

Interview

« Promouvoir le marché européen des prêts »

IAN FISHER
Vice-président
LMA*



Ian Fisher fait le point sur le marché des prêts, primaire et surtout secondaire, qui connaît une forte croissance. Les nouvelles réglementations (Bâle II, normes IAS) auront un effet plutôt favorable sur le développement de cette activité.

Quel état des lieux peut-on faire du marché des prêts ?

Le marché primaire européen des prêts est dominé par les transactions *corporate*, la plupart portant sur des refinancements compte tenu de l'activité ralentie des fusions et acquisitions. Ce marché est très concurrentiel : les banques ont de fortes liquidités et la demande globale des emprunteurs est relativement limitée. Ce déséquilibre explique la pression sur les prix qui ont fortement baissé sur les douze derniers mois et des structures de prêts moins tirées, avec un cadre contractuel plus souple ou qui présente peu de *covenants*.

En Europe, cette situation s'explique par le fait qu'après la récession économique des derniers mois, les banques présentent, à l'exception des établissements allemands, des bilans bien plus solides qu'elles ne le pouvaient lors de la sortie de crise précédente. Elles ont, en effet, porté une attention beaucoup plus marquée à la gestion de leurs portefeuilles de risques, en utilisant de nombreux outils dont notamment les dérivés de crédit.

* L'auteur est également *global head of debt syndicate, Capital markets, Société Générale*.

De plus, de nombreux établissements financiers poursuivent en Europe des stratégies assez semblables. Ils ont abandonné l'idée de devenir des *global players* pour se concentrer sur leurs activités de cœur de métier. Une de leurs priorités est de développer ces activités en dehors de leur marché domestique et elles adoptent dans ces domaines des stratégies paneuropéennes. Ainsi les marchés européens sont marqués par la concurrence des banques américaines comme Citibank ou JPMorgan Chase.

Qu'en est-il du marché secondaire ?

Les volumes sur ce marché ont augmenté de façon exponentielle

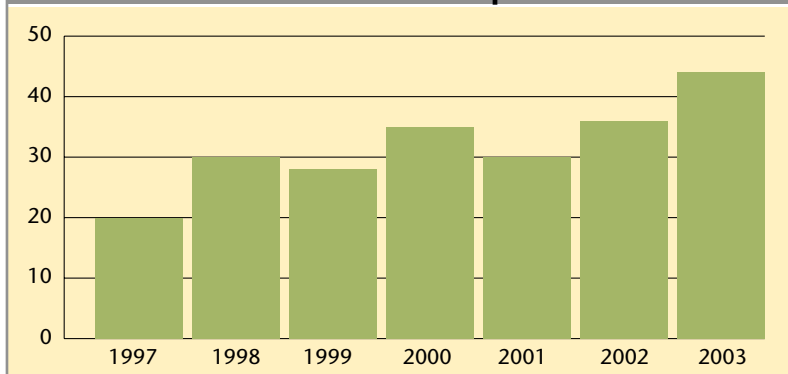
au cours des cinq dernières années. Les émissions représentaient 36 milliards d'euros en 2002 et 44 en 2003. Elles représentent environ 10 % du marché primaire (*encadré 1*).

À l'origine, la plupart des actifs négociés sur le marché secondaire étaient des dettes émises par des entreprises *investment grade*, mais les négociations de prêts à effet de levier sont de plus en plus nombreuses et contribuent à accroître la liquidité de ce marché.

L'accroissement des volumes de prêts à effet de levier est également une caractéristique du marché...

Le marché des prêts avec effet de levier a en effet connu une crois-

1. Le marché secondaire des prêts (en milliards d'euros)



sance considérable au cours de ces dernières années. En 1999, les volumes sur le marché des prêts à effet de levier étaient inférieurs à 18 millions d'euros, alors qu'ils ont atteint 51 milliards en 2003, tandis que le nombre de transactions a doublé pour s'élever à 140. De même la taille des transactions a augmenté : une seule transaction de plus de 1 milliard d'euros avait été enregistrée en 1999 ; elles étaient 19 en 2003. Cela a aussi conduit à voir s'accroître le nombre des acteurs présents sur ce marché.

