

## Marché des crédits consortiaux : structure, évolution et implications<sup>1</sup>

*Le marché des crédits consortiaux permet une répartition plus efficiente du risque entre régions géographiques et entre prêteurs. Les grandes banques américaines et européennes montent des crédits en faveur d'emprunteurs des économies émergentes et les placent auprès des établissements locaux. Celles de la zone euro ont acquis une dimension paneuropéenne et ont trouvé des financements en dehors de la zone.*

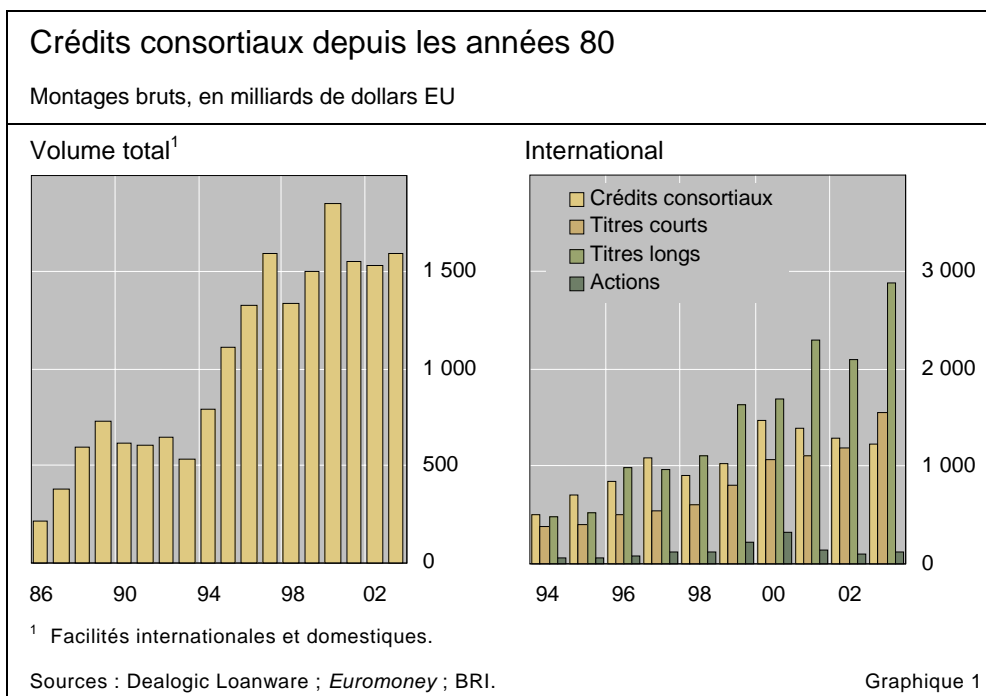
*JEL : G100, G200.*

Les crédits consortiaux – prêts accordés par un groupe de banques à un emprunteur – sont des instruments hybrides, à mi-chemin entre crédit bancaire – avec un aspect « relation de clientèle » – et émission de titres négociables. Ils permettent de répartir le risque de crédit entre différents établissements financiers, mais épargnent aux emprunteurs les charges de communication financière et de placement incombant aux émetteurs d'obligations. Avec pas moins du tiers des fonds levés sur les marchés internationaux de la dette (obligations, papier commercial et actions), ils constituent une importante source de financement (graphique 1).

La présente étude analyse l'évolution historique et le fonctionnement de ce marché de plus en plus mondial, en s'intéressant notamment aux principaux intervenants, aux mécanismes de tarification, au montage (marché primaire) et au négoce (marché secondaire), ainsi qu'au degré d'intégration géographique. Elle constate qu'en général ce sont les grandes banques américaines ou européennes qui montent les crédits destinés aux emprunteurs des économies émergentes et les placent auprès de banques locales. Les banques de la zone euro ont donné une dimension paneuropéenne à cette activité et ont trouvé des financements en dehors de la zone.

---

<sup>1</sup> Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. L'auteur tient à remercier Claudio Borio, Már Gudmundsson, Eli Remolona et Kostas Tsatsaronis pour leurs commentaires, Denis Pêtre pour son aide en matière de programmation de bases de données et Angelika Donaubaueur pour son aide précieuse.



## Évolution du marché

Le marché s'est développé en trois phases. Il est apparu dans les années 70 pour répondre aux besoins des emprunteurs souverains et a constitué, jusqu'au défaut du Mexique, en 1982, la forme la plus répandue de prêt aux pays en développement. Les difficultés de paiement de nombre d'entre eux dans les années 80 ont abouti au réaménagement de la dette mexicaine, convertie en obligations Brady en 1989. Les économies émergentes se sont alors tournées vers l'obligataire, et les crédits consortiaux ont stagné. Depuis le début des années 90, toutefois, ils connaissent un nouvel essor, qui en a fait la principale forme de financement pour les entreprises des États-Unis et, à la fin de la décennie, la plus importante source de recettes pour les prêteurs (Madan *et al.* (1999)).

À l'origine, entre 1971 et 1982, les crédits consortiaux à moyen terme ont largement servi à diriger des capitaux vers les pays en développement d'Afrique, d'Asie et surtout d'Amérique latine. Ils ont permis à des établissements financiers de moindre envergure d'être présents sur ce marché sans être tenus de s'implanter localement et se sont peu à peu substitués aux prêts bilatéraux. Modestes au début des années 70, ils totalisaient \$46 milliards en 1982.

