

# Le marché français des billets de trésorerie

*Créés en 1985, les billets de trésorerie, titres de créances négociables à court terme, s'affirment aujourd'hui, sur la place de Paris, comme un instrument financier de premier plan. Leur encours, désormais supérieur à 80 milliards d'euros, fait du marché français le principal marché domestique de billets de trésorerie (commercial paper) en Europe et le troisième au niveau mondial, derrière les marchés américains et japonais. La profondeur et la liquidité du marché français tiennent largement à son ouverture aux émetteurs et investisseurs non résidents, à la souplesse de sa réglementation, à son haut niveau de sécurité et de transparence ainsi qu'à l'efficacité des systèmes de règlement-livraison par lesquels transitent les billets de trésorerie.*

Christine-Marie SAHATDJIAN  
*Direction générale des Opérations*  
*Service des Intermédiaires et des Instruments des marchés*

## 1. L'importance du marché

Les billets de trésorerie connaissent depuis six ans un développement considérable, leur encours étant passé de 22 milliards d'euros au 31 décembre 1995 à plus de 80 milliards aujourd'hui (cf. graphique). En 1999, la conjonction de l'allègement des contraintes réglementaires, du lancement de la monnaie unique et des opérations de croissance externe avaient eu pour effet de faire progresser de 50 % l'encours global de ces titres. Tiré par l'arrivée de nouveaux émetteurs et la poursuite des opérations de croissance externe, le dynamisme du compartiment des billets de trésorerie s'est confirmé en 2000, tant au niveau des encours (+ 42 %) qu'à celui des émissions. Les volumes annuels d'émission ont continué à progresser de façon spectaculaire, passant de 432 milliards d'euros en 1999 à 699 milliards en 2000, soit une progression annuelle de 62 %.

Le marché français devance de ce fait très largement les autres marchés domestiques d'Europe dont les encours au 30 septembre 2000, selon la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>1</sup>, s'élevaient respectivement à 26,9 milliards d'euros pour le Royaume-Uni, 18,5 milliards pour la Suède et 13,8 milliards pour l'Allemagne.

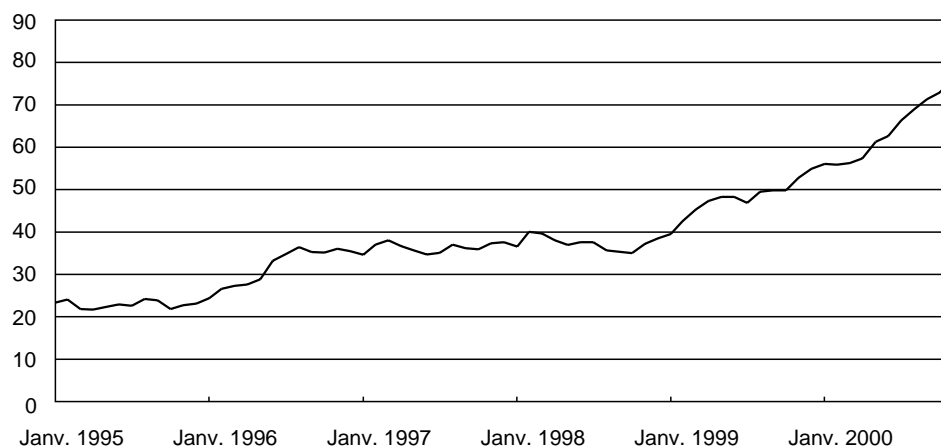
Le passage à la monnaie unique a été déterminant pour amener certaines entreprises à développer le billet de trésorerie comme instrument de financement privilégié, pour répondre aux besoins générés par l'ensemble de leurs activités sur la zone euro. De nouveaux émetteurs français et étrangers ont mis en place, en 2000, un programme de billets de trésorerie et, pour certains d'entre eux, installé conjointement une centrale de trésorerie à Paris.

La combinaison de la faculté d'émettre des titres à un jour et du traitement en temps réel des opérations en valeur-jour dans les systèmes de règlement-livraison a stimulé le recours au marché français des billets de trésorerie et renforcé son attrait auprès des grands émetteurs internationaux. Presque aussi aisé et flexible pour les responsables financiers que les facilités de découvert, l'accès à ce marché leur permet désormais de limiter le recours aux emprunts bancaires. Le billet de trésorerie est ainsi devenu un outil efficace de gestion centralisée (*cash-pooling*) permettant aux trésoriers d'entreprise de se financer ou de faire des placements auprès des meilleures signatures privées (*corporate*).

