

La lettre du Trésorier

Mensuel de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise

ENTRETIEN p. 8

Nadine Grevaz
Présidente
Association des
trésoriers d'entreprise
en Suisse romande



EDITORIAL p.3

**Printemps
économique sur
fond d'inquiétudes**

MÉTIER p.22

**L'Euro PP, souple
et dimensionné
pour les besoins
des entreprises**



DOSSIER p.11

**La location,
entre financement et service**

aFTE

N°324 Mai 2015

18 euros

Sommaire



La Lettre
du trésorier
N°324 / mai 2015

afte | Association Française des
Trésoriers d'Entreprise

Président
Philippe Messenger

Directeur de la publication
François d'Alverny

Rédacteur en chef
Arnaud Brunet
arnaud.brunet@afte.com

Comité de rédaction
Raffi Basmadjian
Véronique Blanc
Marc Espagnon
Paolo Falcone
Lionel Jouve
Vincent Le Bellac
Véronique Nassour
Hervé Postic
Brice Roche
François Schlumberger

Commission paritaire
N° CPPAP 0614 G 88142
ISSN n° 0757 - 0007
Dépôt légal : mai 2015 -
N° 0.1114
Impression : Imprimerie de
Champagne - 52200 Langres
Régie publicitaire : FFE
Isabelle de la Redonda
01 53 36 20 42
i.redonda@ffe.fr

AFTE
3 rue d'Edimbourg
75008 Paris
Tél : 01 42 81 53 98
Fax : 01 42 81 58 55
Adresse Internet : afte.com
E-Mail : afte@afte.com

ÉDITORIAL

PAGE 3 Printemps économique sur fond d'inquiétudes

SOMMAIRE

PAGE 5

UN POINT DE VUE SUR LES MARCHÉS

PAGE 7 L'Afrique un nouveau support ?

ENTRETIEN

PAGE 8 Nadine Grevaz
Présidente
Association des trésoriers d'entreprise en Suisse romande

DOSSIER PAGE 11

La location,
entre financement et service

IMÉTIER

PAGE 22 L'Euro PP, souple et dimensionné
pour les besoins des entreprises

ÉVÈNEMENT

PAGE 25 Un pays marqué au sceau de la verticalité

TAUX ET CHANGES

PAGE 26 Les chiffres et vos prévisions

LES ACTIVITÉS DE L'AFTE

PAGE 28

AGENDA

PAGE 30

La location, entre financement et service

Le leasing est dans l'air du temps, au moment où la détention en propre de l'outil de production n'est plus une évidence. Les arbitrages – crédit-bail ou location opérationnelle, acheter ou louer -, ne sont pas strictement d'ordre financier et impliquent plusieurs fonctions de l'entreprise.



Dossier réalisé par
Arnaud Brunet

Si l'on n'emploie plus comme sous le bon roi Henri IV « la bailler belle » pour dire « duper avec de belles promesses », le crédit-bail - qui n'est pas péjoratif - est, lui, toujours là après s'être imposé sans tapage mais sûrement dans le paysage du financement. Il est même très « tendance » à une époque où l'usage tend à primer la posses-

sion, où les entreprises industrielles s'enorgueillissent de fonctionner « sans usine » et où le paiement à la carte (*pay-per-use*) est devenu l'alpha et l'oméga de la consommation de masse.

Dans l'Europe de l'Atlantique à l'Oural, l'activité consistant à louer des biens de toute sorte à des en-

treprises, quelles que soient les modalités pour ce faire (avec ou sans possibilité d'acquérir le bien... : lire page 16) constitue une industrie considérable : quelque 1400 sociétés de leasing accordent de l'ordre de 250 milliards d'euros de nouveaux financements chaque année. Deux pays et un actif dominant de la tête et des épaules le marché

de la location d'équipements, le plus important : le Royaume-Uni et l'Allemagne d'une part, les véhicules de transport, voiture et utilitaires, d'autre part.