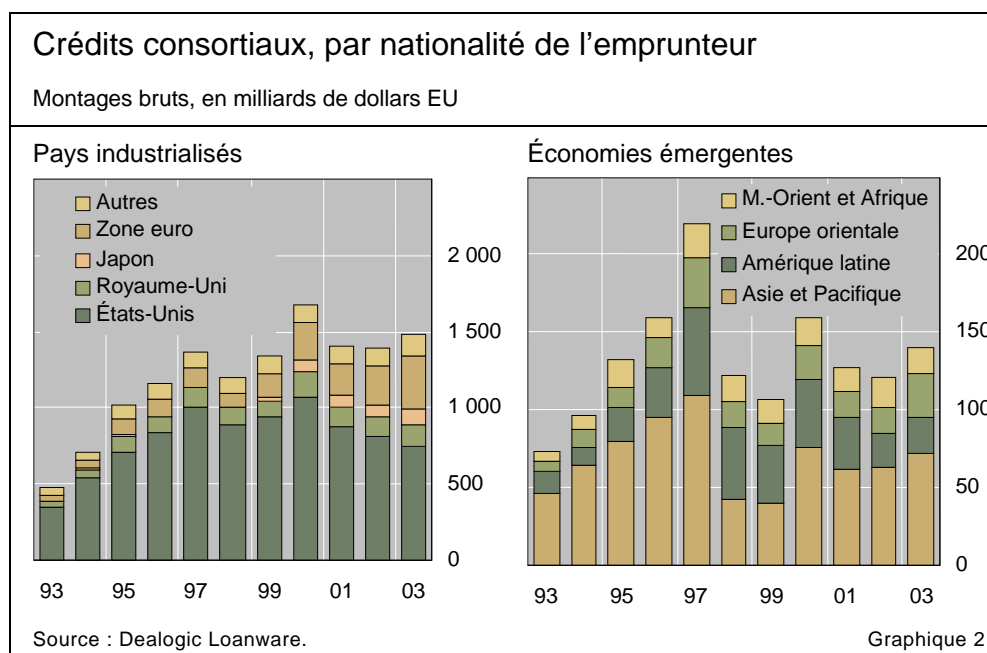
Le marché a connu un brusque arrêt en août 1982, quand le Mexique a cessé d'assurer le service de sa dette, bientôt suivi par d'autres pays, notamment le Brésil, l'Argentine, le Venezuela et les Philippines. Les prêts accordés sont tombés à leur plus bas en 1985, à \$9 milliards. En 1987, Citibank a annulé une large part de ses créances sur les économies émergentes, et plusieurs grandes banques américaines l'ont imitée, ce qui a incité le Secrétaire américain au Trésor, Nicholas Brady, à élaborer un plan consistant, notamment, à échanger les prêts consortiaux aux souverains

Conçus à l'origine pour financer les débiteurs souverains...

émergents en titres de créance – obligations Brady – dont les paiements (intérêts et principal) étaient garantis, à des degrés divers, par des obligations du Trésor EU.

Le plan Brady a donné un second souffle aux crédits consortiaux. Au début des années 90, les banques, qui avaient subi de lourdes pertes durant la crise de la dette, se sont mises à pratiquer une tarification plus fine (en partie fondée sur des techniques mises au point pour les obligations d'entreprises). Elles ont également choisi de recourir plus systématiquement à des clauses liant explicitement la tarification à divers facteurs affectant la situation de l'emprunteur, par exemple changement de notation ou incident de paiement. En même temps, les banques ont obtenu davantage de données sur le comportement des prêts ; cela a favorisé le développement d'un marché secondaire, qui a progressivement attiré des institutions financières non bancaires, tels les fonds de pension et les entreprises d'assurances. Par la suite, grâce aux garanties et aux techniques de transfert du risque sans coût de financement<sup>2</sup>, telles que la titrisation synthétique, les banques ont pu se protéger contre le risque de crédit tout en conservant ces prêts dans leur bilan. L'avènement de ces nouvelles techniques de gestion du risque a attiré de nouveaux bailleurs de fonds, notamment ceux dont les limites de crédit et les stratégies de prêt leur en interdisaient l'accès auparavant. Dans une certaine mesure, les prêteurs considéraient les crédits consortiaux comme « produit d'appel », leur permettant ensuite de vendre des services ou produits plus lucratifs. Qui plus est, outre les emprunteurs des économies émergentes, les entreprises des pays industrialisés ont montré un intérêt croissant pour ces montages à la fois souples et pratiques, rapides à mettre en place et

...les crédits consortiaux ont connu un vif essor ces dernières années



<sup>2</sup> Dans un transfert de risque sans coût de financement (contrat sur défaut, par exemple), le preneur de risque n'assure pas un financement initial de la transaction mais assume des obligations qui seront fonction de l'évolution de la solvabilité de l'emprunteur.

complétant opportunément d'autres financements externes (actions ou obligations).

Les crédits consortiaux se sont ainsi fortement développés depuis le début des années 90. En 2003, les opérations conclues – prêts domestiques compris – représentaient \$1 600 milliards, soit plus de trois fois le total de 1993. Les économies émergentes et les pays industrialisés en ont bénéficié, la part des premières atteignant 16 %, les seconds se partageant le reste du marché, à égalité, entre emprunteurs des États-Unis et d'Europe occidentale (graphique 2). Le Japon fait exception : cette forme de crédit n'y constitue qu'une faible proportion – quoique croissante – du crédit bancaire intérieur, essentiellement en raison du rôle que jouent traditionnellement les « banques principales » auprès des entreprises.

Prééminence des  
emprunteurs des  
États-Unis  
et d'Europe  
occidentale

Les crédits consortiaux forment donc une importante source de fonds. Le segment international<sup>3</sup> représente environ un tiers des financements internationaux (obligations, papier commercial et actions). En 2003, les montages destinés à des fusions, acquisitions ou rachats se situaient à 13 % du total, contre 7 % en 1993. Après une vague de privatisations dans les économies émergentes, ce sont les banques, les services collectifs, les transports et l'extraction minière<sup>4</sup> qui ont peu à peu remplacé les signatures souveraines au premier rang des emprunteurs (Robinson (1996))<sup>5</sup>.

