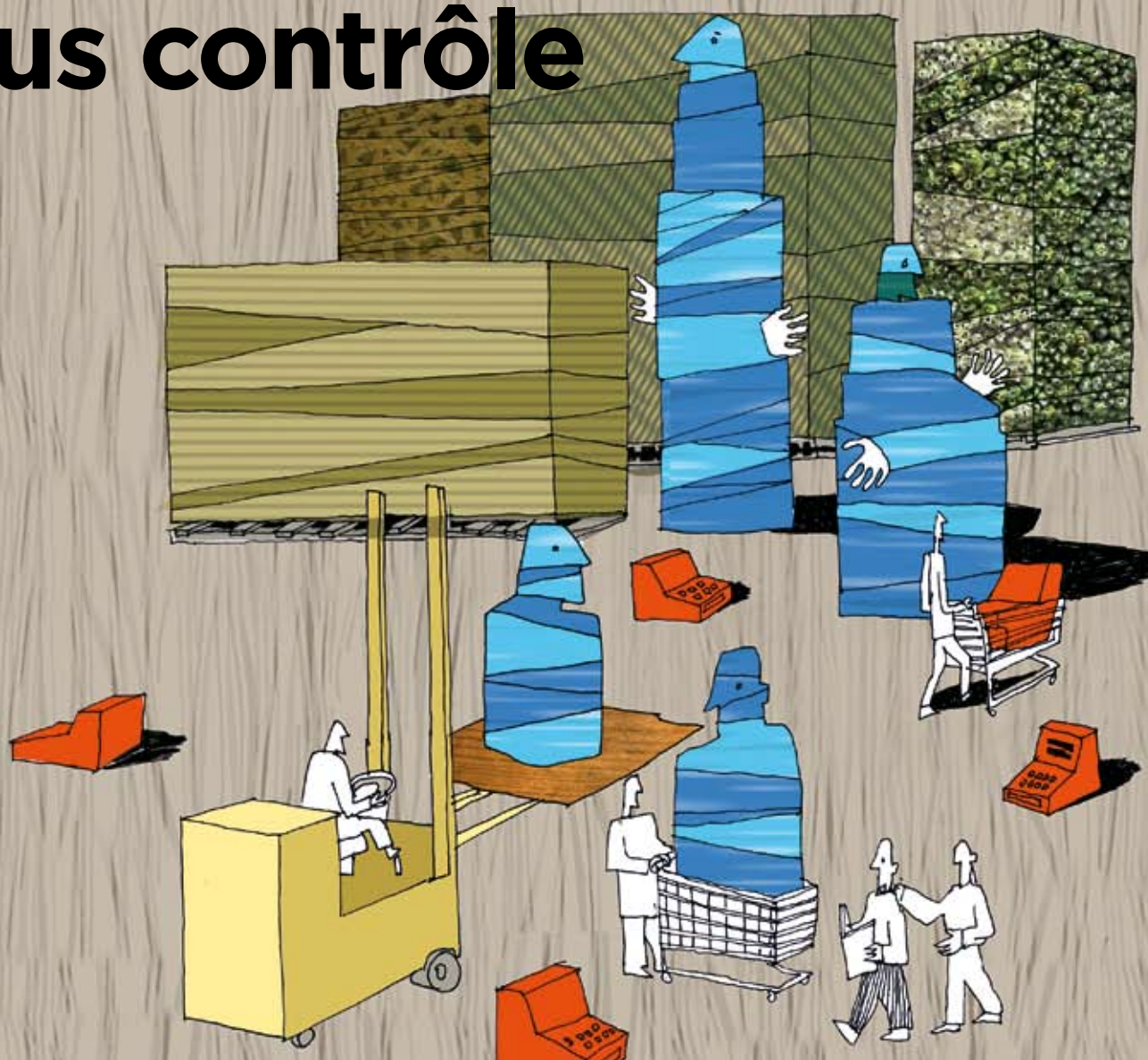


# échanges

La revue des dirigeants financiers

## Distribution La performance sous contrôle



### PORTRAIT

Franck Silvent, Compagnie des Alpes

p.8

### EXPERTISES

Êtes-vous vraiment prêt à négocier ?