La France n'est pas absente de la distribution des prix dans ce domaine, à double titre. Par le nombre de ses sociétés de leasing de premier plan : Société générale et BNP Paribas figurent aux deux premières places d'un classement où cinq acteurs nationaux se classent dans les quinze premiers (lire le tableau ci-contre). Et par la place importante qu'y occupe le crédit-bail immobilier, le seul pays comparable à cet égard étant l'Italie. Avec environ 5 milliards d'euros d'encours par an, le crédit-bail représente de 30 % à 40 % du financement de l'immobilier non résidentiel dans l'Hexagone. Une poignée de gros acteurs, parmi lesquels BPCE et la Banque publique d'investissement, se dispute l'essentiel du marché.

S'il a encore de grosses marges de progression en France, le crédit-bail mobilier représente tout de même un montant d'investissement annuel de l'ordre de 10 milliards d'euros et finance bon an mal an un quart des achats de biens manufacturés. Une

Les grands du leasing en Europe	
	prod.(*)
Société générale Leasing Solutions (France)	11,9
BNP Paribas Leasing Solutions (France)	11,9
Volkswagen Leasing GmbH (Allemagne)	10,3
De Lage Landen International (Pays-Bas)	9,7
Unicredit Leasing (Italie)	8,8
Deutsche Leasing (Allemagne)	7,4
Nordea Finance (Suède)	5
LeasePlan Corporation (Pays-Bas)	4,4
Alphabet (Allemagne)	4,2
OJSC VEB Leasing (Russie)	4,1
Cr. agricole Leasing & Factoring (France)	4
CM CIC Bail (France)	3,5
Porsche Bank AG (Autriche)	3,1
DNB Finans (Norvège)	2,9
RCI Banque (France)	2,8

(*) nouveaux financements, en 2013, en milliards d'euros Périètre: Europe, Fédération de Russie y compris Source : Leaseurope

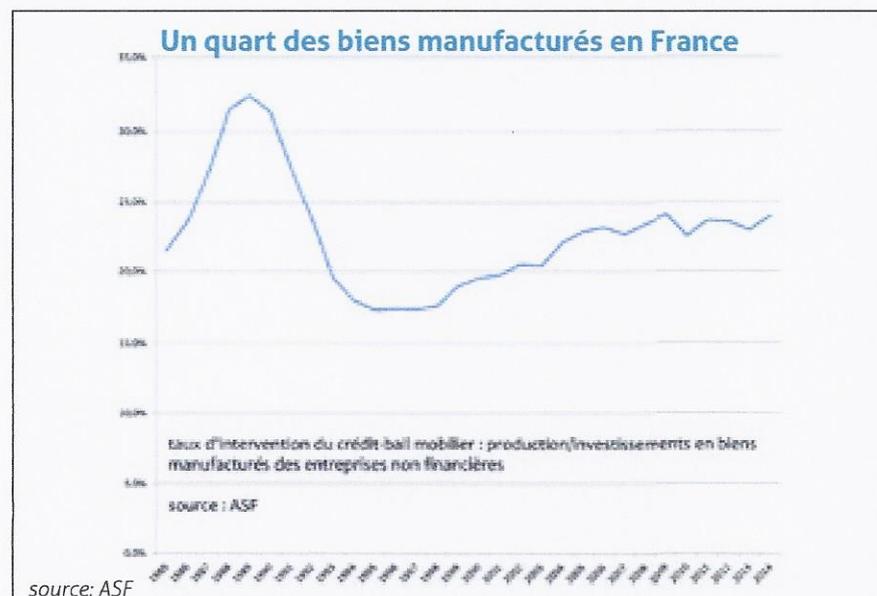
entreprise sur deux, par ailleurs, a recours au crédit-bail pour ses besoins en informatique (serveurs, ordinateurs, tablettes...). Les bailleurs sont nombreux en France – environ soixante-dix – et se livrent une concurrence « très âpre » selon le directeur

du financement d'une société du SBF 120 qui y voit l'occasion de réaliser de « bonnes affaires ».