### Instrument hybride, à mi-chemin entre opération de clientèle et émission de titres de dette négociables

Dans un crédit consorsial, plusieurs banques s'entendent pour accorder conjointement un prêt à un emprunteur. Bien qu'un seul accord de prêt soit conclu, chaque membre du consortium détient une créance directe sur l'emprunteur. Les créanciers forment deux groupes : le premier, à la tête du consortium, est dirigé par un ou plusieurs prêteurs, assumant habituellement les fonctions d'arrangeurs mandatés, d'arrangeurs, de chefs de file ou d'agents<sup>6</sup>. Ces banques sont chargées par l'emprunteur de réunir un consortium disposé à consentir le prêt aux conditions spécifiées par le contrat. Le consortium est formé autour des arrangeurs – souvent des banques dont l'emprunteur est client attiré –, qui conservent une partie du prêt et

---

<sup>3</sup> Dans les statistiques BRI, un crédit consorsial international est défini comme une facilité pour laquelle au moins un des prêteurs n'a pas la même nationalité que l'emprunteur.

<sup>4</sup> Que ce soit dans les pays industrialisés ou dans les économies émergentes, ces secteurs ont largement recours aux crédits consortiaux pour les financements de projets. Voir ci-après l'étude intitulée « Financement de projets : nature du risque de crédit ».

<sup>5</sup> Il convient de noter que, durant la majeure partie des années 90, les emprunteurs des économies émergentes se sont vu accorder des crédits d'échéance plus longue (en moyenne 5 ans) que les emprunteurs des pays industrialisés (3–4 ans).

<sup>6</sup> À ces différentes fonctions, présentées par ordre décroissant de responsabilité, correspond une part active dans la détermination de la composition du consortium, la négociation de la tarification et l'administration de la facilité.

## Exemple d'une structure de crédit consortial simple : Starwood

### Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. \$250 millions

Durée de deux ans, signature le 30 mai 2001

Objet du prêt : crédit d'exploitation  
Tarification : marge = Libor + 125,00 pb ;  
Commission d'engagement = 17,50 pb

**Arrangeur mandaté**  
Deutsche Bank AG

*Mandaté pour mettre en place, organiser et consortialiser le prêt*

**Chef de file**  
Deutsche Bank AG

*Invite d'autres banques à faire partie du consortium, diffuse l'information aux banques partenaires et tient l'emprunteur informé de l'avancement du montage*

**Participants**  
Deutsche Bank AG  
Bank One NA  
Citibank NA  
Crédit Lyonnais SA  
UBS AG

*Banques apportant des fonds*

**Agent de gestion**  
Deutsche Bank AG

*Sur le marché américain, titre donné à l'arrangeur d'un crédit consortial*

Source : Dealogic.

Encadré 1

recherchent d'autres bailleurs de fonds. Le second groupe se compose de ces autres banques, habituellement désignées comme « banques participantes ». Leur nombre et leur identité peuvent varier en fonction de la taille, de la complexité et de la tarification du prêt, mais aussi de la volonté de l'emprunteur d'élargir ses relations bancaires.

Ainsi, les crédits consortiaux associent des caractéristiques de prêts relevant de relations bancaires privilégiées et d'émission de titres de dette négociables (Dennis et Mullineaux (2000)). L'encadré 1 présente, par ordre décroissant de responsabilité, les banques membres de la structure simple qui, en 2001, a consenti un prêt à Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.

Pour les banques à la tête du consortium, effectuer un tel montage peut répondre à plusieurs objectifs : éviter une exposition excessive envers une

Instrument  
hybride...

contrepartie unique, afin de respecter les limites réglementaires relatives à la concentration du risque, tout en préservant leurs relations commerciales avec l'emprunteur ; ou bien diversifier les sources de revenu, grâce aux commissions perçues ; pour l'essentiel, elles désirent répondre à la demande des emprunteurs, sans assumer seules les risques de marché et de crédit.

Pour les simples bailleurs de fonds, être membre d'un consortium peut présenter plusieurs avantages. Ces banques, souvent de moindre envergure, estiment peut-être qu'elles ne disposent pas, individuellement, de la capacité requise (compte tenu du type d'opération, de la zone géographique ou du secteur industriel) ; ou elles cherchent à limiter les coûts de montage. Certes, elles ne perçoivent habituellement qu'une marge et ne touchent aucune commission, mais elles espèrent que le client, en signe de reconnaissance, leur confiera une activité plus lucrative, telle que gestion de trésorerie, gestion financière ou services de conseil (Allen (1990))<sup>7</sup>.

...avec des arrangeurs au sommet et de simples bailleurs de fonds à la base

### Tarification : prime et commissions

Outre les intérêts (prime par rapport à un taux variable de référence – en général, le Libor) sur le montant décaissé, les banques du consortium perçoivent diverses commissions (Allen (1990), tableau 1). L'arrangeur<sup>8</sup> et les autres coorganisateur s'accordent habituellement, dès l'origine, une **commission de montage** ou **préciput**. Les banques apportant une garantie de prise ferme sont rémunérées pour cela par une **commission de souscription**. D'autres participants (au moins les gestionnaires et cogestionnaires) peuvent espérer bénéficier d'une **commission de participation** (généralement au prorata de leur apport) pour avoir accepté de se joindre à l'opération. Les simples bailleurs de fonds ne se voient normalement attribuer que la prime. Une fois le crédit mis en place, et aussi longtemps qu'il n'est pas utilisé, les membres du consortium perçoivent d'ordinaire une **commission** annuelle **d'engagement** ou **de mise à disposition**, proportionnelle à leur participation (en grande partie, pour rémunérer le coût des fonds propres réglementaires que les banques doivent réserver en contrepartie de cet engagement). Dès que la facilité est utilisée, l'emprunteur peut avoir à payer à l'année une **commission d'utilisation**, calculée sur le montant tiré. La banque qui tient le rôle d'agent perçoit habituellement une **commission d'agent**, payable à l'année pour couvrir ses frais d'administration du prêt. Les contrats comportent parfois une clause imposant à l'emprunteur de verser une **commission de remboursement anticipé** ou d'indemniser d'une autre façon les prêteurs au cas où il

Les commissions sont fonction du rang du prêteur au sein du consortium

Elles rémunèrent les services...

...ou sont versées à l'avènement d'événements déterminés

<sup>7</sup> Dans la pratique, toutefois, ces récompenses sont loin d'être acquises. Des témoignages donnent à penser que c'est la raison pour laquelle, dernièrement, ces petits établissements se sont retirés du marché, aux États-Unis, et ont cessé d'utiliser les prêts consortiaux comme produits d'appel.

