



NOUVELLE PISTE : LES EMPRUNTS OBLIGATAIRES



*Comité Ingénierie des Territoires –
Fédération des EPL - 13 mars 2012*

Synopsis

Les difficultés d'accès au crédit bancaire obligent les collectivités à diversifier leurs sources de financement, notamment à travers la « désintermédiation ». Si le marché obligataire fut, dans le passé, l'apanage de quelques rares collectivités – et ce, pour diverses raisons – force est de constater l'engouement récent des collectivités pour ce type de solution. Mais attention, si ce marché présente des atouts réels, il présente aussi des contraintes. Alors, le marché obligataire, oui mais pour quoi faire ? pour qui ? et comment ? Tout d'abord, il faut rappeler que le marché obligataire offre une variété de produits, qui diffèrent selon leur durée mais aussi le type de placement choisi (public ou privé). Dans la mesure où il s'agit d'un marché mondial, la concurrence entre les émissions est donc assez vive et plusieurs critères s'avèreront déterminants : la nature de l'émetteur et sa qualité (... sa « notation »), la taille de l'émission, sa structuration... Autrement dit, le financement désintermédié n'est pas une réponse universelle et quand bien même un potentiel existe, on ne s'improvise pas « émetteur obligataire ». Dès lors, un accompagnement spécifique est nécessaire de la part de professionnels, à la fois spécialistes de la notation mais aussi de l'arrangement d'émissions.

Sommaire

- 1- Bâle III et le financement des collectivités locales
 - Les grandes lignes de la réforme Bâle III
 - *Le renforcement des fonds propres*
 - *L'encadrement de la liquidité*
 - Les impacts de la réforme Bâle III sur le financement des collectivités locales :
 - *Rappel des spécificités de la relation bancaire avec les collectivités locales*
 - *Les conséquences en termes de prix et de volume*
 - *Les pistes de solution en matière d'adaptation des offres*
- 2- La désintermédiation comme nouvelle source de financement externe
 - *Les produits offerts par le marché obligataire*
 - *Les conditions d'accès au marché obligataire*
 - *Pour quels emprunteurs ?*
 - *Selon quelles modalités techniques et à quel coût ?*



Bâle III et le financement du secteur public local

Les enseignements de la crise financière de 2008

- Des fonds propres qui se sont révélés mal calibrés
 - Des fonds propres classés en « Core Tier One » n'ont pas absorbé les pertes durant la crise

- Bouleversement du marché du refinancement :
 - Fermeture du marché du refinancement interbancaire en octobre 2008 nécessitant des interventions massives des banques centrales
 - Des conditions de refinancement à long terme des banques qui se sont renchériées
 - Depuis deux ans, creusement des déficits publics qui accroît la demande sur les marchés obligataires et est donc potentiellement facteur de tensions

⇒ **Objectifs :**

- ⇒ **Renforcer l'autonomie des banques en cas de crise (fonds propres)**
- ⇒ **Mieux encadrer le risque de liquidité au niveau international**

- Renforcer la qualité et la quantité des fonds propres des banques pour mieux traverser les futures crises
 - **Qualité : renforcement des critères d'inclusion dans les fonds propres « Core Tier One »**
 - Certains instruments reconnus dans Bâle II seront désormais déduits dans Bâle III
 - **Quantité :**
 - Alourdissement des exigences en fonds propres sur les activités de marché

- Mieux appréhender le risque de liquidité pour renforcer la résistance des banques en cas de survenance de crises
 - **Jusqu'alors :**
 - les autorités bancaires surveillent la gestion du risque de liquidité des banques à travers les coefficients de liquidité(exemple 88-01 pour les banques françaises)
 - Aucune réglementation harmonisée au niveau international
 - **Nécessité de tenir compte de scénarii de stress plus réalistes**
 - **Le Comité de Bâle propose donc la mise en place de standards internationaux en matière de liquidité**

Les moyens mis en œuvre : 4 domaines de réformes

■ 2 chantiers concernent le renforcement du ratio de solvabilité

1 Fonds propres (numérateur)

- Composition du capital
- Conglomérats / assurance
- Impôts différés
- Titres de participations bancaires
- Autres nouveaux traitements prudentiels

2 Renforcements des exigences (dénominateur)

- Risques de marché
- Risques de contrepartie sur opérations de marché
- Autres mesures (institutions financières, etc.)

■ 2 chantiers concernent l'encadrement de la liquidité

3 Leverage

- Leverage ratio
- Procyclicité
- Institutions systémiques : exigences additionnelles (quantitatives et/ou qualitatives ?)

4 Liquidité

- Ratio d'actifs liquides à 30 jours : ratio « LCR »
- Ratio de transformation à 1 an : ratio « NSFR »

Les conséquences à venir pour le financement de l'économie

- Certaines activités seront +/- affectées par le volet « renforcement des fonds propres »
 - Activités de marché,
 - Capital-risque....