Marges écrasées

Le principe même de la location, quelle que soit sa forme, recèle un atout non discutable : le fait de lisser dans le temps les flux de trésorerie attachés à la disposition d'un outil de travail. Autre attrait, les quotités financées sont généralement de 100 %, tandis qu'en présence d'un crédit classique, cette part s'étagé le plus souvent de 70 % à 90 %.

Par ailleurs, les marges appliquées au financement locatif sont écrasées, dans la mesure où le bien loué constitue une garantie efficace pour le bailleur. « Nous n'étions traditionnellement pas adeptes du crédit-bail, mais nous avons revu notre jugement, si bien que la moitié de nos investisse-



ments est aujourd'hui financée de la sorte. C'est moins cher qu'un crédit classique à moyen terme et moins lourd administrativement qu'avant », témoigne Christophe Bourjac, directeur de la trésorerie de Ponticelli, un groupe industriel qui réalise 800 millions d'euros de chiffre d'affaires. Cependant, l'écart de rémunération avec un crédit classique tend à diminuer, voire à s'annuler, en période de liquidités bancaires abondantes et de faibles taux de refinancement des établissements financiers, ce qui est le cas en ce moment.

En matière de crédit-bail immobilier, il faut aussi considérer le gain fiscal (crédit d'impôt) dû à l'amortissement accéléré du bien, cela alors même qu'il y a réintégration fiscale à la levée de l'option (on réintègre la différence entre le suramortissement et l'amortissement tel qu'il aurait été pratiqué si l'immeuble avait été détenu en propre). Cet avantage fiscal, qui tend à s'amenuiser quand l'inflation, et donc les taux d'intérêt, faiblissent, est de l'ordre de 15 à 20 points de base, estiment les professionnels du secteur. « Nous venons de refaire nos calculs, qui aboutissent à la conclusion que cet avantage fiscal demeure pertinent », confirme Olivier Cestre, le directeur administratif et fi-

nancier « immobilier » de Decathlon, un groupe qui a recours à ce mode de financement pour des actifs - principalement des magasins - d'une valeur supérieure à quelques millions d'euros.

Le crédit-bail immobilier n'est cependant pas la panacée, car ce que l'on peut faire aisément en tant que propriétaire (vente partielle, changement de locataire en toute confidentialité, travaux, extension...) l'est moins en tant que locataire et entraîne des coûts cachés (frais d'avocat et/ou notaire, traitement administratif...) qui ne peuvent être négligés.

Arbitrage multicritère

Il en va d'ailleurs ainsi pour toutes les formes de location, qu'il s'agisse de biens d'équipement ou d'immeubles : la décision d'y recourir ne relève pas de la seule approche financière, et concerne en outre, à des degrés variables, plusieurs départements de l'entreprise.

L'analyse financière elle-même ne se fait pas in abstracto, et les conclusions varient selon la structure d'endettement de l'entreprise, les conditions de marché (en particu-