<sup>8</sup> Il est bon de préciser qu'une même banque peut assumer diverses fonctions au sein du consortium. Ainsi, l'arrangeur peut aussi avoir accordé un engagement de financement et/ou s'attribuer une petite part du prêt et donc être également bailleur de fonds.

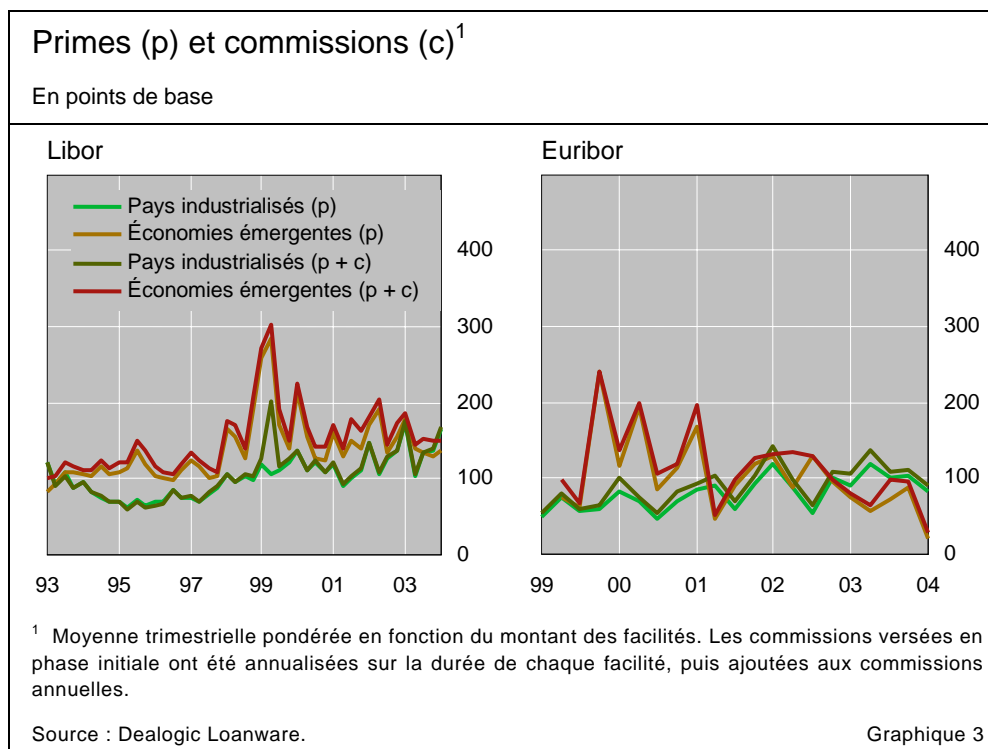
Détail de la rémunération d'un prêt consortial		
Commission	Paiement	Remarque
Commission de montage/préciput	Initial	Perçue en totalité par les principaux arrangeurs en rémunération du montage du prêt
Frais juridiques	Initial	Rémunération versée au conseil juridique
Commission de souscription	Initial	Prix de l'engagement de prise ferme durant la première phase du montage (garantie de financement)
Commission de participation	Initial	Versée aux banques du premier groupe
Commission de mise à disposition	Annuel	Payable aux banques pour rémunérer l'octroi d'une facilité, que celle-ci soit ou non utilisée
Commission d'engagement	Annuel, sur la base du solde non tiré	Versée tant que la facilité n'est pas utilisée, pour rémunérer l'immobilisation des fonds propres correspondants
Commission d'utilisation	Annuel, sur la base des fonds tirés	Augmente la marge du bailleur de fonds et permet à l'emprunteur d'annoncer au marché une prime plus faible que ce qu'il verse en réalité, puisque cette commission n'est pas nécessairement rendue publique
Commission d'agent	Annuel	Rémunération des services de la banque faisant fonction d'agent
Commission de délégation	Initial	Rémunération de la banque véhicule <sup>1</sup>
Pénalité de remboursement anticipé	Unique, le cas échéant	

<sup>1</sup> Établissement par lequel transitent les paiements pour ne pas être soumis à retenue fiscale à la source. Les emprunteurs qui acceptent que leur prêt soit négocié sur le marché secondaire veillent à éviter de s'acquitter d'un tel prélèvement fiscal dans le pays de résidence de l'acquéreur.

Source : compilation de l'auteur. Tableau 1

rembourserait les montants tirés avant l'échéance prévue. L'encadré 1 présente, à titre d'exemple, les diverses commissions que la société Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. s'était engagée à verser – notamment une commission d'utilisation s'ajoutant à la prime.

Globalement, l'importance relative de la prime et des commissions diffère de façon systématique, en fonction de plusieurs facteurs. Les commissions sont plus importantes si les prêts sont référencés sur l'Euribor et non sur le Libor ; leur part est plus élevée pour les emprunteurs des pays industrialisés que pour ceux des économies émergentes. Ces différences pourraient tenir à la nature des emprunteurs représentés dans ces segments. Les débiteurs autres que souverains, plus nombreux dans les pays industrialisés, peuvent préférer, pour des raisons de fiscalité ou de communication avec le marché, acquitter une proportion plus large du coût total du prêt sous forme de



commissions plutôt que de prime. Toutefois, le coût total (prime, commissions initiales et commissions annuelles)<sup>9</sup> des prêts est plus élevé pour les emprunteurs des économies émergentes que pour ceux des pays industrialisés (graphiques 3 et 4). En outre, pour les facilités destinées aux économies émergentes, les commissions d'engagement sont plus variables. En somme, les prêteurs semblent exiger un surcroît de rémunération – à la fois sur les primes et les commissions – pour couvrir le risque de crédit plus important et plus fluctuant que présentent les économies émergentes.

