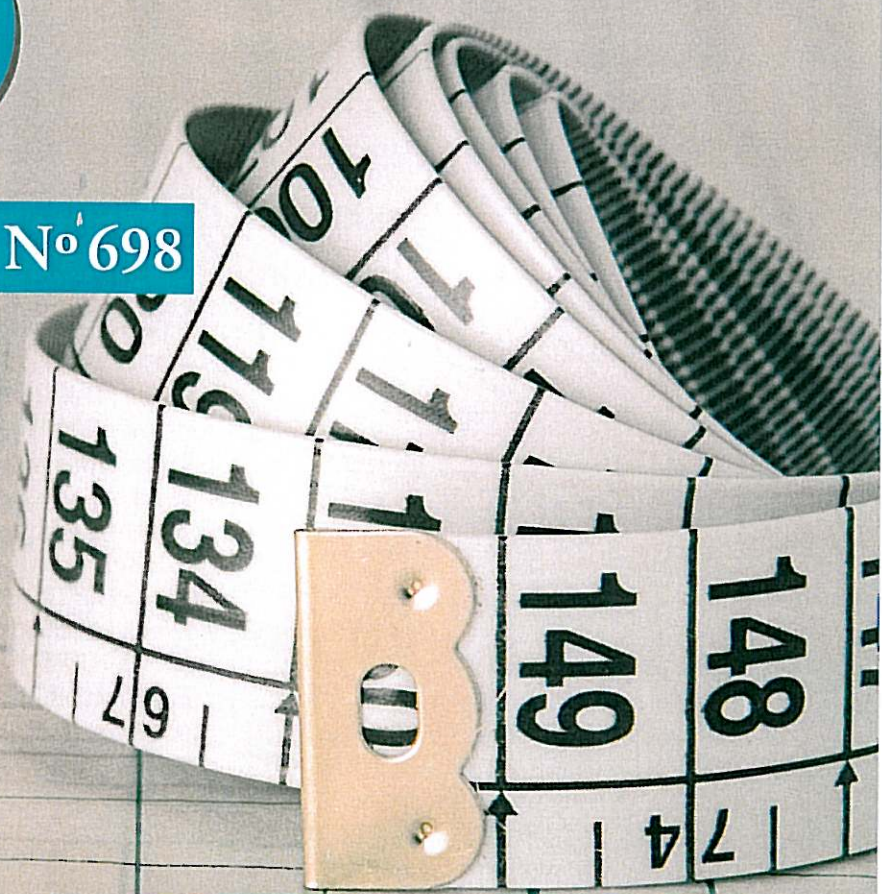


RB

REVUE BANQUE

N° 698



DOSSIER

MIF

Pages 26 à 47

Information, segmentation clients,
conseil... sur mesure



Quel impact sur l'activité de contrôle
de l'AMF ?

Bruno Gizard

Secrétaire général adjoint
Autorité des marchés financiers (AMF)

FINANCEMENT

Le "Schuldschein"
comme nouvel
instrument ?

Michael Lamla

**SOCIÉTÉS DE GESTION
DE PORTEFEUILLE**

Un triple problème
de gouvernance

Jean Moussavou

**DROIT DES MARCHÉS
FINANCIERS**

Vers un marché
transatlantique ?

Hubert de Vauplane

FINANCEMENT

LE SCHULDSCHEIN* COMME NOUVEL INSTRUMENT?



Michael Lamla

Vice-président
Helaba
Landesbank
Hessen-
Thüringen,
Paris

Dans l'attente d'une stabilisation des marchés de capitaux, de plus en plus d'entreprises affichent des difficultés à trouver des financements. Pour celles toutefois qui peuvent émettre encore des billets de trésorerie, les coûts d'émission ont considérablement augmenté. Existe-t-il alors une alternative ?

Prenant conscience des excès commis dans l'immobilier américain, investisseurs et banquiers se sont subitement demandés si tous les autres risques étaient bien appréciés. Les premiers ont alors réduit leurs investissements et les seconds, l'octroi de nouveaux crédits. Les marchés primaires se sont pour ainsi dire vidés de beaucoup d'intervenants et les investisseurs ont préféré conserver leurs liquidités.

ENTRE LE CRÉDIT ET L'ÉMISSION OBLIGATAIRE

Consécutivement à la crise du sub-prime 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, privilé-

giant une politique d'investissement buy and hold. Ainsi, de plus en plus d'entreprises découvrent les *Schuldscheine* – une sorte de placement privé habituellement utilisé non seulement par les émetteurs publics allemands, tels que le Bund ou les Länder, mais également par de grandes entreprises en complément de leurs programmes d'émissions obligataires.

