

# L'évolution du marché des prêts consortiaux en Amérique du Nord

*Jim Armstrong*

**L**e crédit consortial, qui se situe à la confluence des services bancaires commerciaux et des services bancaires d'investissement, est l'une des sources de financement les plus importantes et les plus souples qui soient. Utilisé par les pouvoirs publics depuis des décennies déjà, il est devenu, depuis une vingtaine d'années, un mode de financement de premier plan pour les entreprises de grande taille et même, de plus en plus, pour celles de taille moyenne<sup>1</sup>. Bien que le marché des prêts consortiaux n'ait cessé d'évoluer au fil des ans, il a connu des mutations spectaculaires depuis le début des années 1990, surtout aux États-Unis, la transparence et la liquidité accrues ayant amélioré l'efficience du marché du crédit et rapproché ce dernier des marchés de valeurs mobilières à bien des égards.

Les grandes banques canadiennes sont maintenant très présentes sur le marché mondial des prêts consortiaux, particulièrement au sud de la frontière, et elles assument des risques de crédit considérables. Le marché canadien du crédit consortial n'est pas aussi développé que son pendant américain sur le plan des caractéristiques qu'il présente ou de la diversité des opérateurs. Il en subit toutefois l'influence et l'on s'attend à ce qu'il continue de gagner en importance.

## Principales caractéristiques

En termes généraux, on définit un consortium de prêt comme le regroupement de plusieurs établissements de crédit (souvent une dizaine ou plus) qui s'entendent pour offrir une facilité de crédit à un emprunteur (Dennis et Mullineaux, 2000)<sup>2</sup>.

1. Le présent article constitue un résumé d'un document de travail publié récemment par la Banque du Canada (Armstrong, 2003).
2. Sur le marché américain des prêts consortiaux, il n'est pas rare de voir des consortiums réunissant de 50 à 60 établissements. Sur le marché canadien, les consortiums sont généralement de taille beaucoup plus modeste et rassemblent habituellement de sept à dix participants.

Bien qu'il existe de nombreuses formes de consortiums, la structure de base comprend un chef de file (la banque mandataire), qui représente un groupe de prêteurs (les banques participantes) et qui dirige l'opération en leur nom.

Presque tous les types de prêts ou de facilités de crédit aux entreprises peuvent être octroyés par un consortium. C'est le cas, par exemple, des prêts à terme, du crédit renouvelable (qui donne à l'emprunteur le droit, mais non l'obligation, de s'en prévaloir) et du crédit de soutien (lignes de crédit dont on s'attend qu'elles ne soient utilisées que dans des circonstances exceptionnelles, comme à l'occasion de perturbations du marché). D'autres facilités plus spécialisées, telles que les prêts à la construction, les prêts à l'exportation et le crédit-relais, peuvent aussi être offertes par des consortiums.

Les facilités de crédit consortial comportent habituellement des échéances moyennes (soit de un à cinq ans), quoique l'éventail des échéances puisse varier de trois mois à vingt ans. En général, elles sont assorties d'un taux d'intérêt variable, contrairement aux instruments à taux fixe que l'on trouve fréquemment sur les marchés des titres d'emprunt, et ce taux est revu mensuellement ou tous les deux, trois ou six mois. Les montages consortiaux d'envergure se composent normalement de tranches multiples, chacune ayant ses propres modalités et caractéristiques et étant conçue à l'intention d'investisseurs différents.

Les prêts consortiaux s'apparentent à plusieurs égards à certains autres instruments de transfert du risque de crédit qui ont été créés au cours de la dernière décennie et qui permettent aux opérateurs des marchés financiers de moduler avec plus de précision leur exposition au risque de crédit. Les actifs titrisés et les produits dérivés de crédit en sont deux exemples qui connaissent actuellement un essor rapide<sup>3</sup>.

3. Voir l'article de John Kiff dans la présente livraison (p. 35) pour une analyse des instruments de transfert du risque de crédit.