Rémunération du risque : éléments extratarifaires						
Proportion (en %) des crédits consortiaux assortis de clauses contractuelles, de sûretés ou de garanties, par nationalité de l'emprunteur						
	Clauses contractuelles		Sûretés		Garanties	
	Éco. émerg.	Pays indust.	Éco. émerg.	Pays indust.	Éco. émerg.	Pays indust.
1993–1996	0	16	40	15	31	7
1997–2000	2	24	49	16	22	4
2001–2004 <sup>1</sup>	3	19	37	13	21	4

<sup>1</sup> 2004 : premier trimestre.

Source : Dealogic Loanware. Tableau 2

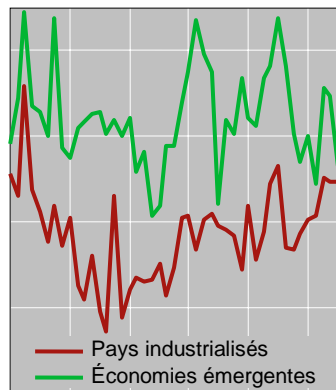
<sup>9</sup> Il convient de noter que les commissions représentées dans les graphiques 3 et 4 ne sont pas directement comparables. Pour faciliter la comparaison avec la prime, les commissions du graphique 3 ont été additionnées (après annualisation, dans l'hypothèse d'un tirage intégral des fonds, sur la durée totale des prêts, pour les commissions initiales). Dans le graphique 4, par contre, les commissions annuelles et les commissions initiales – non annualisées – sont présentées séparément.



## Commissions<sup>1</sup>

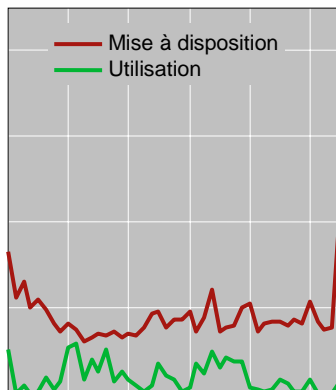
En points de base

Participation  
(paiement initial)<sup>2</sup>



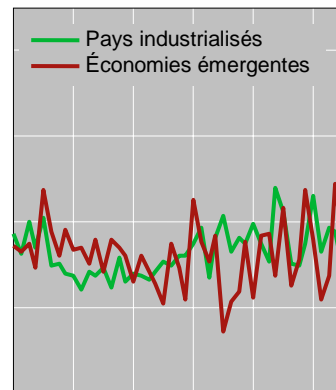
93 95 97 99 01 03

Mise à disposition et utilisation  
(paiement annuel)<sup>3</sup>



93 95 97 99 01 03

Engagement  
(paiement annuel)



93 95 97 99 01 03

<sup>1</sup> Moyenne trimestrielle pondérée en fonction du montant des facilités. <sup>2</sup> Non annualisée. <sup>3</sup> Emprunteurs des pays industrialisés uniquement.

Source : Dealogic Loanware.

Graphique 4

Les primes et commissions ne sont toutefois pas les seules rémunérations exigées par les prêteurs : sûretés, garanties et clauses contractuelles offrent la possibilité de subordonner explicitement la tarification à d'autres facteurs (modification de la note, incidents de service de dette). La constitution de garanties et de sûretés est plus souvent exigée des emprunteurs des économies émergentes (tableau 2) ; les clauses contractuelles sont plus courantes pour les emprunteurs des pays industrialisés (peut-être parce qu'il y est plus facile de les faire appliquer).

### Marchés primaire et secondaire : répartition ou transfert du risque

Les banques commerciales dominent toujours le marché primaire

Les banques commerciales dominent le marché primaire, tant au niveau du montage que de l'apport de fonds, mais d'autres types d'établissements ont réussi à s'y implanter au fil du temps, même s'il n'y a pratiquement pas de banques non commerciales ni de prêteurs non bancaires parmi les 200 plus grands intervenants qui détiennent environ 90 % du marché. Les banques d'affaires ont toutefois bénéficié du regain d'intérêt pour les crédits consortiaux dans les années 90 : elles ont tiré parti de leur expérience dans le placement d'obligations et ont profité de l'intégration croissante des prêts bancaires et des marchés des titres de dette<sup>10</sup>. Les organismes multilatéraux, telles la Société

<sup>10</sup> Par exemple, il est très courant, de nos jours, qu'un prêt consortial à moyen terme soit refinancé sous forme obligataire, à l'échéance prévue, voire avant. De même, les émissions de papier commercial aux États-Unis sont souvent adossées à une lettre de crédit consortiale.

financière internationale ou la Banque interaméricaine de développement, sont eux aussi plus présents<sup>11</sup>.

Les crédits consortiaux se négocient de plus en plus sur le marché secondaire. La normalisation de la documentation, entreprise à l'initiative d'organes professionnels tels que la Loan Market Association (en Europe) et l'Asia Pacific Loan Market Association, a contribué à améliorer la liquidité. L'une des mesures de la négociabilité des crédits est la prévalence des clauses de cessibilité<sup>12</sup>. Sur ce point, le marché américain vient en tête (avec 25 % de crédits cessibles durant la période 1993–2003), suivi du marché européen (10 %). On considère habituellement que le marché secondaire se subdivise en trois segments : à parité/quasi-parité, à effet de levier (ou à haut rendement) et en souffrance. Ce dernier segment est le plus liquide. Les prêts aux grandes entreprises constituent également un compartiment actif.