p.12

L'Afrique, nouvel eldorado financier. Et si c'était vrai ?

p.26

### ACTUALITÉS DFCG

Entretien avec Armand Angeli,  
président du comité de pilotage de Financium 2008

p.60



par  
**Frank BOURNOIS**  
Professeur des universités en sciences de  
gestion, université Panthéon-Assas (Paris II)

**Dr. Michael LAMLA**  
senior vice president, Helaba  
Landesbank Hessen-Thüringen, Paris,  
chargé d'enseignement à l'université  
Panthéon-Assas (Paris II)

## FINANCEMENT ET TRÉSORERIE

**LE SCHULDSCHEIN, CERTIFICAT DE CRÉANCE ALLEMAND, CONNAÎT UN VÉRITABLE SUCCÈS OUTRE-RHIN ET COMMENCE À INTÉRESSER LES GRANDES ENTREPRISES FRANÇAISES. QUELS SONT LES CARACTÉRISTIQUES ET LES AVANTAGES DE CET INSTRUMENT ?**

# Un nouvel instrument financier allemand À la conquête des marchés

LES *SCHULDSCHHEINE* — généralement traduits par « certificats de créance » — connaissent un regain d'intérêt en tant que sources alternatives de financement pour les emprunteurs financiers et industriels allemands. Tandis que les marchés financiers, victimes d'une liquidité réduite durant des mois, montrent peu de signes de reprise ou à des coûts d'émission extrêmement élevés, les émissions de *Schuldscheine* atteignent en Allemagne un volume comparable à celui des émissions obligataires précédentes. Parallèlement, les grandes entreprises françaises — la plupart cotées au CAC 40 — commencent à découvrir le marché des *Schuldscheine*. Elles ont en effet émis, depuis avril 2008, un volume cumulé proche du milliard d'euros. Reste à convaincre les investisseurs français de s'engager sur ce produit de placement à liquidité certes moyenne, mais à rendement appréciable et sans risque majeur de fluctuation de valeur.

## CARACTÉRISTIQUES DE L'INSTRUMENT

En pratique, les emprunteurs signent un accord de prêt avec un intermédiaire (généralement une banque). Les *Schuldscheine*, forme hybride de financement entre le crédit et l'émission obligataire, sont ensuite placés auprès d'investisseurs

autres que les organismes collecteurs de fonds habituels. N'étant ni gérés au sein de portefeuilles obligataires ni séparément, ils constituent ainsi une alternative intéressante aux sources habituelles de financement. En revanche, l'intérêt principal pour l'investisseur réside dans la valorisation stable au bilan ainsi que dans un rendement élevé. Les *Schuldscheine* sont assimilables à des certificats de créance négociables comparables, d'une certaine manière, à des valeurs mobilières à revenu fixe ou variable. Le montant du prêt, la durée de validité, le remboursement, la résiliation, les garanties et les frais de financement font partie

## UN PRODUIT EXTRÊMEMENT FLEXIBLE

des caractéristiques générales associées aux certificats de créance. L'ordre de grandeur normal du montant d'un *Schuldschein* oscille entre 50 et 350 millions d'euros. Grâce à sa simplicité, les émissions peuvent être récurrentes dans des délais réduits. Selon les exigences du marché, la durée d'un *Schuldschein* peut normalement s'étendre sur une période de trois à sept ans et, à titre exceptionnel, il est même possible d'envisager une durée supérieure à sept ans. Les certificats de créance se négocient à des prix étroitement liés à ceux du marché et sont généralement remboursés au pair. Selon la loi allemande, ils ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières, mais matérialisent la créance du prêteur envers l'emprun-

teur et constituent ainsi des crédits au sens de l'article 488 du BGB (Code civil allemand). Le *Schuldschein* ne constitue lui-même qu'un certificat.