<sup>1</sup> Les statistiques fournies par la BRI concernant le papier commercial domestique recensent les billets de trésorerie émis par les entreprises et ceux émis par des institutions financières.

## Encours des billets de trésorerie

(toutes devises, en moyennes mensuelles, en milliards)



## 2. Les caractéristiques du marché

### 2.1. Un marché structuré et flexible

La refonte au début de l'année 1999 des principaux textes réglementaires relatifs aux titres de créances négociables s'est opérée autour de deux axes majeurs : la libéralisation des conditions d'émission et son ouverture européenne et internationale. Les nouvelles dispositions d'orientation libérale se sont avérées favorables au développement du marché français et à son positionnement concurrentiel. Elles ont principalement concerné la durée minimale des titres, leur rémunération, les conditions de rachat et de remboursement anticipé, l'élargissement des possibilités de placement et de négociation.

La durée minimale des titres a été réduite de dix jours à un jour, alors que la durée maximale reste fixée à un an — au-delà, l'émetteur peut recourir aux bons à moyen terme négociables (BMTN). Cette disposition, souhaitée par la profession et qui rencontre une véritable demande de la part des investisseurs pour lesquels elle offre une alternative au marché de la pension livrée, est utilisée par quelques émetteurs très présents sur les émissions à un jour. Ceci contribue à assurer la liquidité du marché par des volumes d'émission importants et récurrents. Il est significatif que les émissions à un jour, autorisées depuis 1999, aient crû de façon exponentielle : alors qu'elles ne représentaient que 2 % du volume global d'émissions en 1999, elles ont atteint 24 % des émissions réalisées en 2000.

Les conditions de rémunération ont été libéralisées. Il est ainsi possible d'émettre à taux fixe ou variable (en 2000, 32 % des billets de trésorerie émis ont une rémunération indexée sur l'Eonia ou ses déclinaisons), ou en fonction d'un indice de référence, sous la seule réserve d'une information de la Banque de France lorsque la rémunération varie en application d'une clause d'indexation ne portant pas sur un taux usuellement employé sur les marchés interbancaire, monétaire ou obligataire.

Les conditions de rachat des titres émis et de remboursement anticipé ont été complètement libéralisées sous réserve d'une information périodique de la Banque de France. Le rachat peut donner lieu à annulation des titres (remboursement anticipé). Les titres rachetés peuvent aussi être conservés par l'émetteur (*portage*) ou revendus sur le marché secondaire.

La négociation et le placement des billets de trésorerie sont ouverts à tous les prestataires de services d'investissement agréés dans l'Espace économique européen. Cette disposition de mise en conformité avec la loi de modernisation des activités financières a conféré une plus grande ouverture au marché, déjà accessible aux émetteurs non résidents qu'ils soient localisés au sein de la zone euro ou au-dehors. La part relative, en termes d'encours, des émetteurs non résidents, incluant les véhicules de titrisation, a doublé en deux ans, passant de 14 % à 28 % entre janvier 1999 et décembre 2000, tandis que celle des investisseurs non résidents triplait sur la même période, passant de 2 % à 7 %. En volume annuel d'émissions, la part relative des émetteurs non résidents est passée de 33 % en 1999 à 43 % en 2000. Le placement direct est très rare, la plupart des émetteurs ont recours aux services de plusieurs établissements placeurs, pour certains d'origine étrangère, susceptibles de varier au fur et à mesure du développement du programme.

## 2.2. Un marché sécurisé

L'existence d'une réglementation libérale est parfaitement compatible avec un haut niveau de sécurité et de transparence tel qu'attendu par les émetteurs et les investisseurs. Le marché des billets de trésorerie tire sa force du fait que, sans être un marché réglementé au sens de la directive européenne sur les services d'investissement et de la loi française qui l'a transposée, il fait l'objet d'une réglementation, d'une organisation et d'un contrôle efficaces.

