



Les représentants de la masse obligataire sortent de l'ombre

Sophie Rolland - 19/11/2015

La sophistication des émissions donne un rôle accru à la fonction. Europlace propose d'adapter la « représentation de la masse » aux pratiques de marché.

La désintermédiation financière a parfois des effets inattendus. Qui aurait pensé que cette tendance récente redonnerait de l'intérêt à une fonction instituée par un décret de 1935 ? Longtemps considéré comme anecdotique, le rôle de « représentant de la masse obligataire » reprend de l'importance avec la sophistication croissante des opérations. « Dans le cadre d'un EuroPP, le représentant de la masse a des responsabilités étendues en matière d'information et de suivi des ratios financier », explique Henri-Pierre Jeancard, un ancien banquier de financement (Citibank, CACIB, Oddo & Cie, Bryan Garnier) qui s'est spécialisé dans le suivi des émissions de valeurs mobilières avec la création d'Aether Financial Services en avril dernier. « Dans toutes les opérations avec des garanties ou des 'covenants', il agit comme mandataire pour l'exercice des sûretés et s'assure du renouvellement des sécurités », poursuit-il.

Conflit d'intérêts

A la différence du droit anglo-saxon, la législation française prévoit que les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité morale. C'est l'assemblée générale des obligataires qui désigne les représentants de la masse, et les décisions prises à la majorité s'imposent à la totalité des porteurs. Jusqu'ici, émetteurs, banquiers et investisseurs n'accordaient que peu d'importance à ce rôle. « Pour un emprunt obligataire bien noté et vanille, c'est une fonction qui ne demande absolument aucun travail », relève un banquier. Les représentants de la masse obligataire se trouvaient alors classiquement au sein des services titres des banques, par ailleurs arrangeuses des mêmes émissions. « Récemment, les départements 'compliance' des banques ont pris conscience du problème de conflit d'intérêts et des responsabilités grandissantes associées au rôle, faisant naître un besoin sur le marché du post-transactionnel », indique Henri-Pierre Jeancard. Pour lui, « le besoin de personnes expérimentées et indépendantes se ressent pour toutes les opérations et a fortiori les plus structurées d'entre elles comme les EuroPP ou les émissions de 'project bonds' : en cas de problème, il faut pouvoir faire voter les porteurs. Et lorsque la documentation prévoit des obligations contractuelles à respecter par l'émetteur, il est essentiel de faire appliquer de manière indépendante le contrat d'émission, qui peut comporter l'exercice de garanties ». Si, pour l'instant, aucun réel problème sur les sécurités n'est à déplorer, « compte tenu de la qualité de crédit et de la structure de certaines opérations, la bonne gestion du premier accident sera un sujet important pour les investisseurs », souligne le fondateur d'Aether Financial Services. Certains, comme Gregory Dian chez Massquote, ont mis en place des outils de nature à améliorer la communication entre émetteurs et investisseurs. « Actuellement, les investisseurs sont obligés de rassembler les informations auprès de l'émetteur ou du représentant de la masse. Notre outil Massquote IQ permet un meilleur suivi du risque par les investisseurs puisqu'il transmet les informations financières et en particulier l'évolution des 'covenants' en temps réel et de façon sécurisée », précise-t-il. Seul problème : faire payer les investisseurs pour ce service. « C'est d'autant plus difficile que classiquement, c'est l'émetteur qui rémunère le représentant de la masse pour le compte des investisseurs. C'est pourquoi nous allons permettre à certains d'entre eux de bénéficier de ce suivi gratuitement dans un premier temps », explique-t-il. Grégory Dian veut croire qu'« à terme, l'évolution des principes de suivi du risque devrait soutenir le développement de ce type de plate-forme ». La notion de représentation de la masse a également éveillé l'intérêt de Paris Europlace, qui a créé un groupe de travail présidé par

Gilles Endréo, associé chez White & Case. « *Le concept est un peu dépassé : il n'y a plus vraiment de masse d'investisseurs individuels comme au début du XXe siècle, plutôt des groupes restreints d'investisseurs institutionnels* », souligne un professionnel. Dès lors, il faudrait pouvoir distinguer deux cas. Celui des émissions obligataires « vanille » notées en catégorie d'investissement : « *Les émetteurs et les investisseurs devraient pouvoir se mettre d'accord contractuellement sur la façon – conditions de quorum et de majorité – de prendre une certain nombre de décisions* », estime Gilles Endréo. Et celui des émissions obligataires plus complexes faisant intervenir des garanties et des sûretés (obligations de projet, EuroPP). « *A l'inverse, dans certains cas, il serait préférable de prévoir deux rôles : celui du 'bond trustee', représentant des obligataires, et celui du 'security trustee', chargé de suivre les hypothèques, de les renouveler, etc. Le contrat d'émission devrait permettre de définir ces rôles* », estime Gilles Endréo. Au moins deux autres pistes sont évoquées pour rendre la pratique française des émissions obligataires plus en ligne avec les usages internationaux. Une consultation écrite des obligataires devrait pouvoir être préférée à un vote en assemblée, par exemple pour accorder une dispense sur un ratio financier. Par ailleurs, « *dans les cas de financements d'actifs ou de projet, il serait plus efficace de rassembler l'ensemble des créanciers et non les seuls obligataires pour les votes et les consultations* », avance l'avocat. Le texte rédigé par le groupe de travail a été transmis à Bercy et pourrait être présenté au Parlement en 2016.

Cet article a été imprimé depuis le site www.agefi.fr

La reproduction de cet article n'est autorisée que dans la limite d'une copie et pour un usage strictement personnel.

Toute autre utilisation nécessite une autorisation préalable de L'Agefi.

© L'Agefi - 2015