## Évolution de la relation de crédit

Pendant longtemps en Amérique du Nord, de manière générale avant la fin des années 1980, les prêts aux entreprises consistaient principalement en une série d'ententes bilatérales conclues entre l'emprunteur et une ou plusieurs banques individuelles (Graphique 1-A). Ces ententes étaient parfois complétées par la mise sur pied d'une facilité de prêt consortial ad hoc lorsque le montant du financement nécessitait la participation d'un plus grand nombre de banques. Cet ancêtre du marché des prêts consortiaux était essentiellement un marché fermé, sans transparence ni liquidité (Asarnow et McAdams, 1998).

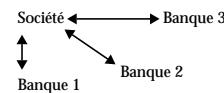
En comparaison, le marché actuel du crédit consortial dans sa forme la plus achevée (aux États-Unis et, de plus en plus, dans d'autres pays) fait appel à un mécanisme de placement hautement concurrentiel, semblable à celui qui est utilisé pour la vente initiale d'actions et d'obligations<sup>4</sup>. Ce mécanisme est soutenu par un marché secondaire dynamique — dans lequel les prêts sont négociés — de manière à faciliter les rectifications de tir après la phase de placement initial. Le marché actuel des prêts aux entreprises présente donc nombre des caractéristiques des marchés de valeurs mobilières.

Les prêts consortiaux sont accordés à la pièce et pris en charge par des regroupements de prêteurs (Graphique 1-B). D'aucuns sont d'avis que, dans un tel contexte, le crédit est moins axé sur la relation entre l'emprunteur et le prêteur, et beaucoup plus sur la transaction en tant que telle. Les modalités seraient par conséquent établies davantage en fonction de la nature du financement et des conditions du marché au moment où le consortium est formé, plutôt qu'en fonction du rapport qui existe entre l'emprunteur et le prêteur. Cette thèse comporte une part de vérité, surtout lorsque le chef de file du consortium est une banque d'investissement. Néanmoins, les banques commerciales soutiennent que leur décision de consentir un prêt à une entreprise, dans le cadre d'un consortium ou d'une entente bilatérale, dépend largement de la rentabilité de leur relation globale avec le client. Les prêts consortiaux réunissent donc des éléments propres à chacune de ces formules, en ce sens que le chef de file analyse et suit de près les

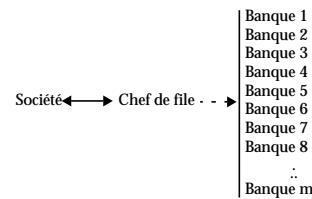
**Graphique 1**

Les prêts bancaires aux sociétés, d'hier à aujourd'hui

A. Hier : ententes bilatérales



B. Aujourd'hui : ententes multilatérales



4. Les banques se livrent souvent concurrence pour obtenir le mandat de gérer, à titre de chef de file, un montage consortial proposé par un emprunteur. Une banque chef de file peut aussi prendre elle-même l'initiative de présenter une proposition de financement à un emprunteur potentiel.

Tableau 1

**Ampleur du marché américain des prêts consortiaux, selon les données du Shared National Credit Program des États-Unis**

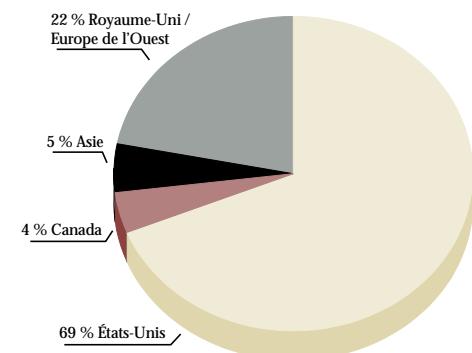
	1998	1999	2000	2001	2002
Valeur des facilités (en milliards de dollars É.-U.)	1 759	1 829	1 950	2 050	1 900
Nombre de facilités	10 389	8 974	9 848	10 146	9 328
Nombre d'emprunteurs	6 710	5 587	5 844	5 870	5 542

Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale

Graphique 2

**Marché mondial des prêts consortiaux**

Émissions par région d'établissement des emprunteurs, de 1995 à 1999

Source : T. Rhodes, *Syndicated Lending Practice and Documentation*, Londres, Euromoney Books, 2000, tableau 1.8

activités de l'emprunteur à l'intérieur d'une relation traditionnelle, pour ensuite vendre ou prendre ferme une partie ou la totalité du financement selon un mécanisme qui rappelle le fonctionnement des marchés de capitaux (Dennis et Mullineaux, 2000).