La surveillance du marché des billets de trésorerie est assurée par la Banque de France et la Commission des opérations de bourse (COB). Ainsi, avant de pénétrer sur le marché, toute entreprise doit déposer un dossier de présentation financière auprès de la Banque de France, le dossier devant être visé préalablement par la COB si l'émetteur n'est pas noté. Ce dossier, qui fait l'objet d'une mise à jour annuelle, présente la situation juridique et financière de l'émetteur ainsi que le programme d'émission (plafond du programme, établissement domiciliaire, garantie éventuelle...). En outre, la Banque de France est chargée de prendre toutes les mesures nécessaires au bon fonctionnement du marché et veille au respect, par chaque émetteur, des conditions d'émissions prévues par les textes législatifs et réglementaires. En cas de manquement, elle peut suspendre ou interdire les émissions de l'émetteur concerné.

Participe également de la sécurité, dans un marché de titres dématérialisés depuis 1993, le rôle spécifique dévolu aux domiciliataires, en liaison avec les établissements teneurs de comptes, d'une part, et les dépositaires centraux, d'autre part.

Le domiciliataire, institution financière obligatoirement établie en France (établissements de crédit ou entreprises d'investissement agréés en France ou leurs succursales intervenant dans le cadre du passeport européen, Caisse des dépôts et consignations) joue un rôle essentiel dans le fonctionnement du marché : il est le teneur de compte de l'émission dont il assure le service financier (*issuing agent, paying agent*), il veille à la régularité des émissions et procède auprès de la Banque de France aux déclarations statistiques prévues

par la réglementation : évolution des encours quotidiens de titres émis, opérations de rachat et de remboursement anticipé. Le marché de la domiciliation est concentré, cinq établissements se partageant la domiciliation de la plupart des émissions. Il convient de noter que cette activité de tenue de compte relève de la réglementation et du contrôle du Conseil des marchés financiers.

Si la réglementation des titres de créances négociables impose aux émetteurs d'avoir recours à un domiciliataire, elle ne les contraint pas à faire gérer les titres dans les livres d'un dépositaire central. Lorsqu'un émetteur décide de faire tenir le compte de l'émission chez un dépositaire central, celui-ci est le garant du respect de l'égalité entre le nombre de titres émis et le nombre de titres inscrits dans ses livres. Dans le cas où l'émetteur ne souhaite pas avoir recours à un dépositaire central, son domiciliataire est alors le garant de l'égalité entre le nombre de titres émis et le nombre de titres inscrits dans ses livres.

À l'heure actuelle, plus de 90 % des billets de trésorerie sont gérés par Euroclear France.

Les billets de trésorerie présentant un degré élevé de qualité de signature (soit du fait d'une cotation favorable attribuée par la Banque de France, soit du fait du niveau de la notation obtenue auprès des agences de notation agréées) sont des actifs éligibles à l'ensemble des opérations de politique monétaire, notamment aux opérations principales de refinancement et peuvent être utilisés en garantie de crédits intra-journaliers dans l'ensemble de l'Eurosystème. Cette place dans le dispositif monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC) est un atout supplémentaire aux yeux des investisseurs, notamment des établissements de crédit, du fait du traitement prudentiel des actifs éligibles. En recourant à l'émission de billets de trésorerie, les entreprises peuvent bénéficier de conditions de financement plus avantageuses qu'un crédit bancaire classique, tandis que les banques, en privilégiant l'octroi de lignes de crédit à moyen terme, souvent non utilisées, en soutien d'un programme de billets de trésorerie, plutôt que la mise en œuvre d'un crédit direct, obtiennent un allègement conséquent de leurs contraintes prudentielles.

### 2.3. Un marché transparent

Corrélativement à sa mission de surveillance, la Banque de France assure la transparence du marché. Les émetteurs ont l'obligation de lui fournir, *via* leur domiciliataire (cf. *supra*), les caractéristiques de chaque émission et des informations sur l'encours quotidien des titres émis. Par ailleurs, ils lui rendent compte mensuellement des opérations de rachat de leurs propres titres et de façon hebdomadaire des remboursements anticipés.

En contrepartie de ces informations, la Banque de France procède régulièrement à la diffusion d'informations concernant le marché *via* ses publications hebdomadaires, mensuelles et trimestrielles sur les titres de créances négociables recensant des données individuelles et des données agrégées par type d'instrument (encours, émissions, durée, souscripteurs, taux...). Ces informations, largement diffusées dans diverses publications à périodicité hebdomadaire et mensuelle (*Situation hebdomadaire des titres de créances négociables* (TCN), *Cahier des titres de créances négociables*, *Bulletin de la Banque de France* et son *Supplément statistiques*) et sur des supports variés (y compris le site Internet de la Banque de France), permettent ainsi à tous les intervenants de disposer de renseignements fiables, exhaustifs et actualisés.