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 pas gérés dans le cadre de portefeuilles obligataires ou séparément, ils constituent ainsi une alternative aux sources habituelles de financement. Les *Schuldscheine* sont assimilables à des certificats de créance négociables, comparables d'une certaine manière à des valeurs mobilières à revenu fixe ou variable. Ils se négocient à des prix étroitement liés à ceux du marché et sont généralement remboursés au pair. Légalement, selon la loi allemande, ils ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières mais matérialisent la créance du prêteur envers l'emprunteur et constituent de la sorte des crédits au sens de l'article 488 du BGB (Code civil allemand).

Le *Schuldschein* représente en lui-

même uniquement un certificat. 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. Le volume global des émissions s'élève en temps normal à plusieurs centaines de milliards d'euros.

DIVERSIFICATION DE LA BASE D'INVESTISSEURS

Les investisseurs classiques sont le plus fréquemment les caisses d'épargne, en Allemagne, qui cherchent à diversifier leur portefeuille de crédit très local, en achetant des tranches comprises entre 1 et 10 millions d'euros et plus, sachant que les 450 caisses d'épargne en Allemagne représentent une part de marché plus ou moins égale à 50 % auprès des PME et des particuliers. Une autre catégorie d'investisseurs est constituée par des banques régionales et locales en Europe ayant les mêmes attentes que les caisses d'épargne : diversification de leur portefeuille régional. À moindre niveau, il est possible d'inclure des investisseurs institutionnels comme des assureurs, des fonds de pensions ou de multiples organisations professionnelles. À titre d'illustration, l'Allemagne compte 641 assurances et caisses de pensions. Étant acquis pour faire partie du

* Certificat de créance.

portefeuille d'investissement et ne faisant pas l'objet de cotations 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. Toutefois, dans le cadre d'une gestion dynamique de portefeuille, il est recommandé de les valoriser *marked to market*.

LES AVANTAGES DU POINT DE VUE DE L'ÉMETTEUR

■ Documentation simplifiée

Contrairement aux émissions obligataires ou aux crédits syndiqués, la documentation des *Schuldscheine* est extrêmement simplifiée. 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* [1], *negative pledge* [2] ou des ratios financiers clés (de dette, de *cash-flow*, de couverture des frais financiers, d'investissement) – sont intégrées, ce qui permet aux émetteurs d'afficher les mêmes caractéristiques que dans leur programme EMTN (*Euro medium term notes*). Enfin, la documentation d'un *Schuldschein* peut s'effectuer sur moins d'une dizaine de pages (voire même être bilingue), ce qui constitue comparativement à une documentation obligataire d'une centaine de pages, un avantage indéniable en matière de gain de temps et de coûts.

■ Dette non garantie

Les *Schuldscheine* ne sont en général couverts que par la solvabilité de l'emprunteur et ne requièrent pas l'apport de garanties supplémentaires.

■ Transparence

Dans l'éventualité d'une cession du *Schuldschein*, l'émetteur est immédiatement informé par l'agent de la vente du *Schuldschein*, conférant

« Suite à la crise du 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*. »

ainsi à cet instrument une transparence appréciable. En effet, l'émetteur peut ainsi connaître à tout moment les créanciers, contrairement aux autres produits obligataires. En outre, il peut conditionner le transfert du *Schuldschein* à son assentiment et enrayer ainsi la concentration de pouvoir des prêteurs, avec l'inconvénient d'en réduire cependant la liquidité.

■ Flexibilité

L'ordre de grandeur normal pour le montant d'un *Schuldschein* varie entre 25 et 300 millions d'euros. Grâce à sa simplicité, les émissions peuvent être récurrentes dans les moindres délais.

■ Durée

Selon les exigences du marché, la durée d'émission du *Schuldschein* peut s'étendre sur une période de 3 à 10 ans et, de façon exceptionnelle, il peut même être possible d'envisager une durée supérieure à 10 ans. Un des avantages du *Schuldschein* réside dans le fait qu'il peut être remboursé par anticipation sans l'application de pénalité pour autant qu'il soit émis à taux variable, conformément à la législation en vigueur.

■ Discretion

Les émissions de *Schuldscheine* n'apparaissent généralement pas dans la presse spécialisée et ne sont pas relayées par les systèmes d'information électronique. Contrairement aux émissions obligataires publiques, cet instrument permet de "tester les marchés" sans pour autant alerter les marchés.

■ 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 montant de remboursement entre les créanciers.

Grâce à ce service d'agent-payeur, la banque 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.

LES INCONVÉNIENTS DU POINT DE VUE DE L'ÉMETTEUR

■ Pas d'orientation grand public

Dédiés aux opérateurs de marché ainsi qu'aux professionnels du crédit, avec des volumes minimaux de 1 million d'euros, les *Schuldscheine* ne présentent pas une orientation grand public et excluent ainsi la présence d'acteurs non professionnels.