Trois catégories d'acteurs interviennent sur le marché secondaire : les teneurs de marché, les négociateurs actifs et les vendeurs/investisseurs occasionnels. Les teneurs de marché sont en général des établissements de grande taille (banques commerciales ou banques d'affaires) ; ils interviennent à la vente et à l'achat et ils engagent des capitaux pour créer de la liquidité et prendre eux-mêmes des positions ; comme ils sont habitués à monter des prêts, ils disposent d'un avantage qui tient, pour beaucoup, à leur expérience et leur bonne connaissance des dossiers de crédit. Les négociateurs actifs sont principalement des banques d'affaires et des banques commerciales, des opérateurs spécialistes des dettes en souffrance ainsi que des « fonds vautours » (investisseurs institutionnels dont l'activité cible ce compartiment). Les entreprises non financières et autres investisseurs institutionnels, telles les compagnies d'assurances, sont actifs à un moindre degré. À mesure que les établissements financiers mettent en place des départements de gestion du portefeuille de prêts, il semble qu'une attention accrue soit portée aux opérations d'arbitrage, qui permettent d'éliminer les écarts de rendement/rentabilité entre prêts et autres instruments comme les dérivés de crédit, les actions et les obligations (Coffey (2000), Pennacchi (2003)). Enfin, les participants occasionnels interviennent soit pour vendre des créances à des fins de gestion de bilan, soit, en tant qu'investisseurs, pour prendre et conserver des positions. L'objectif des vendeurs peut être de respecter des limites réglementaires, de couvrir leur risque ou de gérer leur exposition et leur liquidité<sup>13</sup>. Les banques américaines, dont la Fed suit régulièrement l'encours

Rôle croissant du marché secondaire, où interviennent...

...teneurs de marché...

...négociateurs actifs...

...et participants occasionnels

---

<sup>11</sup> Les crédits consortiaux permettent de répartir le risque entre investisseurs publics et privés. L'opération prend habituellement la forme d'un crédit consorcial octroyé par l'organisme multilatéral, dont certaines tranches sont réservées aux prêteurs du secteur bancaire privé.

<sup>12</sup> La transférabilité est subordonnée à l'acceptation de l'emprunteur, comme le précise le contrat de prêt initial. Certains emprunteurs, désireux de préserver leurs relations bancaires, ne l'autorisent pas.

<sup>13</sup> Les banques vendeuses étoffent souvent leurs commissions en montant de nouveaux prêts pour renouveler les facilités existantes. Vendre ces facilités sur le marché secondaire peut être indispensable pour renforcer leur capacité à octroyer de nouveaux prêts.

## Crédits consortiaux aux États-Unis<sup>1</sup>

	Part, en % du total des crédits <sup>2</sup>			Pour mémoire : volume total des crédits (mrd \$)	Crédits déclassés, en % du total <sup>3</sup>			
	Banques domestiques	Organismes bancaires étrangers	Secteur non bancaire		Banques domestiques	Organismes bancaires étrangers	Secteur non bancaire	Total
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,1	4,7	14,6	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,4	7,3	23,0	8,4
2003	45	44	11	1 644	5,8	9,0	24,4	9,3

<sup>1</sup> Prêts en cours et engagements non décaissés. <sup>2</sup> Évaluée sur la base des volumes en dollars détenus par chacune des trois catégories. <sup>3</sup> Volume en dollars des crédits considérés par les directions des engagements des engagements comme « de qualité inférieure », « créances douteuses » ou « irrécouvrables », en % du volume total des crédits.

Source : Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale.

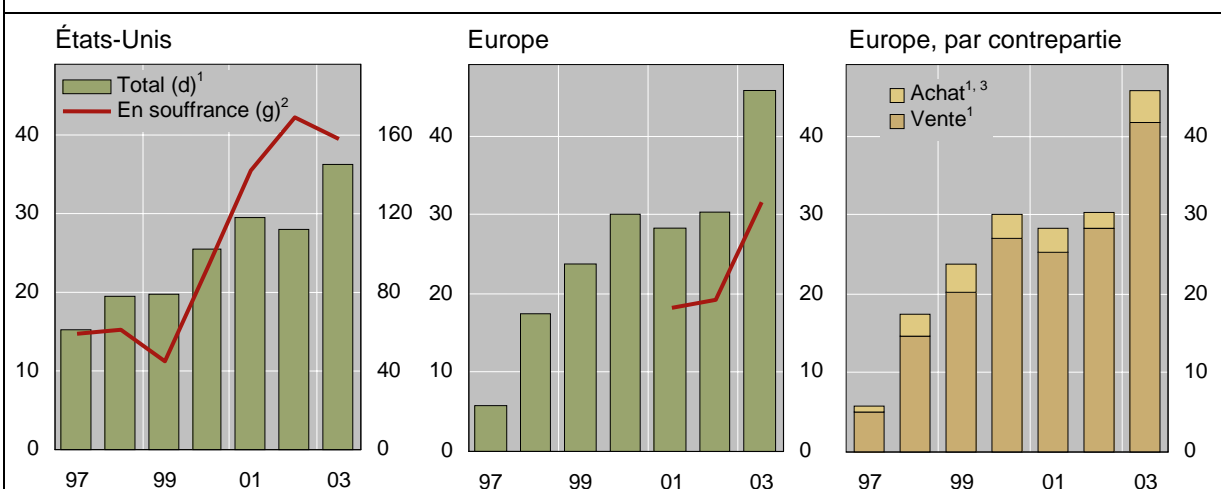
Tableau 3

des crédits consortiaux, semblent avoir assez bien réussi à réaliser le transfert – un quart de leurs prêts douteux – à des investisseurs non bancaires (tableau 3). Pour leur part, les acheteurs peuvent acquérir des expositions envers certains secteurs ou pays, alors qu'ils n'ont pas la taille critique nécessaire pour investir sur le marché primaire<sup>14</sup>.

Le marché secondaire reste relativement étroit...

Bien qu'ils soient en augmentation, les volumes négociés sur le marché secondaire restent relativement modestes. Les États-Unis se situent au premier rang, avec un volume de \$145 milliards en 2003, soit 19 % du marché primaire et 9 % de l'encours d'engagements. Le volume en Europe atteignait \$46 milliards en 2003 (11 % du marché primaire), en hausse de plus de 50 % par rapport à l'année précédente (graphique 5).

## Crédits consortiaux : marché secondaire aux États-Unis et en Europe



<sup>1</sup> En milliards de dollars EU. <sup>2</sup> En % du total. Europe : prêts à effet de levier et en souffrance. <sup>3</sup> À des agents non LMA.

Sources : Loan Market Association (LMA) ; Loan Pricing Corporation.

Graphique 5

<sup>14</sup> En effet, le seuil de participation à un consortium peut excéder les limites de crédit d'une petite banque.