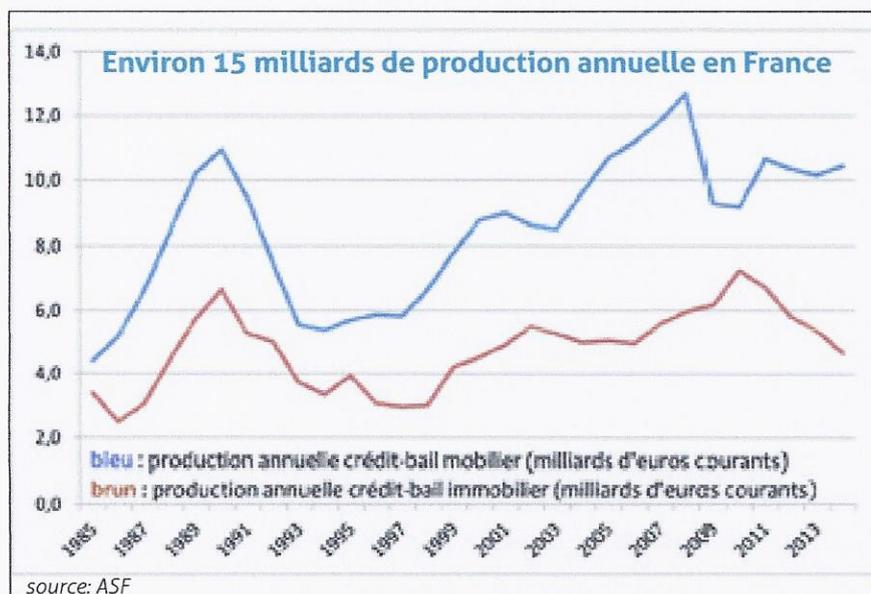
lier la forme de la courbe des taux d'intérêt), la variété et la qualité des prêteurs habituels ou encore la nature de l'actionnariat (un actionnaire privé ou familial peut par exemple privilégier la détention en propre d'actifs réputés sûrs - immobiliers entre autres - en sachant pertinemment qu'à moyen terme, une meilleure allocation des fonds propres serait possible).

Il tombe par exemple sous le sens que lorsqu'une maison mère a accès à des financements de marché peu onéreux, l'attrait de la location faiblit voire n'existe plus. C'est encore plus net dans les périodes de déflation où les liquidités excédentaires ne sont pas ou peu rémunérées. « Lorsque nous étudions les projets aujourd'hui, nous privilégions le paiement en cash plutôt que la location, car nous avons procédé à notre première émission obligataire l'année dernière », témoigne le trésorier d'une société d'ingénierie industrielle.

Il peut arriver que le recours au crédit-bail, peu consommateur de fonds propres réglementaires, constitue un moyen de maintenir de bonnes relations avec des banques gênées, entre autres, par un taux d'emprise déjà élevé. La location sans option d'achat, de son côté, permet de ne pas augmenter la dette, même si les agences de notation retraitent ces contrats (lire page 19). « Il y a quelques années, au moment où notre dette atteignait un pic, nous avons intensifié le recours à la location », explique le directeur du financement d'une entreprise du SBF 120 cotée mais non notée, peu dupe néanmoins de la portée de cet habillage de bilan.

Une forme d'externalisation

Dans les arbitrages entre location et autres formes de financement, les éléments pratiques pèsent de tout



Termes et comptabilité

Crédit-bail

Définition

Contrat de location d'un bien pour une durée déterminée et irrévocable, entre une entreprise (crédit-preneur) et une banque ou un établissement spécialisé (crédit-bailleur). Ce contrat est assorti d'une promesse unilatérale de vente (option d'achat) à son échéance. Code monétaire et financier : L.313-7

Intérêts

Financement total du bien ; souplesse dans la mise au point des contrats ; optimisation de la fiscalité (les durées des contrats, pendant lesquelles les entreprises déduisent fiscalement l'intégralité des loyers, sont généralement inférieures à celles de l'amortissement fiscal lorsque l'entreprise est propriétaire ; possibilité de majorer le ou les premiers loyers ou d'opter pour des loyers dégressifs)...

Etablissements

L'Association française des sociétés financières dénombre 71 établissements de crédit-bail mobilier et 40 établissements de crédit-bail immobilier

Opérations apparentées au crédit-bail

Location financière

Opération de location sans option d'achat, portant sur une période irrévocable, non soumise à la réglementation bancaire

Location-vente

Le locataire prend l'engagement ferme d'acheter le bien. Il s'agit de la combinaison d'une promesse de vente et d'une obligation d'achat

Cession de bail (*lease-back*)

Mode de financement par lequel une entreprise propriétaire d'un équipement ou d'un immeuble vend ce bien à une société de crédit-bail qui le lui reloue immédiatement dans le cadre d'un crédit-bail

Crédit-bail adossé ou crédit-bail fournisseur

L'entreprise devenue preneur après une cession de bail, sous-loue le matériel à ses clients utilisateurs.