- Les nouveaux ratios de liquidité vont impacter le financement de l'économie :
 - Remise en question du modèle traditionnel des banques qui consiste à transformer des ressources courtes (dépôts) en actifs longs (crédits)
 - La nouvelle production de crédits devra être financée par des ressources stables et longues
 - Un renchérissement certain du coût du crédit
 - Incitation à collecter de l'épargne longue et à investir dans des titres d'Etat (ou « *corporate* ») plutôt qu'à octroyer de nouveaux crédits
 - Favorise la montée en puissance en Europe de la désintermédiation, actuellement plus développée aux Etats-Unis

2.

La désintermédiation comme nouvelle source de financement externe

Les produits offerts par les marchés obligataires (1/2)

- **Emissions monétaires : billets de trésorerie, ECP (Euro Commercial Paper), USCP (US Commercial Paper)**
 - **Les billets de trésorerie (BT)** sont des **titres de créance négociable (TCN)** émis par des entreprises (françaises ou étrangères) ou des collectivités locales ayant accès au marché monétaire.
 - D'une durée allant de 1 jour à 1 an, d'un montant minimal de 152 000 euros, le BT peut être émis à taux fixe ou avoir un coupon indexé sur une référence variable (le plus souvent l'EONIA).
 - Lorsqu'il est émis à taux fixe les intérêts peuvent être payés à la fin (postcomptés) ou payés d'avance (IPA).
 - La **notation financière** du programme par une agence de notation n'est pas obligatoire si l'émetteur est coté sur une place européenne (soit à la Bourse ou éventuellement s'il existe des obligations cotées de ce même émetteur). Dans la pratique, rares sont les entreprises ayant un programme de BT non noté car de plus en plus d'investisseurs refusent d'acheter des BT non notés.
 - Le plus gros des achats (environ 70%) est aujourd'hui réalisé par les fonds monétaires (SICAV, FCP), ainsi que par les sociétés d'assurances. C'est d'ailleurs ce gisement d'investisseurs (50% des fonds monétaires européens sont gérés en France) qui a contribué au succès de ce marché.
 - **Segment > 1 an : BMTN (Bon à Moyen Terme Négociable)**

Les produits offerts par les marchés obligataires (2/2)

- **Emissions obligataires de référence : émissions libellées en EUR, USD, GBP, JPY**
 - Ces **émissions** permettent de lever des **montants importants** et servent de points de comparaison pour les investisseurs institutionnels,
 - Elles sont typiquement d'un montant minimum d'un milliard €, d'un milliard USD, de 500 millions GBP ou de 50 milliards JPY,
 - Ces émissions sont de type « Eurobond ».

- **Autres émissions obligataires publiques, elles peuvent être :**
 - **De taille variable**
 - **De format variable** : taux fixe, taux variable, structurées
 - **Libellées en toute devise**
 - **Destinées à des investisseurs institutionnels et/ou à des investisseurs « retail »**

- **Placements Privés**
 - Soit « **plain vanilla** », soit **structurés**, ces placements peuvent être **de toute taille** (EUR 1 million à EUR 1 milliard) et **de toute maturité**
 - Afin de maximiser la taille des financements levés par ce type d'instruments et d'en minimiser le coût, il est essentiel de **pouvoir adapter son offre à la demande des investisseurs**
 - Les principaux types de structure sont liés : aux taux d'intérêt, à l'inflation, aux taux de change, aux indices boursiers, à des actions ou panier d'actions, à des crédits (CDS), à des fonds
 - Le support juridique principalement utilisé est le **programme « MTN »**, mais d'autres formats tels que JPY Loan, Schuldschein permettent de diversifier la distribution.

Les conditions d'accès aux marchés obligataires

- Des solutions de financement pour quels emprunteurs ?
 - Question de la taille du programme... et donc de celle de l'emprunteur
 - Question de la structuration : notation, suivi...
 - Si le « ticket d'entrée » a tendance à baisser (émission récente autour 30 M€), l'accès est malgré tout restreint aux « grandes » collectivités
 - L'enjeu de la notation : optimiser la solvabilité et garantir la liquidité de l'émission
- À quel coût ?
 - Les paramètres qui interviennent dans le niveau du *spread* d'émission :
 - la qualité de crédit de l'émetteur ;
 - la durée d'émission ;
 - la plus ou moins grande liquidité du marché
 - l'encours émis par l'émetteur
 - Le profil de l'obligation (« bullet » ou « amortissable ») => lié à la liquidité du marché
 - Pour les émetteurs fréquents, intérêt des programmes EMTN :
 - Des coûts à l'émission réduits (les coûts de mise en place d'un programme sont amortis dès la seconde émission annuelle de taille Benchmark)
 - Une flexibilité accrue permettant d'effectuer des transactions Benchmarks mais également de taille plus réduites, en fonction des opportunités de marché afin de tirer profit d'éventuels arbitrages et de « *reverse enquiries* » (émissions à la demande des investisseurs)

- Un environnement bancaire en mouvement qui pousse à l'innovation dans les solutions d'accompagnement de nos clients
- La gestion du risque de liquidité, un métier à part entière à intégrer chez les emprunteurs
- Le marché obligataire, une solution d'avenir... mais peut-être pas pour tous...