Le compartiment des prêts en souffrance continue de représenter une part non négligeable du volume total du marché secondaire aux États-Unis et a pris de l'importance en Europe. Cette tendance traduit certes, dans une certaine mesure, les plus grandes difficultés rencontrées par les entreprises européennes. Mais, alors que le segment des signatures de qualité atteint un stade de maturité, elle dénote également une appétence durable des investisseurs pour les prêts de qualité inférieure, ainsi qu'une capacité accrue du marché à les absorber (BRI (2004)).

Dans la région Asie et Pacifique, le volume du marché secondaire reste infime par rapport aux États-Unis et à l'Europe ; seules six ou sept banques disposent d'unités spécifiques à Hong-Kong RAS et aucun établissement non bancaire n'est actif. En 1998, pourtant, le marché secondaire d'Asie avait été exceptionnellement dynamique. En effet, les banques japonaises avaient alors restructuré leurs portefeuilles de prêts en souffrance, qui avaient changé de main à cette occasion<sup>15</sup>. Le marché s'est ralenti les années suivantes<sup>16</sup>, même si les banques semblent s'y intéresser davantage récemment, du fait que les prix sur le marché secondaire ont moins reculé que ceux des obligations et des titres garantis par des actifs<sup>17</sup>.

...surtout en Asie

## Intégration géographique

Il est intéressant de voir comment l'intégration géographique croissante des marchés financiers se manifeste dans le domaine des crédits consortiaux. Pour cela, il suffit d'étudier la composition par nationalité des consortiums, l'information relative aux différents participants à un montage étant facilement disponible. L'étude analyse le phénomène d'abord à l'échelon mondial, puis dans la zone euro, afin d'évaluer l'incidence de la monnaie unique.

Le tableau 4 fait apparaître le niveau d'intégration internationale des marchés de crédits consortiaux, mesuré par la part de prêts montés ou financés par des banques du même pays ou de la même zone géographique que l'emprunteur. Au niveau des principaux arrangeurs, le calcul est estimé sur la base du nombre de montages ; au niveau des simples bailleurs de fonds, il l'est sur celle des montants en dollars apportés par chaque participant. Plusieurs constatations se dégagent.

Premièrement, comme on peut s'y attendre, il semble y avoir une participation relativement faible des prêteurs étrangers aux crédits destinés à des emprunteurs du Japon, de la zone euro ou des États-Unis. Dans ces

Intégration dans les pays industrialisés...

---

<sup>15</sup> Les banques ont tendance à négocier les prêts par lots entiers lorsqu'elles procèdent à une telle restructuration. En temps normal, il est plus courant d'opérer prêt par prêt.

<sup>16</sup> Sauf, récemment, pour les banques japonaises sur le marché secondaire local. Selon une enquête trimestrielle de la Banque du Japon, pour l'exercice avril 2003–mars 2004, ces transferts totalisaient ¥11 000 milliards, dont 38 % de prêts improductifs. Mais ce phénomène a été suivi, au deuxième trimestre 2004, par une activité exceptionnellement faible.

<sup>17</sup> Selon les professionnels, les grandes banques internationales présentes en Asie sont les principaux vendeurs, alors que la demande émane de banques taiwanaises et chinoises.

Intégration internationale du marché				
Par nationalité de l'emprunteur	% des prêts <sup>1</sup> pour lesquels l'arrangeur est de même origine <sup>2</sup> que l'emprunteur (sur la base du nombre de montages)		% des fonds <sup>1</sup> fournis par des banques de même origine <sup>2</sup> que l'emprunteur (sur la base des montants en dollars EU)	
	1993-98	1999-2004 <sup>3</sup>	1993-98	1999-2004 <sup>3</sup>
Pays et régions				
États-Unis	74	70	61	62
Zone euro <sup>4</sup>	59	72	71	67
Royaume-Uni	58	43	35	42
Autres pays d'Europe occidentale	37	26	36	25
Japon	62	84	63	87
Autres pays industrialisés	67	65	61	57
Amérique latine et Caraïbes	5	7	6	8
Asie et Pacifique	29	37	34	51
Europe orientale	9	12	10	13
Moyen-Orient et Afrique	15	20	22	28
Places franches	54	36	44	31
Membres de la zone euro				
Allemagne	43	46	57	44
Autriche	5	42	33	42
Belgique	17	22	31	16
Espagne	64	51	64	49
Finlande	26	13	16	9
France	48	50	45	46
Grèce	7	29	8	24
Irlande	20	18	16	14
Italie	34	53	39	48
Luxembourg	10	8	30	7
Pays-Bas	24	29	28	25
Portugal	31	27	30	23
Zone euro <sup>5</sup>	39	42	43	38
<sup>1</sup> Y compris montages purement domestiques. <sup>2</sup> Pays ou région. <sup>3</sup> 2004 : premier trimestre. <sup>4</sup> Emprunteur et arrangeur/bailleur de fonds sont résidents d'un pays quelconque de la zone euro. <sup>5</sup> Emprunteur et arrangeur/bailleur de fonds sont du même pays ; moyenne pour la zone.				
Sources : Dealogic Loanware ; calculs de l'auteur.				Tableau 4

régions, les arrangeurs principaux et les simples bailleurs de fonds sont souvent du même pays que l'emprunteur, l'apport des établissements étrangers excédant rarement 30 %<sup>18</sup>, que ce soit en nombre de montages ou en termes de montants.

Deuxièmement, les banques étrangères semblent davantage présentes (leur part dépasse souvent 60 %) dans les consortiums mis en place pour des emprunteurs européens extérieurs à la zone euro, et notamment du

<sup>18</sup> Pour les emprunteurs américains, la faiblesse de la participation étrangère doit être nuancée du fait de la proportion relativement élevée – environ 45 % depuis 2000 – des crédits consortiaux détenus par des groupes bancaires étrangers, après transferts sur le marché secondaire (tableau 3).

Royaume-Uni. On peut noter que les emprunteurs japonais ont tendance à payer des commissions plus élevées, en moyenne, que les emprunteurs du Royaume-Uni, dont le marché apparaît ainsi davantage soumis à la concurrence.

