

La dette subordonnée contribue à la bonne gouvernance

Par François Meunier, président du Comité scientifique de la DFCG

Crise ou pas crise, tout n'est pas à jeter dans les innovations financières. Prenez les titres de dette subordonnée (ou titres juniors ou « mezzanine », c'est-à-dire une dette dont les porteurs viennent « après » les créanciers seniors ou chirographaires dans l'accès aux actifs de l'entreprise en cas de défaut). On soutient ici qu'ils renforcent considérablement la gouvernance de l'entreprise et peut-être aussi la stabilité financière de l'économie. Rien moins ! Voici pourquoi.

La séparation entre les investisseurs et le management des entreprises est un vieux dilemme du capitalisme, qui pose la question de la gouvernance : comment des investisseurs, actionnaires ou créanciers, le plus souvent dispersés, sont-ils sûrs que leurs intérêts patrimoniaux sont entre les mains d'un bon management ? Ceci a conduit depuis une vingtaine d'années à un considérable renfort des actionnaires dans le contrôle des entreprises : organes de représentation plus performants, meilleure transparence, meilleure surveillance... Les progrès sont tels que certains jugent à l'occasion de la crise financière que ces intérêts actionnaires sont désormais trop bien servis et focalisent exagérément l'entreprise sur la « valeur actionnariale ».

Ce progrès est loin d'être observé pour les créanciers, surtout les obligataires. Ils n'interviennent que très tard dans le processus qui conduit l'entreprise vers la faillite, trop tard le plus souvent pour sauver leur patrimoine.

Je vois comme raison principale le retrait, assez récent en Europe, un peu moins aux Etats-Unis, des banques du monde du crédit, ceci au profit des marchés financiers. Pourtant, les banques sont bien placées pour prendre les risques et faire valoir leurs intérêts en cas de difficulté. Elles obtiennent plus facilement l'information pertinente, dans le cadre d'une relation privée, confidentielle et continue. Par contre, leur intermédiation est coûteuse, ce qui pèse sur le coût du capital des entreprises. C'est pourquoi les marchés ont pris une place croissante dans le crédit, sur le modèle du financement des Etats qui est sorti depuis longtemps du territoire des banques. Cette tendance a cependant une conséquence fâcheuse, qui est d'avoir réduit, à l'échelle de l'économie, la qualité du dispositif de sélection et de surveillance des risques de crédit. Les marchés de dette sont encore loin d'égaliser les banques dans ce domaine, loin également de la maturité et de la qualité de l'infrastructure des marchés action. Le poids croissant des actionnaires signalé plus haut a pu peser sur le partage de la valeur au détriment des rendements obligataires, la valeur actionnariale ayant supplanté la « valeur obligatoriale ». Enfin et surtout, les investisseurs obligataires, fonds de pension, SICAV, compagnies d'assurance, etc., ne sont pas économiquement en mesure d'assurer professionnellement un contrôle de l'entreprise : leurs marges d'intérêt sont trop faibles pour autoriser des coûts élevés d'analyse et de suivi du risque. Pour cette

raison, gérer le crédit s'est fait de façon croissante sur le mode de la délégation, par l'intermédiaire des agences de notation, avec les graves limitations qu'on leur connaît.

Ce déficit d'analyse du crédit a contaminé les banques. Elles se sont à leur tour davantage reposées sur les marchés pour leur refinancement et pour la gestion de leurs risques, un facteur non négligeable on le sait dans la genèse de la crise financière. Dès leur naissance, leurs prêts sont cédés par différentes techniques, dont les dérivés de crédit et la titrisation « synthétique ». La facilité avec laquelle elles ont pu s'en décharger les a moins attachées à la bonne fin du risque.

Au total donc, la formidable explosion des marchés du crédit s'est faite au détriment des créanciers eux-mêmes, c'est-à-dire leur a donné un moindre poids dans la surveillance des entreprises. Le directeur financier sait bien pourtant qu'une bonne gestion résulte d'une tension bien réglée entre l'objectif de rentabilité qui motive les actionnaires, et celui de solvabilité ou de risque, qui concerne avant tout les créanciers.

Ce long détour pour dire que la dette subordonnée a de bonnes propriétés au regard des contraintes décrites : elle renforce le poids des créanciers. Comme il s'agit d'une dette beaucoup plus risquée que la dette senior, elle est bien davantage rémunérée, ce qui requiert et autorise tout à la fois des investisseurs plus professionnels, prêts à investir davantage de ressources dans l'information et la surveillance sur les risques. Et on les comprend ! Comme pour tout créancier, leur gain reste limité vers le haut, mais le potentiel de perte est plus grand que pour les prêteurs classiques. Par exemple, l'entreprise qui est endettée à hauteur de 100 M€ et connaît une chute de la valeur de ses actifs à 80 M€, est réputée insolvable. Lors du défaut (et en négligeant les coûts de faillite), les créanciers senior perdent proportionnellement 20% de leurs apports. Si l'entreprise structure sa dette sous forme de 80 de dette senior et 20 de dette subordonnée, les créanciers subordonnés perdent 100% de leurs apports, les obligataires senior rien.

La dette subordonnée fait ainsi apparaître une classe d'investisseurs qui a à la fois l'intérêt et les moyens de la surveillance de la solvabilité. En quelque sorte le troisième pied dans la gouvernance. Cela sert tous les créanciers. C'est un élément aussi de « discipline créatrice » pour le management. On retrouve la barrière de protection que formaient les banques dans la surveillance des entreprises.

Jusqu'à la crise financière, la dette subordonnée ne concernait que les entreprises, notamment lors des LBO, trop endettées pour être en mesure de lever une dette classique supplémentaire. Il s'agissait à mon sens d'un manque de maturité des marchés du crédit, dû largement à l'excès d'offre indiscriminée sur le marché du crédit propre à la bulle financière. Dans le monde post-crise, cet instrument a toute sa place comme mode standard de financement des entreprises.

Plusieurs pistes pour développer un tel marché. Du côté de la demande, on peut encourager l'investissement des assureurs dans ces produits. Les banques peuvent aussi développer des compétences pour ces produits plus complexes et rémunérateurs. Du côté de l'offre, il faut viser à une standardisation plus grande des produits,

élargissant leur diffusion à d'autres classes d'investisseurs. Le droit des faillites doit aussi reconnaître une place spécifique à ces prêteurs de second rang. Mais c'est du côté du secteur financier, banques et assurances, que les leviers sont les plus grands pour créer une dynamique de marché. C'est là que les instruments subordonnés ont leur utilité en donnant davantage de souplesse au bilan et en renforçant la surveillance des institutions financières, les superviseurs les rendant éligibles à la solvabilité de l'institution. Longue vie à la dette subordonnée.