■ Volumes limités

Ce type de placement s'adresse, en priorité, aux départements de crédit des banques régionales et européennes et à certaines compagnies d'assurances. Les adresses institutionnelles orientant directement leurs activités en fonction de la volatilité des marchés sont en général peu intéressées par ce produit, étant donné qu'il n'est pas coté et qu'il n'existe pas de *market making* garanti. Ainsi, les volumes supérieurs à 300 millions d'euros ne sont guère réalisables pour la majorité des émetteurs préférant une émission *benchmark*.

LES AVANTAGES DU POINT DE VUE DE L'INVESTISSEUR

■ Rendement élevé

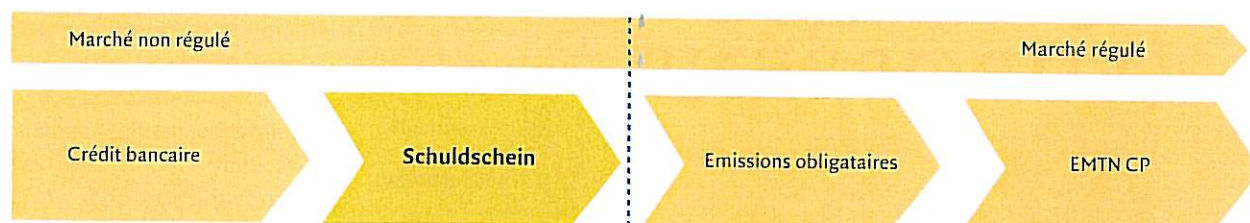
Selon l'évolution des marchés, les investisseurs institutionnels attendent des *Schuldscheine* un rendement légèrement supérieur à celui d'autres instruments comparables, car ceux-ci, par opposition aux émissions obligataires hypothécaires ou publiques, accusent une liquidité moindre. En revanche, grâce à la simplicité de la documentation et aux faibles frais

[1] *Pari passu* : 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 : Vernimmen.net).

[2] *Negative pledge* : cette clause limite la constitution de garantie de certains actifs au profit de tiers. (Source : Vernimmen.net).

QU'EST CE Q'UN "SCHULDSCHEIN" ?

Un produit hybride

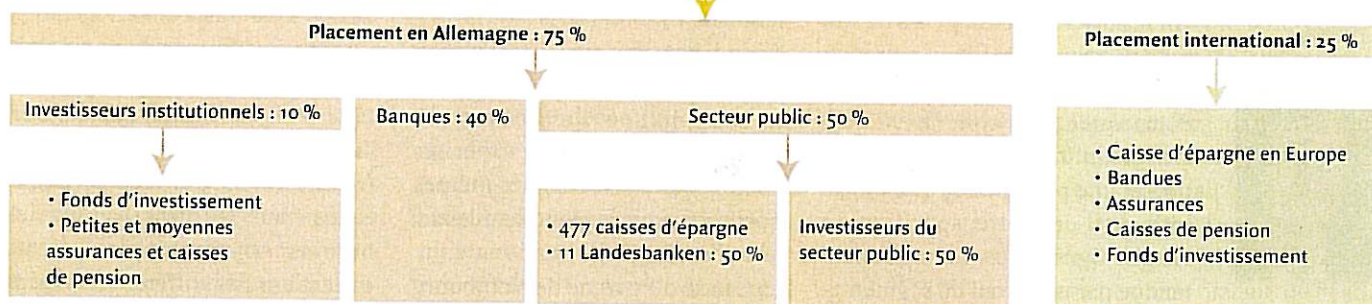


Sa structure

	Crédit syndiqué	Schuldschein	Obligation
Échéances	1-10 ans	3-10 ans	3-30 ans
Condition nécessaire de rating	non	non	oui
Spread	marché de crédit	marché de crédit/capitaux	marché de capitaux
Flexibilité de structuration	élevée	moyenne	élevée
Complexité de documentation	moyenne	basse	élevée
Diversification de la base d'investisseurs	moyenne	élevée (connue)	élevée (anonyme)
Investisseurs	banques relationnelles	banques, caisses d'épargne, assurance	institutionnels/investisseurs privés
Liquidité	très basse	basse	moyenne/élevée

Le placement d'un "Schuldschein"

Placement typique d'un "schuldschein"



d'émission, le coût total du point de vue de l'émetteur reste tout à fait compétitif par rapport à d'autres instruments.

■ Valorisation dans le bilan

Contrairement aux émissions obligataires publiques, la banque de l'émetteur n'affiche pas de cotation régulière du cours d'achat et de vente du Schuldschein. Étant

comptabilisé au bilan aux coûts d'acquisition, le Schuldschein n'est pas sensible à la volatilité des marchés sauf en cas de comptabilisation *marked to market*.

CONCLUSION

Grâce aux avantages qu'ils apportent tant à leurs émetteurs qu'aux investisseurs, les Schuldscheine affi-

chent un développement continu et on peut escompter un avenir prometteur sur le marché européen. 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. ■