



VÉRONIQUE LAMBLÉ
Présidente d'Apécialis

Subordonné, un danger ?

En ces temps où la finance devient extrêmement tendue et complexe, il nous paraît utile de préciser ce que signifie le mot subordonné dans le cadre d'un emprunt.

Si, dans la vie courante, le mot subordonné sous-entend « qui est sous autorité » ou « qui dépend de quelqu'un ou de quelque chose », cet adjectif – lorsqu'il est adossé à un emprunt – signifie qu'il dépend d'une série en hiérarchie de conditions. Par simplification, nous allons limiter ici notre analyse aux emprunts subordonnés, c'est-à-dire aux obligations subordonnées.

OBLIGATIONS SUBORDONNÉES

Une obligation est un titre par lequel un grand organisme – autorisé par les autorités financières – émet un emprunt pour une durée donnée. Emprunt qui va être rémunéré pendant cette durée à un certain taux. Sachant que la rémunération du taux peut être versé de façon périodique – on appelle cela des coupons – ou en totalité, à la fin, au moment du remboursement. Il s'agit alors d'un emprunt « *in fine* » et on appelle ces titres des « obligations zéro coupon ».

LE « SPREAD »

Selon la qualité de l'émetteur, c'est-à-dire sa fiabilité et le crédit qu'on lui accorde (sa capacité à rembourser), il va pouvoir emprunter à un taux qui va se situer au prix du marché, ou un petit peu au-dessus : les emprunteurs les plus fiables (le premier étant l'Etat, on appelle cela « le risque souverain »), définissant le prix du marché, et les emprunteurs moins fiables devant payer une surprime, c'est-à-dire qu'ils vont rémunérer à un taux supérieur au taux du marché, cet écart étant ce que l'on appelle « le spread ».

Par exemple, lorsqu'une OAT (obligation assimilable du Trésor) est mise au taux de 4,50 %, un émetteur peut être amené dans le même temps et la même durée, à rémunérer à 4,80 %,

4,90 % et plus encore en fonction de la confiance que le marché place en lui.

PROSPECTUS

Lorsque l'obligation est subordonnée, le paiement des coupons et le remboursement lui-même sont soumis à une liste de conditions qui font l'objet d'un descriptif détaillé, dans un document appelé prospectus. Ce qu'il est extrêmement important de savoir, c'est que sans avoir analysé complètement le document en question, il est extrêmement dangereux de croire que l'on peut souscrire un tel emprunt.

Au moment de la rédaction de ce papier, nous nous sommes procuré l'un de ces prospectus, d'un emprunt émis par une très grande institutionnelle franco-française. Le document fait 55 pages, entièrement en anglais. Celui-ci va définir les conditions dans lesquelles les paiements des intérêts promis, coupons et remboursements seront effectivement honorés. Ce qui sous-entend que sous certaines conditions, ces paiements ne seront pas honorés. Même si l'émission est faite par cette grande institutionnelle franco-française, l'obligation ne bénéficie donc pas de la garantie de cette franco-française. En échange et comme dit plus haut, le taux promis est plus élevé que le taux de marché.

RISQUES

Il faut bien être conscient que plus le taux est élevé, plus le risque est important. Se lancer dans l'analyse des 55 pages en anglais nécessite un certain nombre de conditions. Évidemment, il faut être bilingue, mais cela ne suffit pas. En cas de litige, les tribunaux qui seraient amenés à interpréter et qui sont donc des tribunaux français, habitués aux lois françaises, devront interpréter un texte régi par des règles différentes. Il ne faut pas être grand devin pour comprendre que cela posera forcément des problèmes d'interprétation. Et qu'il s'agira forcément d'un rapport de force. Le prospectus est aisé à se procurer, il suffit d'en faire la demande auprès de l'émetteur ou auprès de sa banque préférée.

CONDITIONS

Les conditions de remboursement peuvent être multiples et infinies. Elles sont liées aux résultats de l'entreprise, au taux du marché, à des indices extérieurs de n'importe quel pays, au prix de l'or, d'une matière première, d'une performance, d'une évaluation faite de façon subjective, ou encore au croisement de ces conditions entre elles.

Dans le marché que nous traversons aujourd'hui, on cote 40 des emprunts subordonnés qui ont été vendus 100, il y a moins d'un an et demi, et par de très grands émetteurs. L'objet de cet article est avant tout, vous l'avez compris, de dire que « subordonné » égale « attention danger ». Conclusion, nous ne disons pas qu'il faut définitivement abandonner les subordonnées, mais qu'avant d'en souscrire, il convient de l'analyser dans le détail, de s'appuyer sur les conseils d'un professionnel très averti, de toujours avoir à l'esprit que la rémunération supplémentaire accordée correspond à une prime de risque. •