ligne pour les adhérents

« Sécuriser la mise en place d'un TMS pour en faire un véritable levier de transformation de la fonction trésorerie ». Pour l'élaboration de ce cahier technique, la commission "systèmes d'information" de l'AFTE s'est appuyée sur l'expertise méthodologique des équipes BDO Advisory et sur une enquête menée durant l'automne 2025 (entretiens menés avec des entreprises ayant mené ces projets, retours d'expérience partagés par des trésoriers).

En croisant ces regards, ce document propose une vision concrète et opérationnelle des projets TMS : identification des points de vigilance et partage des bonnes pratiques afin de sécuriser la mise en place d'un tel outil et d'en faire un véritable levier de transformation durable de la fonction trésorerie.

Téléchargez
le cahier technique





Avec TitanSolutions, gardez le cap face à vos risques financiers.

Des centaines de clients, répartis sur cinq continents, font confiance à TitanSolutions par 3V Finance, dans un environnement certifié ISO 27001.

Notre démarche RSE nous positionne parmi les 11 % des entreprises les mieux notées par EcoVadis à l'échelle mondiale, et parmi les 6 % en France.

Cette reconnaissance confirme la fiabilité de nos solutions et la solidité durable de nos performances.



Expertise is Capital

TitanSolutions, une marque de



3vfinance.com