

Le retour des groupements d'emprunt

Par Dominique Chesneau, vice-président du Comité scientifique de la DFCG

Problèmes de liquidité et marché secondaire de l'obligataire

Pour les dettes importantes et non souveraines, le constat est celui de l'abondance de la liquidité à investir ; les *spreads* pratiqués restent élevés. Il en est différemment des dettes d'un montant moyen ou faible.

Au cours des derniers mois, des montants très substantiels de dettes émises sur le marché primaire ont été échangés. La tendance actuelle reste à l'émission (des titres de la dette) et les investisseurs conservent – plutôt – le papier. Les professionnels de la place soulignent un phénomène inquiétant : alors que sur le marché de l'émission, les investisseurs sont « très demandeurs » des nouveaux papiers et les montants des émissions (FT, Lafarge...) sont élevés, on assiste en effet à un phénomène « d'empilement » des émissions faute d'un marché secondaire qui remplit normalement son rôle. Les investisseurs ont donc d'autant plus besoin de savoir estimer le risque de crédit à moyen terme des émetteurs « de second rang ».

Ainsi, les PME continuent à subir pour la plupart les revers du phénomène du « *fly to quality* » qui pousse le marché de l'obligataire à se refermer pour les *corporates* de taille moyenne.

Il convient donc de réfléchir à un support d'endettement pour les PME qui répondent au mieux aux points qui viennent d'être évoqués. L'activation du montage des groupements d'emprunts méritent réflexion.

Les « grands anciens » des marchés financiers se rappellent les noms tels que : GITT, GOBTP, GIMAT, GIAC... Ces acronymes représentent des groupements d'emprunt.

Les groupements d'emprunts

Un groupement professionnel d'emprunt est une société anonyme de droit commun dont les actionnaires adhérents bénéficiaires du produit de l'emprunt, étaient tous membres d'une même profession. Outre les formalités préalables habituelles, il convient de préciser :

- le pourcentage du produit levé réservé à chacun des adhérents, le solde qui n'est pas distribué aux membres du groupement, est conservé en réserve, à dessein, pour faire face à la défaillance de l'un des membres. Si le montant attendu des pertes est inférieur à la réserve et que la réserve est placée en triple AAA, il y a un gain sur le coût de l'emprunt. Pour le reste, il s'agit purement du jeu de liquidité recherché : les petits emprunteurs n'ont

pas accès au marché obligataire ; les regroupements l'ont. La nature de la garantie apportée par chacun d'eux à un autre ou aux autres (clause de cross-default), est précisée dans le contrat d'actionnaires bénéficiaires de l'emprunt

- Le taux de prêt aux adhérents qui peut varier de l'un à l'autre ou être commun à tous, si les actionnaires en ont décidé ainsi
- le mixage de risque de contrepartie avec des dispositifs d'abondement qui rendent attractif le papier. Il s'agit ici, à la fois, de conserver une cagnotte, en cas de défaut d'un actionnaire, dont l'importance conditionne le rating de l'emprunt.

De plus, dans le cas d'un emprunt géographique, des adhérents de « solidité différente » seront intégrés à l'opération afin de bénéficier d'un effet de foisonnement.

Trois types de produits de cette nature méritent d'être distingués : l'emprunt collectif dans un cadre professionnel, l'emprunt interprofessionnel et inter-entreprise, enfin l'emprunt regroupant des émetteurs issus de la même zone géographique ou régionale (financement d'infrastructures, de programmes écologiques, d'investissements spécifiques...)

La structure juridique des emprunts sectoriels, interprofessionnels et interentreprises et des emprunts géographiques, est la même que celle évoquée précédemment ; seuls varient les critères d'appartenance à ces groupements.

Pour mémoire, les groupements d'emprunts se sont arrêtés au cours des années 1990. La dernière émission de titres date de fin 1994 avec le GITT. Plusieurs éléments ont conduit à passer de mode ce type de produits. Le développement des marchés financiers ouvrant la voie à d'autres produits de financement « concurrents » des groupements d'emprunts en est en somme la « cause » première (exemple : la montée en puissance des OAT,). D'autre part, les groupements d'emprunts étant adossés à des mécanismes de garantie « légère », certains émetteurs ont fait défaut, ce qui n'a pas été sans conséquences sur leur arrêt ! Enfin, la désaffection des groupements d'emprunts a été sociologique : moins de solidarité via les fédérations professionnelles, problème du « franc-tireur » qui peut, à moment donné, emprunter moins cher que la moyenne de son secteur, précisément permis par l'ouverture des marchés financiers

Il conviendra donc nécessairement de modifier le cadre juridique existant et d'envisager le type de transversalité sectorielle ou géographique de ces groupements susceptible d'attirer les investisseurs. La DFCG pourrait envisager de se rapprocher par exemple, de la Chancellerie pour discuter de la nature juridique « idoine » des groupements d'emprunts.

Et maintenant ?

La DGTPE et la Banque de France, les gestionnaires d'actifs sont favorables à la relance de ces produits et quelques groupes de travail de Place travaillent sur l'actualisation du modus operandi.

La discrimination entre emprunteurs ou écarts entre taux de CDS (quand ils existent) que l'on rencontre depuis plusieurs mois, pourrait légitimement poser la question de savoir si cette mutualisation de financements et de risques ne jouerait pas au détriment des meilleurs risques,

Ce point est majeur, la titrisation nous manque...! Plus spécialement la bonne titrisation, celle dont les actifs sont traçables sans aucun doute, celle pour laquelle l'arrangeur bancaire conserve une part de l'émission en signe de confiance envers le produit proposé aux investisseurs. A ce titre, le groupement d'emprunt géographique représenterait un moindre risque que si les caractéristiques et les motivations de ce groupement étaient fondées sur des critères de filières (sous-traitance automobile...)

Last but not least, le nombre de participants au groupement devrait être faible afin que la volatilité forte sur les CDS et partant celle de chaque emprunteur, ne rende pas impossible l'évaluation du spread contre OAT sur le marché obligataire secondaire. Cette volatilité élevée pourrait tuer le produit dès sa naissance, mais si, comme la rappelait Georges PAUGET récemment (conférence à l'IEP), les banques vont devoir recruter ou former très rapidement des équipes d'analystes crédit en ne plus se reposer que sur les agences de notation.

La composition du tour de table de ces groupements devrait faire l'objet d'un test préalable dans le marché et d'un choix très spécifique. Les travaux préparatoires seront plus importants que ceux liés à un emprunt classique.

La DFCG a les moyens de participer à ces réflexions, de faire remonter de son tissu d'adhérents, les besoins et de tester les idées nouvelles avant de les mettre en œuvre.

En cette période où la percolation de la liquidité vers le tissu économique est plus difficile que le gouvernement ne l'avait anticipée, ces groupements d'emprunts devraient constituer une bouffée d'oxygène pour les entreprises moyennes et petites. A chacun de s'organiser... et de ne perdre personne en route !