## AVANTAGES POUR L'ÉMETTEUR

**Diversification de la base d'investisseurs.** Consécutivement à la crise des *subprime*, les acteurs du marché ont subitement pris conscience de la nécessité d'élargir leurs sources de financement ainsi que de s'ouvrir à de nouveaux investisseurs, privilégiant une politique d'investissement *buy and hold*. Dédiés aux opérateurs de marché ainsi qu'aux professionnels du crédit, avec des volumes minimum d'un million d'euros, les *Schuldscheine* n'offrent pas d'ouverture grand public et excluent ainsi la présence d'acteurs non professionnels. Dans l'éventualité d'une cession du *Schuldschein*, l'émetteur est immédiatement informé par l'agent de la vente de ce dernier, conférant ainsi à cet instrument une grande transparence. En effet, l'émetteur peut ainsi connaître à tout moment qui sont les créanciers, contrairement aux autres produits obligataires.

**Coûts de financement.** Les coûts de financement se situent entre les taux du marché de crédit et les taux du marché des capitaux. En outre, ces coûts de financement sont actuellement bien inférieurs aux coûts d'une nouvelle émission obligataire en raison d'une comptabilisation plus avantageuse pour les investisseurs (pas de valorisation *marked* ■■■)

to market). Un autre avantage du *Schuldschein* réside dans le fait qu'il peut être remboursé par anticipation sans application de pénalité, pour autant qu'il soit émis à taux variable, conformément à la législation en vigueur<sup>1</sup>.

**Documentation simplifiée.** Le *Schuldschein* est un instrument de financement extrêmement flexible qui implique beaucoup moins de formalités que les valeurs mobilières émises conformément aux dispositions strictes du droit des titres. Au cours des années, il s'est instauré une documentation standard qui est aujourd'hui largement acceptée par la majorité des acteurs du marché. Seules certaines clauses comme *pari passu*<sup>2</sup>, *negative pledge*<sup>3</sup>, *cross default*<sup>4</sup> et *material adverse change*<sup>5</sup> y sont intégrées, permettant aux émetteurs d'afficher les mêmes caractéristiques que dans leur programme EMTN (BMTN)<sup>6</sup>. En général, les *Schuldscheine* ne sont couverts que par la solvabilité de l'emprunteur et ne requièrent pas d'apport de garanties supplémentaires. Enfin, la documentation re-

lative au *Schuldschein* peut comporter moins d'une dizaine de pages (et même être bilingue), ce qui constitue, comparativement à une documentation obligatoire d'une centaine de pages, un avantage indéniable en matière de gain de temps et de coûts.

**Aucune obligation de rating (notation de solvabilité).** Le fait que les émetteurs ne soient pas obligés d'obtenir un rating (notation de solvabilité) est particulièrement attractif. En revanche, les investisseurs doivent consacrer davantage de temps à l'analyse de la solvabilité de l'émetteur du *Schuldschein*.

**Délais d'émission.** Le délai classique d'une première émission de *Schuldschein* est de sept à huit semaines, toutes préparations incluses. Avec quatre semaines, le marketing constitue la phase principale dans le montage du *Schuldschein*, incluant une présentation éventuelle de l'émetteur. Pour l'émetteur, un tel processus peut être considérablement écourté si la banque, arrangeur du *Schuldschein*, sous-

crit l'émission. Le délai est également considérablement réduit pour les emprunteurs réguliers, dans l'éventualité où des investisseurs auront déjà mis en place des lignes de crédit appropriées.

**Prestation d'agent payeur.** La banque, arrangeur du *Schuldschein*, se charge à la demande de l'émetteur de tous les services afférents à la gestion des opérations entourant le *Schuldschein*. Elle informera l'émetteur et sollicitera son autorisation lors de cessions, effectuera le décompte des intérêts échus ainsi que le paiement des coupons et du montant de remboursement entre les créanciers. Grâce à la prestation d'agent payeur, la Helaba Landesbank Hessen-Thüringen<sup>7</sup> apporte à l'émetteur, à travers le *Schuldschein*, un instrument dont les caractéristiques se rapprochent fortement de celles d'une émission obligataire, mais à moindre coût.