ANNEXES



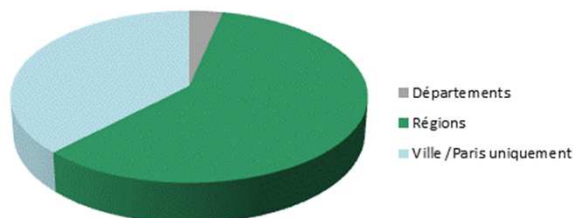
Malgré les difficultés d'accès au financement bancaire, un très faible nombre d'opérations

Collectivité	Montant (M€)	Maturité (an)	Investisseurs
Département de l'Essonne	10	10	Marché
Région Auvergne	20	15	Particuliers
Ville de Paris	100	14	Marché
Région IDF	110	10	Marché
Ville de Paris	21	15	Marché
Région PACA	52	11	Marché
Région Rhône Alpes	120	12	Marché
Ville de Paris	100	15	Marché
Région Pays-de-la-Loire	43	10	Marché
Département de l'Essonne	10	10	Placement privé
TOTAL	586		

Un montant d'émissions proche de 600 M€

Région IDF et Ville de Paris représentent plus de la moitié des émissions

Une très forte concentration et tout particulièrement Région IDF et Ville de Paris, acteurs réguliers



Répartition des émissions en montants

Sources : Bloomberg

Date de l'émission	Emetteur	Notation à l'émission	Coupon	Date de Maturité	Taille de l'Emission (EUR millions)	Spread vs. Swap (bp)	Spread vs. OAT (bp)
07-Avr-09	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	4.500%	23-Apr-19	200	95	80
17-Jun-09	Ville de Paris	Aaa/AAA/AAA	4.625%	29-Jun-22	200	Placement Privé	na
02-Jul-09	Département de l'Essonne	-/AA/AA	6ME +85bp	08-Jul-19	25	Placement Privé	na
9-Sep-09	Région des Pays-de-la-Loire (transaction destinée aux particuliers)	-/AA/-	4.000%	16-Oct-15	80	105	118
26-May-10	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	3.200%	04-Jun-20	300	30	30
29-Jun-10	Département de l'Essonne	-/AA/AA	3.357%	02-Jul-20	15	48	28
10-Jun-10	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	3ME +30bp	21-Jun-17	100	Placement Privé	na
23-Nov-10	Ville de Paris	Aaa/AAA/AAA	3.500%	02-Dec-24	100	Placement Privé	na
2-Dec-10	Ville de Paris	Aaa/AAA/AAA	3.875%	29-Dec-25	140	37	30
31-Mai-11	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	3.625%	07-Jan-22	200	32	28
29-Jun-11	Ville de Paris	Aaa/AAA/AAA	4.120%	13-Jul-26	60	35 - Estimation	23
30-Jun-11	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	3.625%	07-Jan-22	100	32	23
01-Jul-11	Département de l'Essonne	-/AA/AA	6ME +37bp	08-Jul-18	20	na	na
08-Jul-11	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	4.035%	13-Jul-26	60	35 - Estimation	24
28-Sep-11	Département de l'Essonne	-/AA/AA	3.325%	14-Oct-21	10	75	na
28-Oct-11	Région Auvergne (transaction destinée aux particuliers)	-/AA/-	4.000%	07-Nov-16	20	na	na
18-Nov-11	Ville de Paris	Aaa/AAA/AAA	3.875%	29-Dec-25	100	135 - Estimation	40
09-Dec-11	Région Ile-de-France	Aaa/-/AAA	3.625%	07-Jan-22	110	140 - Estimation	65
21-Dec-11	Ville de Paris	Aaa/AAA/AAA	4.000%	29-Dec-26	21	120 - Estimation	40/45
11-Jan-12	Région PACA	-/-/AAA	4.150 %	01-Feb-23	52	165 - Estimation	70
13-Jan-12	Région Rhône-Alpes	Aaa/-/AAA	4.000%	24-Jan-24	120	165 - Estimation	60/70
31-Jan-12	Ville de Paris	-/AA+/AAA	4.000 %	02-Apr-27	100	135 - Estimation	40
08-Fev-12	Région Pays-de-la-Loire	-/AA/-	4.000 %	22-Feb-22	43	160 - Estimation	105
13-Fev-12	Département de l'Essonne	-/AA/AA	4.000 %	27-Nov-21	10	Placement Privé	na

Sources : Bloomberg