### 3. Les caractéristiques des titres et des programmes : situation en 2000

#### 3.1. Durée des émissions

La structure des émissions selon leur durée initiale s'est modifiée. Si la plage couvrant les durées de un à trois mois conserve sa prédominance (51 % des émissions), la part relative des émissions à très court terme s'est beaucoup accrue, pour les raisons précédemment exposées, et a atteint, en 2000, le tiers de la production.

#### 3.2. Rémunération

Les émissions à taux variables, autorisées depuis début 1999, se sont développées et ont représenté un tiers des émissions de l'année 2000, les deux tiers restants concernant des titres à taux fixes, tandis que la part des produits structurés restait insignifiante. Le recours au taux variable a principalement concerné les émissions à très court terme, puisque 92 % des émissions à taux variable étaient à moins de trois jours.

#### 3.3. Monnaies d'émission

Les billets de trésorerie sont émis pour plus de 99 % en euros. Quelques émetteurs ont eu recours, marginalement, à la livre sterling, au dollar des États-Unis, au yen et au franc suisse. Les émissions en francs français ont totalement disparu pendant l'année 2000, contrairement à ce qui a pu être constaté sur les deux autres compartiments, celui des certificats de dépôt et celui des BMTN.

#### 3.4. Notation des programmes

Bien que la notation soit facultative, la part relative des programmes notés sur l'ensemble des programmes tend à s'accroître. En effet, outre l'accueil plus favorable des investisseurs, les émetteurs disposant d'une notation sont dispensés d'obtenir un visa préalable auprès de la Commission des opérations de bourse et bénéficient d'une obligation d'information réduite. Notamment, ils n'ont pas à transmettre les rapports semestriels d'activité et les situations trimestrielles de trésorerie qui sont exigés des émetteurs non notés.

Ces facilités, conjuguées au développement général de la notation sur les marchés financiers et à l'ouverture européenne du marché français, expliquent la forte proportion d'émetteurs notés : les trois quarts des émetteurs, représentant 91 % de l'encours total au 31 décembre 2000, peuvent se prévaloir d'une notation.

En outre, il convient de souligner la qualité des intervenants sur le marché des billets de trésorerie. En effet, les émetteurs notés T1, A-1+, A-1, P-1, F-1+, F-1 par Fitch, Standard & Poor's ADEF, Standard&Poor's International et Moody's représentent les deux tiers des émetteurs et des encours notés, le dernier tiers se prévalant d'une notation T-2, A-2, F-2 ou P-2.

Le quart des émetteurs qui ne sont pas notés ne représente globalement que 9 % de l'encours. À l'évidence, le marché français ne s'est pas encore ouvert, comme aux États-Unis, aux signatures moyennes. Il en résulte une faible hiérarchisation des signatures dans les conditions d'émission.

## 4. Les acteurs du marché

### 4.1. Les émetteurs

Peuvent émettre des billets de trésorerie les entreprises, autres que les établissements de crédit, résidentes et non résidentes constituées sous forme de sociétés par actions (ou une forme équivalente pour les sociétés dont le siège social est situé à l'étranger) ayant plus de deux années d'existence et un capital social d'au moins 1,5 million de francs. En outre, d'autres entités sont également autorisées à émettre des billets de trésorerie (entreprises d'investissement, entreprises du secteur public, organisations internationales...).

Le marché français des billets de trésorerie est très concentré, avec 66 % de l'encours fin 2000 correspondant aux opérations de vingt-et-un émetteurs disposant d'un encours supérieur ou égal à 1 milliard d'euros. C'est un marché dynamique qui a accueilli cette année neuf nouveaux émetteurs résidents et non résidents. L'année 2001 devrait voir l'arrivée des collectivités locales et de leurs groupements (projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques).

Le marché français bénéficie de la présence d'un nombre important d'émetteurs — une centaine à ce jour — dont une proportion croissante de non-résidents. Ainsi, à la fin de l'année 2000, on comptait vingt émetteurs ayant leur siège social hors de France, leur part dans l'encours total atteignant 28 %. La présence, au premier rang des émetteurs en termes d'encours, d'un non résident, en l'occurrence l'américain General Electric Capital Corporation<sup>2</sup>, dont le plafond du programme d'émission a été porté début 2001 à 25 milliards d'euros, traduit, si besoin, l'internationalisation du marché français.