Troisièmement, à l'exception de l'Asie, peut-être, les consortiums créés en faveur des économies émergentes ont tendance à être dominés par des prêteurs étrangers. Il est à noter, en général, mais en particulier pour les régions Moyen-Orient et Afrique ainsi qu'Asie et Pacifique, que les banques domestiques (c'est-à-dire de la même zone géographique que l'emprunteur) sont davantage présentes en tant que simples bailleurs de fonds que comme arrangeurs principaux. La règle semble être qu'une grande banque internationale met sur pied un consortium, puis répartit le financement entre des prêteurs régionaux<sup>19</sup>. La présence d'un arrangeur étranger de bonne renommée tient lieu d'« accréditation » pour les banques de rang inférieur ; il leur est donc plus facile de participer à un montage international au titre de simple bailleur de fonds que comme arrangeur principal, auquel incombent des fonctions de sélection et de suivi.

...et dans les économies émergentes

Enfin, l'avènement de l'euro semble avoir entraîné une certaine intégration au sein du marché paneuropéen, en particulier au niveau des arrangeurs. Les deux premières colonnes du tableau 4 montrent qu'à l'intérieur de la zone euro le pourcentage de prêts montés par des banques du même pays que l'emprunteur est quasi identique avant et après 1999 (39 % contre 42 %)<sup>20</sup>. Parallèlement, la proportion globale d'arrangeurs de la zone est passée de 59 % à 72 %, ce qui laisse supposer que les banquiers de la zone ont effectué davantage de montages pour des emprunteurs de pays de la zone autres que le leur<sup>21</sup>. Par ailleurs, la hausse des crédits paneuropéens a, semble-t-il, été financée en bonne partie par des banques hors zone, puisque la proportion des banques de la zone parmi les bailleurs de fonds est restée relativement stable (tableau 4, deux dernières colonnes). Cela pourrait être le signe d'une plus grande capacité de bilan en dehors de la zone euro.

Une certaine intégration paneuropéenne

---

<sup>19</sup> Pour plus de précisions, voir McCauley *et al.* (2002) qui analysent aussi l'obligataire.

<sup>20</sup> Si l'euro est la principale monnaie de libellé des prêts aux agents européens (y compris d'Europe orientale), le dollar EU reste la monnaie de prédilection au niveau mondial (62 % des prêts consortiaux en 2003, contre 21 % pour l'euro et 6 %, dans chaque cas, pour la livre sterling et pour le yen).

<sup>21</sup> Dans une étude sur l'obligataire, Santos et Tsatsaronis (2003) montrent que l'élimination de la segmentation du marché qui a accompagné l'avènement de la monnaie unique ne s'est pas traduite, pour les obligations, par un renforcement des liens entre emprunteurs et consortiums de placement dans la zone euro. Il convient de souligner, toutefois, que les deux marchés sont assez différents à cet égard, notamment parce que les obligations sont vendues à des investisseurs institutionnels, et les crédits consortiaux plutôt entre banques.

## Conclusion

Il ressort de la présente étude que les crédits consortiaux, essentiellement destinés aux emprunteurs souverains à l'origine (dans les années 70), se sont développés au cours des années 90 jusqu'à devenir l'une des principales sources de financement des entreprises.

Le marché des crédits consortiaux présente des avantages pour les banques, en quelque capacité qu'elles interviennent. Il permet aux banques à la tête du consortium de percevoir des commissions de montage et de gérer leurs expositions de bilan. Il donne la possibilité aux banques de moindre importance – simples bailleurs de fonds – d'acquiescer certaines expositions sans subir les coûts d'analyse correspondants, envers des pays ou des secteurs où elles ne possèdent pas nécessairement les compétences requises ou une implantation adéquate. Il offre, dans les segments primaire et secondaire, les moyens d'une répartition plus efficiente du risque entre régions géographiques et entre établissements. Ainsi, ce sont plutôt les grandes banques américaines ou européennes qui montent les prêts en faveur d'emprunteurs des économies émergentes et qui les placent ensuite auprès des banques locales. Depuis l'avènement de la monnaie unique, les banques de la zone euro ont étendu leur activité paneuropéenne dans le montage des crédits et ont trouvé, à l'extérieur, des financements pour le risque correspondant.

Toutefois, l'intégration géographique de ce marché semble varier selon les régions, comme en témoignent les degrés divers de pénétration internationale. Ces différences peuvent être fonction de la taille des marchés nationaux, mais elles pourraient aussi résulter d'écarts de compétitivité ; il convient d'approfondir l'analyse sur ce point pour déterminer si ces différences sont systématiquement liées à des disparités de tarification, en particulier au niveau des commissions.

## Bibliographie

Allen, T. (1990) : « Developments in the international syndicated loan market in the 1980s », *Quarterly Bulletin*, Banque d'Angleterre, février.

Banque des Règlements Internationaux (2004) : *74<sup>e</sup> Rapport annuel*, chapitre 7, pp. 134–135.

Coffey, M. (2000) : « The US leveraged loan market : from relationship to return », in Rhodes, T., *Syndicated Lending, Practice and Documentation*, Euromoney Books.

Dennis, S. et D. Mullineaux (2000) : « Syndicated loans », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, octobre, pp. 404–426.

Madan, R., R. Sobhani et K. Horowitz (1999) : *The biggest secret of Wall Street*, Paine Webber Equity Research.

McCauley, R. N., S. Fung et B. Gadanecz (2002) : « Intégration financière de l'Est asiatique », *Rapport trimestriel BRI*, décembre.

Pennacchi, G. (2003) : « Who needs a bank, anyway ? », *Wall Street Journal*, 17 décembre.

Robinson, M. (1996) : « Syndicated lending : a stabilizing element in the Latin markets », *Corporate Finance Guide to Latin American Treasury & Finance*.

Santos, A. C. et K. Tsatsaronis (2003) : « The cost of barriers to entry : evidence from the market for corporate euro bond underwriting », *BIS Working Papers*, n° 134.