Ainsi, début 2004, la LMA a édité un contrat pour les transactions sur le marché primaire encadrant les opérations de LBO. Il peut servir de cadre de négociation pour lancer des transactions plus sophistiquées que les seuls crédits syndiqués standards, avec des coûts relativement moins importants.

Le marché des prêts se situe principalement à Londres. Les autres places financières européennes peuvent-elles encore jouer un rôle ?

La LMA souhaite promouvoir non pas seulement le marché londonien, mais plutôt un marché européen. Beaucoup de nos membres sont basés en Europe continentale ; il est donc important de défendre aussi leurs intérêts (*encadré 2*).

Dans cette perspective, nous avons adapté, en juillet 2002, le contrat destiné aux emprunteurs notés *investment grade* pour le marché primaire à la loi française : il s'agit d'un document en langue anglaise mais qui tient compte de la loi et des pratiques françaises.

Quelle sera la conséquence de l'entrée en application du nouveau ratio de solvabilité ?

La documentation de la LMA inclut, dans ses clauses, des prévisions d'augmentation des coûts dues aux changements de réglementation qui modifieraient les charges en capital que les banques répercutent aux emprunteurs. Ces clauses sont cependant assez générales et il reste à voir comment,

Les missions de la LMA

La Loan Market Association a été fondée en 1996 par sept grandes banques internationales, pour promouvoir la liquidité du marché secondaire des prêts.

Son objet s'est étendu depuis 1996 au marché primaire, dans le but de développer la liquidité et la transparence de ces marchés. Un des principaux leviers pour y parvenir a été de promouvoir la standardisation des documents et contrats pour instaurer une plus grande uniformité des transactions.

La LMA a ainsi lancé une documentation standard pour le *trading* de prêts, le règlement ou les mécanismes de valorisation des prêts. En 1999, elle a établi un contrat destiné aux emprunteurs notés *investment grade* qui se présentent sur le marché primaire. L'objectif de ce contrat était de faciliter l'accès de ce marché aux banques et par ricochet le *trading* sur le marché secondaire.

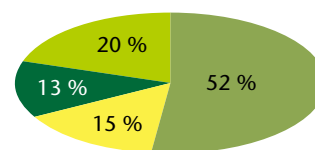
La LMA compte aujourd'hui 200 membres, banques, avocats et autres parties prenantes de ces marchés.

“ La LMA souhaite promouvoir non pas seulement le marché londonien, mais plutôt un marché européen. ”

dans la pratique, le marché s'adaptera à cette nouvelle donne. La seule certitude est que l'allocation en capital sera plus faible pour les signatures les mieux notées et plus forte pour les autres, allant jusqu'à plus de 100%. On peut s'attendre à ce que le *pricing* sur le marché des prêts s'ajuste en conséquence, avec en fin de compte une plus grande différenciation des prix en fonction de la qualité de crédit.

Une autre conséquence du nouveau ratio sera de promouvoir le marché secondaire en incitant les banques à travailler plus encore l'allocation en capital en fonction de la qualité de l'emprunteur

2. Répartition géographique des membres de la LMA



■ Royaume-Uni et Irlande
■ Europe (y compris Scandinavie)
■ Amérique du Nord
■ Autres

et la gestion de leur portefeuille de risques.

Qu'en est-il du chantier des nouvelles normes comptables ?

Le nouveau référentiel conduira les banques à adopter la *fair value* pour leurs activités de *trading*. Les banques devront adopter une approche *mark to market* pour leurs *trading books*. Cette mise en œuvre doit également concourir à une gestion plus stricte du risque et pourrait également être un facteur de développement du marché secondaire. ■

Propos recueillis par E. C.