

Technique financière

Titriser les créances des PME

Les créances de PME suscitent encore peu d'opérations de titrisation. À l'heure où le crédit bancaire se raréfie pour cette catégorie de clients, cette technique mérite d'être mieux explorée.

IL A ÉTÉ FAIT GRAND CAS DU « *Mittelstand* », du secteur allemand des moyennes entreprises, et du défi qu'il pose au système bancaire du pays. Le cas de l'Allemagne n'est cependant pas isolé. À travers l'Europe, les moyennes entreprises rencontrent des difficultés à se financer à un prix abordable auprès des sources bancaires traditionnelles.

En France, cette situation est exacerbée par le manque de confiance. Les derniers sondages réalisés auprès du secteur de la fabrication font apparaître une baisse sensible des prévisions de performance pour les douze prochains mois. L'assureur crédit Euler-Sfac prévoit une hausse de 7 % des faillites d'entreprises en 2003.

Pour ces raisons, les banques délaissent progressivement le crédit classique au profit des techniques de crédit adossé à des actifs. Les volumes d'affacturage sont en hausse à travers l'Europe et en France ils ont pratiquement doublé depuis quatre ans. Mais cette technique est réservée aux plus grandes entreprises : l'affacturage est en effet très consommateur en capital et les créances sont difficiles à titriser.

Cela devrait néanmoins changer avec l'arrivée de la titrisation des créances des PME, qui constitue une nouvelle opportunité pour les opérations bancaires d'investissement.

Parmi les initiatives récentes, des véhicules de ce type ont été mis en place en Allemagne pour des groupes tels que Commerzbank,

LBBW, Gerling NCM, Allgemeine Kredit et Dresdner Bank. La plupart de ces opérations portent sur des portefeuilles de créances individuels de 10 à 50 millions d'euros. Il ne s'agit pas là de petites entreprises, mais d'entreprises dont la taille n'est pas suffisante pour donner lieu à des opérations de titrisation traditionnelles.

DES ACTIFS DIVERSIFIÉS

Les créances aux PME sont des factures émises par les PME à leurs clients. Ces créances regroupées peuvent provenir de nombreuses PME (jusqu'à des centaines) et être la propriété de nombreux débiteurs (jusqu'à des dizaines de milliers). Ces créances commerciales traditionnelles sont cédées à prix réduit à un organisme de financement qui, à son tour, se finance sur les marchés de titrisation. Le recouvrement demeure la responsabilité des PME. Les fonds levés sur les créances ainsi cédées sont versés à l'organisme de financement. Cette technique est identique à la titrisation traditionnelle des créances commerciales, à la différence que la substitution et le recouvrement sont généralement effectués quotidiennement.

La rentabilité nette et le rendement du capital employé peuvent être attractifs. En effet, la classe d'actifs sous-jacents produit un rendement sensiblement supérieur au Libor, et la garantie du crédit est fournie par la PME elle-même, et non pas l'organisme de crédit (*encadré*). Pour la banque d'investissement, un portefeuille de créances

aux PME constitue une classe d'actifs diversifiés, idéale pour une opération de titrisation. Le défi est de créer un portefeuille à taille intéressante, puis de veiller à ce que les risques soient correctement gérés.

LES STRUCTURES DE FINANCEMENT

Une titrisation de créances aux PME fait appel à une structure dite de « pièce montée », le portefeuille fongible de créances étant réparti en plusieurs couches. Le bloc de créances est assimilable à un portefeuille de soldes de cartes de crédit. Les créances évoluent rapidement dans le bloc (peut-être entre 30 et 60 jours) car des recouvrements et des substitutions surviennent quotidiennement. Un financement de base peut être mis en place sur les marchés à terme. De surcroît, il est possible d'opter pour un financement plus souple sur les marchés de conduits ABCP, en ayant recours à un crédit de sécurité (*swing-line*) pour faire face aux fluctuations quotidiennes du bloc de créances.

Ces créances peuvent être financées par un trust ou des structures juridiques d'accueil et être utilisées dans des opérations à terme « *soft-bullet* », avec possibilité de swap dans d'autres devises.