De surcroît, le marché tire profit du développement des montages de titrisation qui refinancent, *via* la création de véhicules<sup>3</sup>, l'achat d'actifs (créances bancaires ou commerciales, obligations...) par l'émission de titres courts. Ces opérations, montées par les plus grands établissements de crédit de la place de Paris et les cabinets juridiques, participent du dynamisme du marché en produisant des titres hautement sécurisés et de ce fait très bien notés. À titre d'exemple, on peut citer Indigo Funding, fonds commun composé de compartiments étanches (chaque actif acquis par Indigo Funding est isolé dans un compartiment et financé par une émission spécifique de titres de créances), qui a lancé en 2000 un troisième, puis un quatrième compartiment, dont l'un relatif à la titrisation des créances commerciales d'EDF. Ce véhicule est ainsi devenu la plus volumineuse des structures dédiées sur le marché français des billets de trésorerie, avec un plafond d'émission autorisé de 4,5 milliards d'euros. Fin décembre 2000, on recensait dix-neuf émetteurs titriseurs, dont quatorze non résidents, qui représentaient 16,5 % de l'encours global à cette date.

<sup>2</sup> Cet émetteur disposait d'un encours de 11,1 milliards d'euros au 31 décembre 2000. France Télécom occupait la deuxième place avec un encours de 4,5 milliards, suivi par LVMH.

<sup>3</sup> Ces véhicules sont fréquemment localisés à Jersey en raison des spécificités du droit local de la faillite.

## 4.2. Les investisseurs

Les souscripteurs de billets de trésorerie sont principalement les établissements de crédit (52 % des émissions en 2000), les OPCVM (21 %), les sociétés industrielles et commerciales (22 %). La part relative des investisseurs étrangers, si elle reste encore modeste, s'est néanmoins bien développée, passant entre 1999 et 2000 de 3 % à 7 % des encours en fin d'année.

Au titre des perspectives, la modification de la directive OPCVM devrait supprimer, pour ces investisseurs étrangers, les limitations pouvant résulter du fait que le marché des titres de créances négociables (TCN) n'est pas, en France, un marché réglementé. En effet, la prochaine directive OPCVM ouvre à ces organismes la possibilité d'investir sans limitation non seulement dans des actions et des obligations mais aussi dans les instruments du marché monétaire parmi lesquels les billets de trésorerie.

Par ailleurs, la poursuite des améliorations des opérations de livraison-règlement sur l'ensemble de l'Europe devrait développer l'intérêt des souscripteurs non résidents pour les titres à moins de trois jours.

Au total, le marché français des billets de trésorerie se présente comme un marché ouvert à l'international, moderne et sûr, disposant d'une réglementation et de mécanismes de fonctionnement adaptés aux besoins du marché. Placé sous le contrôle conjoint de la Banque de France et de la COB, il ressort, pour les émetteurs et les investisseurs non résidents qui y sont nouvellement arrivés, comme une référence du papier commercial européen. Premier marché domestique du *commercial paper* en Europe, il devrait poursuivre son développement, particulièrement dynamique depuis deux ans, à la faveur des prochaines modifications réglementaires européennes (directive OPCVM) et française — dispositions de la loi Nouvelles régulations économiques (NRE) ouvrant l'accès du marché aux collectivités locales.

### Les vingt premiers émetteurs du marché français des billets de trésorerie au 31 décembre 2000

Émetteurs	(en millions d'euros)	
	Encours	Programme
General Electric Capital Corporation	11 128	25 000
France Télécom	4 617	5 000
LVMH	3 475	4 000
PPR Finance	3 226	4 000
Antalis SA	3 022	4 183
Vivendi	2 742	4 500
Aventis	2 538	3 202
Axa	2 076	3 000
Morgan Stanley Dean Witter	2 023	4 574
Fiat France SA	1 898	2 200
Carrefour	1 875	3 500
Suez Lyonnaise des eaux Finance	1 566	2 000
Danone Finance	1 505	2 700
Indigo Funding Limited (Titriwatt)	1 473	2 000
L'Oréal	1 443	1 600
Volkswagen (Coordination Center)	1 317	2 500
Financière Agache	1 195	1 830
Air liquide	1 116	1 981
Sofira	1 086	1 300
Alstom	1 055	2 500