## AVANTAGES POUR L'INVESTISSEUR

**Diversification des actifs.** Les investisseurs classiques sont le plus fréquemment les caisses d'épargne en Allemagne, qui cherchent à diversifier leur portefeuille de crédit à dimension généralement locale, investissant de manière récurrente des tranches comprises entre un et dix millions d'euros voire plus. Les quelque 450 caisses d'épargne allemandes détiennent une part de marché plus ou moins égale à 50 % auprès des PME et des particuliers. Une autre catégorie d'investisseurs est constituée de banques régionales et locales européennes, ayant le même objectif que les caisses d'épargne : la diversification de leur portefeuille régional. À un niveau moindre, il est possible d'inclure des investisseurs institutionnels comme les assureurs, les fonds de pensions ou de multiples organisations professionnelles. À titre d'exemple, l'Allemagne compte plus de 600 assurances et caisses de pensions.

**Valorisation au bilan.** Pour les investisseurs, il est essentiel de se demander s'il faut, et le cas échéant, de quelle manière, traiter les fluctuations de valeur des *Schuldscheine* au bilan. La stabilité de la valeur revêt une importance capitale pour les assurances, en raison du taux d'intérêt minimal légal garanti auprès des assurés, ainsi que pour les banques, du fait de leur objectif de résultat. Des

changements rapides ou inattendus dans la valorisation des actifs peuvent avoir des conséquences négatives pour l'investisseur, telles que la baisse du résultat et celle du cours de l'action de l'investisseur. Les *Schuldscheine* doivent en principe figurer au bilan dans la rubrique créances et être valorisés comme telles<sup>8</sup>. Compte tenu de l'absence d'évaluation boursière ou de marché lors de l'établissement du bilan, il convient alors de se référer aux dispositions du Code du commerce allemand, art.253-3 alinea 2, pour déterminer cette valeur. Seule une dégradation considérable de la solvabilité de l'emprunteur pendant la durée de validité du certificat de créance pourrait alors justifier une dépréciation et ainsi une déduction d'intérêts probablement durables.

Il est toutefois déterminant de savoir comment traiter dans le bilan les fluctuations de valeur des certificats de créance consécutivement à un changement général de marges, comme dans le cas de la crise des *subprime*. Conformément aux principes comptables des caisses d'épargne allemandes, une rémunération inférieure au marché ne peut en principe conduire à une dépréciation d'actif<sup>9</sup>. Le comité d'experts en assurances de l'Ordre des experts-comptables allemands s'est également prononcé dans ce sens, indiquant qu'une provision pour dépréciation n'est pas forcément nécessaire dans la mesure où l'on n'attend pas de situation de perte à la fin de la période de validité et où l'intention ainsi que les conditions objectives permettant de conserver le *Schuldschein* jusqu'à échéance sont maintenues<sup>10</sup>. Étant entendu que les *Schuldscheine* sont généralement acquis dans le cadre d'une stratégie d'investissements à long terme et non en vue d'en faire le trading, les fluctuations de valeur temporaires des certificats de créance ne sont normalement pas prises en considération durant leur période de validité, pour autant que la solvabilité de l'emprunteur d'un *Schuldschein* ne se soit sérieusement dégradée.

**Liquidité et rendement.** À l'instar des crédits classiques, les *Schuldscheine* peuvent concrètement être revendus sous forme de cession par le prêteur d'origine

sur les marchés secondaires. Néanmoins, selon l'évolution des marchés, les investisseurs institutionnels attendent des *Schuldscheine* un rendement légèrement supérieur à celui d'autres instruments comparables, car ceux-ci, par opposition aux émissions obligataires hypothécaires ou publiques, accusent une liquidité moindre. En revanche, grâce à la simplicité de la documentation et aux faibles frais d'émission, le coût total reste tout à fait compétitif pour l'émetteur par rapport à d'autres instruments.