**Évolution du marché**

Le marché américain des prêts consortiaux, dont l'encours des crédits (utilisés ou non) totalise actuellement près de deux billions de dollars (tableau ci-contre), est celui qui offre les caractéristiques les plus avancées en matière de crédit consortial aux entreprises. Ce marché a connu une expansion rapide pendant la plus grande partie des années 1990, quoique son rythme de croissance ait ralenti récemment. Il est de loin le plus imposant au monde sous l'angle des émissions brutes (Graphique 2).

Nombre des caractéristiques du marché contemporain du financement consortial aux États-Unis tirent leur origine de la période de restructurations d'entreprises, de rachats stratégiques et d'acquisitions par emprunt qui a débuté dans les années 1980, durant laquelle les prêteurs cherchaient des moyens plus efficaces de gérer leurs risques de crédit, en forte augmentation. Ce marché a continué de se développer durant les années 1990, et aujourd'hui, le marché mondial des prêts consortiaux est beaucoup plus transparent et efficient qu'auparavant, comme en témoignent l'évolution rapide des ententes normalisées entre institutions et la diversité accrue des opérateurs.

Parmi les événements marquants des 10 à 15 dernières années qui ont contribué à l'évolution du marché américain des prêts consortiaux, citons les suivants :

- L'émergence d'un groupe de grandes banques consortiales qui fonctionnent davantage à la manière de banques d'investissement que de banques commerciales, et qui tirent leurs revenus de la gestion de consortiums, plutôt que des écarts de taux d'intérêt sur des prêts conservés jusqu'à l'échéance.
- La vive expansion du segment spéculatif du marché, qui offre une meilleure rétribution aux preneurs fermes et des rendements plus élevés aux investisseurs que le segment des titres de bonne qualité. Les risques potentiels sont cependant plus grands.
- L'émergence des prêts comme nouvelle catégorie d'actif dotée de caractéristiques de placement particulières et attirant des investisseurs institutionnels autres que des banques. Cette

innovation a été facilitée par le fait que, depuis 1996, les principales agences de notation cotent les prêts. La création d'indices de cours et de taux de rendement reconnus qui facilitent les comparaisons avec d'autres catégories d'actif a également joué un rôle.

- La croissance d'un marché secondaire dynamique et relativement liquide pour les prêts, soutenu par des ententes de négociation normalisées.

## Facteurs de risque

Les changements majeurs que connaissent les instruments et les marchés financiers peuvent poser des risques susceptibles de nuire aux institutions financières individuelles. Nous abordons ici deux des préoccupations qui ont été soulevées relativement au marché actuel du crédit consortial.

### Asymétrie de l'information

Le rôle des banques chefs de file s'est transformé au cours des ans, passant de la représentation d'un groupe de banques se partageant l'octroi d'un prêt important à la médiation entre les intérêts conflictuels du client — l'emprunteur — et des banques participantes. Si le chef de file possède plus de renseignements que les autres membres du consortium, il se peut qu'il s'attribue par opportunitisme la meilleure part, en se réservant par exemple relativement plus de prêts de bonne qualité et moins de prêts de qualité inférieure qu'il ne pourrait si toutes les parties disposaient de la même information. Les études empiriques effectuées à ce jour n'ont cependant pas permis d'établir l'existence de tels abus de la part des chefs de file<sup>5</sup>.

### Risques liés à l'« engagement ferme » dans le cadre d'une prise ferme

Il n'est pas rare qu'un chef de file s'engage à prendre ferme la totalité d'un prêt et qu'il en vende ensuite des tranches aux autres membres du consortium. Cet engagement ferme est bien différent du placement pour compte, où le chef de file convient de ne conserver qu'une tranche minimale désignée du montage prévu, le solde étant réparti ou

commercialisé au sein d'un groupe de banques et d'autres établissements.