Traitement dans les comptes consolidés

En normes IFRS, le contrat de location-financement a pour effet de transférer au preneur la quasi-totalité des risques et des avantages inhérents à la propriété, que la propriété soit ou non transférée à la fin du contrat.

Le classement d'un contrat en location-financement (bilan) ou en location simple (hors bilan) dépend de la réalité économique de la transaction plutôt que de la forme juridique du contrat.

Le transfert des risques et avantages liés à la propriété peut être appréhendé par une série de principes mentionnés dans la norme IAS 17 :

- le contrat transfère la propriété de l'actif au preneur au terme de la période de location ;
- le contrat donne au preneur l'option d'acheter l'actif à un prix qui devrait être suffisamment inférieur à sa juste valeur à la date de la levée d'option pour que, dès la conclusion du contrat, il soit raisonnablement certain que l'option sera levée ;
- la durée du contrat couvre la majeure partie de la durée de vie économique de l'actif même s'il n'y a pas transfert de propriété de l'actif ;
- à la date de conclusion du contrat, la valeur actualisée des paiements minimaux au titre de la location s'élève à la quasi-totalité de la juste valeur de l'actif loué ;
- les actifs loués sont de nature tellement spécifique que seul le preneur peut les utiliser sans que des modifications majeures ne leur soient apportées.

A défaut, les contrats de location qui ne transfèrent pas la quasi-totalité des risques et avantages liés à la propriété sont des contrats de location simple.

En normes françaises, pour l'Ordre des experts comptables, la location financement est un contrat ayant pour effet de transférer au preneur l'essentiel des avantages et risques inhérents à la propriété. L'avis n°29 mentionne quatre situations caractérisant la location financement.

Source : Banque de France – direction des entreprises

leur poids et sont spontanément mis en avant par les professionnels : cela va de la mise à disposition sur place du matériel et à son enlèvement et son recyclage (parfois obligatoire) à une facturation sur mesure (multisite...), en passant par le préfinancement... « Cette notion de prestation globale est appréciable », explique le directeur de la trésorerie d'une entreprise cotée, pour qui cette forme « d'externalisation » constitue la motivation principale du recours à la location. « C'est le rêve pour les acheteurs », s'enthousiasme de son côté un directeur des achats dans une entreprise parapétrolière.

Tout n'est cependant pas idyllique dans le monde enchanté des services. Les contrats, par exemple, demeurent denses, et parfois très complexes en matière de location – « L'opacité est entretenue par certains professionnels de ce type de financement, dont quelques-uns commencent toutefois à faire le pari de la transparence », constate Claude Muckensturm, le fondateur d'Evoluance Conseil, une société d'audit et de conseil spécialisée dans l'optimisation des frais généraux, notamment ceux liés à la location d'actifs. Dans la mesure où ces contrats de location sont complexes, ils sont susceptibles d'induire des coûts cachés : « Après plusieurs opérations d'annulation et de remplacement des contrats de location, de nombreux trésoriers ou directeurs financiers s'interrogent sur le coût global de ces locations », explique Claude Muckensturm.

Dans le domaine de la location, par ailleurs, le reporting peut s'avérer très contraignant, spécialement quand les montants en jeu sont élevés (gros matériel industriel, navire...).

On trouve par ailleurs des financiers d'entreprise très remontés à l'égard

Retraitement par les agences de notation

Les agences de notation financière retraitent les comptes des entreprises principalement dans deux domaines : les passifs sociaux et les contrats de location.

L'exercice, en ce qui concerne la location, consiste à faire comme si les actifs loués étaient réellement détenus. La dette est donc majorée de la valeur théorique des actifs alors que le résultat opérationnel est augmenté du montant des amortissements théoriques.