### IMPORTANT ET DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ

Le marché étant un marché de placement privé, il n'existe pas de statistiques officielles relatives à l'émission des *Schuldscheine*, bien qu'il y ait quelques indicateurs évidents de leur croissance. Un indicateur de l'expansion du marché du *Schuldschein* est le volume des différentes transactions effectuées par les grandes entreprises, qui le considèrent comme un programme d'émission renouvelable

semblable aux bons à moyen terme négociables (BMTN). Jusqu'ici, la plus haute transaction a consisté en une émission allemande de 650 millions d'euros co-arrangée par la Helaba Landesbank Hessen-Thüringen en mars-avril 2007. Alors que les *Schuldscheine*

étaient peu connus de la communauté financière française jusqu'à l'année dernière, ils réalisent actuellement une poussée en entreprise parmi les émetteurs cotés à l'indice CAC 40. La Helaba Landesbank Hessen-Thüringen a introduit en avril 2008 le produit avec deux émissions de 200 millions d'euros et de 130 millions d'euros en faveur d'entreprises françaises. Par la suite, des émetteurs d'autres pays, notamment des entreprises industrielles suisses et des caisses d'épargne espagnoles, sont devenus des emprunteurs fréquents.

Grâce aux énormes avantages qu'ils apportent tant à leurs émetteurs qu'aux investisseurs, les *Schuldscheine* affichent une croissance significative. La part de marché de ce produit singulier et hybride

— se situant entre l'emprunt obligataire du point de vue de l'émetteur et le crédit du point de vue de l'investisseur — devrait s'imposer davantage dans le contexte de refinancement actuel. Ainsi, les premières grandes entreprises françaises se sont rendues en Allemagne pour séduire les investisseurs avec le *Schuldschein*. En outre, de par leur fonction d'instrument de financement, les *Schuldscheine* peuvent susciter l'intérêt des investisseurs français, notamment les banques régionales, les grandes entreprises et les fonds de pensions - comme instrument de placement. Étant acquis pour faire partie du portefeuille d'investissement et ne faisant l'objet d'aucune cotisation en Bourse, les *Schuldscheine* sont valorisés au bilan en fonction des coûts d'acquisition. De cette façon, ils ne sont pas soumis à la volatilité des marchés. Ainsi, les *Schuldscheine* sont aussi un produit de placement à liquidité moyenne, mais avec un rendement élevé et sans risque de fluctuation de valeur. ■

1. § 489 BGB : *Ordentliches Kündigungsrecht des Darlehensnehmers* (droit de résiliation propre de l'emprunteur).

2. Cette clause oblige l'entreprise à faire bénéficier le prêteur de toutes les garanties supplémentaires qu'elle sera amenée à donner lors de crédits futurs de même rang (source : [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)).

3. Clause de nantissement négative : cette clause limite la constitution de garantie de certains actifs au profit de tiers (source : *ibid.*).

4. Les engagements de « défaut croisé » indiquent que si la société rencontre des défauts avec un autre prêt, le prêt qui bénéficie de cette clause deviendra payable même s'il n'y a aucune infraction d'engagement ou défaut de paiement sur ce prêt.

5. Événement négatif majeur : cette clause permet aux banques de résilier le contrat dans le cas où un événement négatif majeur surviendrait (crise de liquidité...).

6. Les *Euro Medium Term Notes (EMTN)* correspondent à des bons à moyen terme négociables (BMTN) ; un instrument directement transposé du marché américain.

7. Banque de droit public répondant aux besoins variés des grandes entreprises en Allemagne et en Europe occidentale dans les domaines des financements structurés, des financements immobiliers et des marchés de capitaux.

8. Pour les banques, se référer aux dispositions du Code du commerce allemand art.340<sup>e</sup>-1, alinea 2 ; pour les assurances, les *Schuldscheine* doivent être valorisés conformément à l'art.341b du Code du commerce allemand d'après les dispositions applicables aux actifs non courants.

9. Manuel *Comptes et bilan de fin d'année dans les caisses d'épargne*, 13<sup>e</sup> édition, publication 18, page 3.

10. IDW RS VFA 2 vom 8. April 2002 (Ordre des experts-comptables allemands, publication du 8 avril 2002).