L'engagement ferme revêt souvent une importance primordiale pour l'emprunteur, qui a besoin d'avoir l'assurance qu'il obtiendra les fonds nécessaires pour réaliser une fusion, une acquisition ou une autre opération stratégique imminente. La banque chef de file assume alors le risque que d'autres prêteurs ne se joignent pas à elle.

Les ententes contractuelles ont toutefois évolué et permettent maintenant d'atténuer certains des risques rattachés aux engagements fermes. Ainsi, il semble que la plupart des conventions de prêt consortial renferment désormais des dispositions relatives aux changements négatifs importants, qui précisent les différents motifs légitimes qu'un prêteur peut invoquer pour rétracter son engagement. Une autre innovation, plus récente celle-là, est la tarification modulable au gré du marché. Ce type de tarification a pour but d'aider le chef de file à gérer le risque de marché normal<sup>6</sup> en lui donnant la latitude nécessaire pour faire varier d'un certain nombre de points de base l'écart par rapport au taux de référence du prêt (par ex. le LIBOR ou le taux préférentiel), selon l'évolution des conditions du marché entre l'annonce et la conclusion du prêt<sup>7</sup>.

## Conclusion

L'évolution rapide du marché du crédit consortial au cours des quelque dix dernières années a contribué à accroître l'efficience et la transparence des marchés des prêts aux entreprises. Le développement de ces marchés participe de l'essor des marchés du transfert du risque de crédit, dont ceux des produits dérivés de crédit et de la titrisation. L'évolution du crédit consortial souligne aussi un changement important dans le domaine bancaire, soit le fait que les prêts s'apparentent de plus en plus à des valeurs négociables.

Lorsque les instruments et les marchés financiers subissent des mutations d'envergure, ils peuvent présenter des risques qui doivent être suivis de près. Dans le cas des prêts consortiaux, même si certaines innovations récentes peuvent entraîner des risques, elles peuvent aussi aider à mieux répartir le risque de crédit, ce qui devrait favoriser la stabilité financière.

---

5. Simons (1993) constate en fait que la part d'un montage consortial retenue par le chef de file augmente à mesure que la qualité du crédit diminue. Une analyse plus récente, effectuée par Jones, Lang et Nigro (2000), porte sur un vaste échantillon de données relatives à des prêts recueillies de 1995 à 1999. Les auteurs en concluent que les banques mandataires ont tendance à conserver une plus grande part des prêts de qualité moindre, ce qui réfute la thèse de l'opportunisme.

6. La tarification modulable au gré du marché semble être devenue monnaie courante après la déroute des marchés qui a suivi la défaillance de la Russie et le quasi-effondrement du fonds spéculatif LTCM à la fin de 1998.

7. La tarification modulable au gré du marché peut être à l'avantage des emprunteurs si les conditions du marché s'améliorent durant cette période.

## Bibliographie

- Armstrong, J. (2003). « The Syndicated Loan Market: Important Developments in the North American Context », document de travail n° 2003-15, Banque du Canada.
- Asarnow, E., et M. McAdams (1998). « Corporate Loan Portfolio Management ». In : *Bank Loans: Secondary Market and Portfolio Management*, publié sous la direction de Frank J. Fabozzi, New Hope (Pennsylvanie), Frank J. Fabozzi Associates, p. 171-179.
- Dennis, S., et D. Mullineaux (2000). « Syndicated Loans », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, p. 404-426.
- Jones, J., W. Lang et P. Nigro (2000). « Recent Trends in Bank Loan Syndications: Evidence for 1995 to 1999 », document de travail n° WP2000-10, Economic and Policy Analysis, Office of the Comptroller of the Currency.
- Kiff, J. (2003). « L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit », *Revue du système financier de la Banque du Canada*, présente livraison.
- Simons, K. (1993). « Why Do Banks Syndicate Loans? », *New England Economic Review* (janvier-février), p. 45-52.