Standard and Poor's

L'agence a réaménagé sa méthode de retraitement en novembre 2013.

Sont prises en compte toutes les opérations de location opérationnelle, quels que soient les actifs concernés.

Le retraitement consiste à actualiser au taux de 7 % l'ensemble des engagements.

L'excédent brut d'exploitation et les *cash-flows* sont modifiés en conséquence, sur la base des deux derniers exercices, de façon à lisser les à-coups.

Moody's

La méthode de Moody's est fondée sur une approche sectorielle : pour une activité donnée, quelle est, en moyenne, la durée de vie économique de l'appareil de production ? Le retraitement consiste à appliquer un multiple sectoriel au loyer annuel global, ce multiple étant, en tout état de cause, compris entre 5 et 8. Le résultat ainsi obtenu est comparé à la valeur actuelle nette des engagements futurs.

Si la valeur actuelle nette des engagements futurs est supérieure, ce qui est le cas pour un peu plus de 10 % des émetteurs notés par l'agence, cette donnée est retenue pour le retraitement.

L'excédent brut d'exploitation et les *cash-flows* sont ajustés en conséquence.

Moody's a lancé le 15 avril une consultation portant sur un changement dans le retraitement des leases (*Proposed Updates to Standard Adjustments in the Analysis of Companies' Financial Statements*). Le projet prévoit de réduire le multiple appliqué au loyer annuel global dans une fourchette de 3 à 6, dans le but de mieux refléter la flexibilité que les leases procurent par rapport à l'achat des actifs. Avec ces multiples, la valeur actuelle nette des engagements futurs serait alors retenue comme ajustement dans environ la moitié des cas et le multiple s'appliquerait dans l'autre moitié.

Fitch Ratings

Les analystes de Fitch font l'hypothèse que l'outil de production d'une entreprise connaît une certaine stabilité et fondent leur méthode sur la nature de l'actif concerné.

Le retraitement consiste à appliquer au loyer annuel global un multiple maximum de 8 pour les actifs à amortissement lent (immobilier surtout), ce multiple pouvant être minoré pour les actifs à amortissement plus rapide.

Si la valeur nette présente des engagements futurs est supérieure, ce qui n'est le cas qu'exceptionnellement, constate l'agence, cette donnée est retenue.

Fitch se penche sur les cas où des actifs sont utilisés en contrepartie d'une redevance ou de royalties, mais ne retraite pas si les accords ne constituent pas une alternative à l'achat des actifs.

Scope Ratings

L'agence assimile le crédit-bail à une forme alternative de dette ou de financement hors-bilan, et ajuste donc le compte de résultats, le bilan et les flux de trésorerie afin de refléter la réalité économique du crédit-bail sur le risque de crédit des entreprises.

Ces ajustements sont fondés sur une analyse au cas par cas, et non sur l'application mécanique de critères rigides.

Les ajustements sont nécessaires à l'analyse de chaque entreprise et permettent en outre de mieux comparer les entreprises entre elles. Les contrats de location-exploitation ou de bail représentent une obligation future de paiement. Ils peuvent donc considérablement influencer la mesure de la profitabilité, du taux de couverture des coûts fixes ou du taux d'endettement.

Scope analyse le taux de couverture des coûts fixes selon le ratio ebitdar rapporté aux coûts fixes, plutôt qu'une mesure standard de la couverture d'intérêts comme l'ebitda rapporté aux intérêts et ajuste le bilan en augmentant la dette d'un montant qui reflète le crédit-bail. Le montant de l'ajustement correspond soit à un multiple du coût annuel des contrats de location, soit à la valeur actuelle nette des coûts futurs de ces contrats.

Dans les deux cas, le montant utilisé dépend des spécificités sectorielles, du type d'actifs loués et de leur durée de vie restante estimée d'après la durée du contrat.