L'ARRANGEMENT

Pour pouvoir construire une position intéressante dans le domaine des créances aux PME, la difficulté est d'arranger et de regrouper le portefeuille à une vitesse justifiant les



TIM NICOLLE
P-DG
JMH Demica

efforts consacrés et les frais de mise en place. Il existe plusieurs modèles d'arrangement : marketing direct, réseaux de courtiers, association avec une société d'affacturage ou de financement commercial, marketing aux clients d'une banque. À de nombreux points de vue, cela n'est pas différent des options s'offrant à

“ Cette classe d'actifs offre des revenus d'arbitrage de 200 points de base par an sur le montant financé avec peu ou pas de capital employé. ”

un nouveau process commercial dans une grande entreprise. Un positionnement correct et des tarifs/produits adéquats ne manqueront pas d'attirer les clients.

Le modèle de documentation et d'engagement du client est standardisé. Cette approche simple et standardisée peut, certes, aller à l'encontre des instincts du banquier d'investissement qui opère traditionnellement de manière personnalisée. Certains clients peuvent également se voir interdire ce type de financement. Mais ce modèle réduit la documentation du vendeur (signée par la PME) à quelques pages et empêche toute modification.

L'ADMINISTRATION

Tout comme les véhicules d'investissement structuré (SIV), la titrisation des créances aux PME nécessite un bon support technologique afin d'analyser et de suivre les créances et les cash-flows de nombreuses PME aux systèmes et conventions commerciales variés. Tout comme sur le marché

des SIV, les acteurs ont généralement créé leurs propres systèmes (par exemple Dresdner et Commerzbank) ou adopté une technologie de tiers (par exemple Gerling NCM, et LBBW) capable de répondre aux exigences des agences de notation et des banques. Les bons systèmes permettent d'automatiser presque entièrement l'administration et de gérer les flux d'information et les rapports par internet pour le suivi des créances et des fonds générés. Ils donnent accès à une évaluation détaillée du cycle quotidien de facturation, de recouvrement et de dilution de chaque PME, qui forme la base d'un niveau de diligence automatisé inégalé dans les autres classes d'actifs.

LES RISQUES

Comme indiqué précédemment, cette classe d'actifs émergente promet d'excellents rendements, à savoir des revenus d'arbitrage (200 points de base par an sur le montant financé) avec peu ou pas de capital employé, mais moyennant la prise de certains risques.

Dans ce type d'opération, le non-paiement des factures par les débiteurs ne constitue pas le risque principal. La plupart des

structures sont arrangées de telle sorte qu'à condition que la PME poursuive ses activités, l'organisme de crédit (et par extension les investisseurs) court un risque négligeable. En cas de faillite, la situation peut devenir beaucoup plus problématique. Le risque le plus grave reste néanmoins la fraude (par exemple lorsque les factures financées sont fictives) rencontrée également au sein de grandes entreprises comme l'a démontré l'actualité récente.

La plupart des structures de financement de PME sont construites sur le principe de défaut des PME, à la différence des opérations de créances commerciales aux grandes entreprises, où l'on se réfère principalement aux garanties apportées par le vendeur de créances (l'entreprise financée).

En somme, un bon arrangement, d'excellents flux d'information et un processus adéquat peuvent aider à mitiger le risque principal couru par l'organisme de crédit, qui dépend au final de la bonne foi de la PME financée.

La titrisation des créances aux PME est l'un des plus gros marchés non-exploités par les

Rentabilité d'une opération de titrisation de créances de PME

- **Rendement**

Les créances aux PME produisent généralement un rendement de 1 à 4 % au-dessus du Libor, en fonction du pays et de la taille de la PME.

- **Coûts de financement**

Les coûts de financement d'une opération correctement structurée sont identiques à ceux d'un actif titrisé normal (environ 0,5 % au-dessus du Libor tout compris), ce qui permet à l'organisme de crédit de toucher une commission d'arbitrage conséquente.

- **Portage du risque**

L'opération est encore plus attractive que la titrisation d'un actif classique, le capital nécessaire à l'amélioration de la qualité de crédit de l'actif étant apporté par la PME et non par l'organisme de financement (les créances sont achetées avec une remise pouvant atteindre 30 %, ce qui constitue une protection importante contre le risque de perte).

banques d'investissement. Elle offre des bénéfices d'arbitrage élevés sans avoir à engager des capitaux importants. Il s'agit d'une extension naturelle de la croissance actuelle et potentielle des marchés traditionnels d'affacturage et d'escompte de factures. À l'avenir, cette technique attirera probablement davantage l'attention des banques d'investissement, à une époque où l'évolution des marchés du crédit et des liquidités entrave la capacité de financement des entreprises plus petites. ■