Les institutionnels français financent le leasing

La société de gestion Acofi Gestion a procédé récemment au second *closing* de Predirec Leasing Stratégie, un fonds commun de titrisation (FCT) éligible aux fonds de prêt à l'économie lancé en juillet 2014, portant la levée de fonds à 220 millions d'euros. Predirec Leasing Stratégie est le fruit d'un partenariat avec ChetWode, une société spécialisée dans le financement d'équipements et plus particulièrement dans le leasing. Une société de location ad hoc a été créée en Irlande, de façon à pouvoir intervenir partout en Europe, qui achète les biens d'équipement qui seront loués (location avec obligation d'achat) en les finançant par des obligations garanties souscrites par le FCT.

Les biens en question sont dits « stratégiques », dans la mesure où ils sont indispensables à l'activité économique de l'entreprise.

Les montants des financements, en euro, qui seront accordés dans les dix-huit prochains mois à des entreprises de l'Union européenne ou suisses, s'étagent généralement de 5 à 25 millions, la durée des contrats étant comprise entre quatre et six ans.

La dernière levée de fonds a été réalisée auprès de treize investisseurs institutionnels, sociétés d'assurance vie et mutuelles, la plupart français.

Depuis la publication en décembre dernier du décret 2014-1530, les règles d'investissement (actifs admis en représentation des engagements réglementés) appliquées aux mutuelles et institutions de prévoyance ont été largement alignées sur celles auxquelles sont soumises les sociétés d'assurance.

du crédit-bail, soit que cette technique restreigne par trop leur liberté de manœuvre, soit que les filiales de banque spécialisées soient considérées comme des « *Etats dans l'Etat* », insoucieux de la relation bancaire d'ensemble.

A la fois mode de financement et service, la location est aussi une compétence partagée, entre les achats et/ou l'immobilier et/ou les services généraux et la trésorerie, entre la maison mère et les filiales. On peut donc imaginer toutes les configurations possibles, reflets du poids relatif de chacun des services, et noter, sans offenser personne, que rares sont les maisons mères capables de dire avec précision le nombre de contrats en cours dans le groupe. « *Nous avons eu à effectuer cet inventaire récemment à l'occasion de notre première notation : fastidieux !* », témoigne le responsable d'une trésorerie.

Bientôt tout au bilan

Les principales normes comptables établissent une distinction, par-delà

la forme du contrat, entre la location-financement et la location simple (lire page 16), la première donnant lieu à consolidation, l'autre pas, sachant que les prêteurs de tout type (et les agences de notation, qui le font systématiquement, lire p 19) se réservent la possibilité d'effectuer pour leur usage les retraitements de certains loyers en dette.

La grande affaire, en matière de comptabilité, réside dans la modi-

fication en cours, par l'*International Accounting Standards Board* (IASB), de la norme en vigueur, IAS 17, au nom de la convergence avec l'autre grand normalisateur comptable, le *Financial Accounting Standards Board*, et pour répondre à ce qui serait une demande des analystes financiers. Le projet, qui a déjà donné lieu à deux exposés-sondages (lire la *Lettre du trésorier* n°303 de juin 2013, page 21), est assez jusqu'au-boutiste. Il a provoqué beaucoup d'émotion, notamment en France, où il a fait « *la quasi-unanimité contre lui* », selon l'associé d'un grand cabinet d'audit de la place : en forçant un peu le trait, il s'agit de faire figurer au bilan à peu près tous les contrats de location de plus d'un an (en fait, les contrats dans lesquels une portion significative de l'objet loué est acquise ou consommée sur la période de location).

Adoptée en l'état - il semble que l'IASB fasse la sourde oreille aux critiques -, la nouvelle norme, dont les professionnels estiment qu'elle devrait entrer en vigueur au plus tôt en 2018, aurait des conséquences significatives sur les bilans. Cependant, pour l'heure, même les entreprises les plus concernées semblent se refuser à anticiper une évolution réglementaire qui n'est pas encore gravée dans le marbre.

