

Le financement offshore

LE FINANCEMENT OFF-SHORE

AVANT - PROPOS

Les entreprises ont connues une large internationalisation durant les années cinquante ainsi les industries autrefois familiales ont dépassé le cadre national pour s'implanter dans des Etats voisins.

Progressivement certaines entreprises ont établi une présence sur l'ensemble des continents du globe dépassant donc largement les législations de chaque Etat. Ainsi la taille de certains groupes est aujourd'hui si considérable qu'en raison de la richesse qu'ils créent et du nombre de personnes qu'ils emploient leur poids économique peut être supérieur à celui de certains Etats.

Ces multinationales sont donc devenues des organisations globales qui opèrent une gestion mondialisée de leurs actifs tout en gérant des opérations à un niveau local dans de nombreux pays, ces pays disposant souvent de législations différentes, et parfois de monnaies différentes.

Dans ce contexte et afin d'assurer leur croissance et de financer leurs investissements, ces multinationales doivent trouver des financements à leur mesure. Cependant, s'agissant de montants rarement inférieurs au milliard d'euros, aucune institution financière ni aucun marché obligataire ne pourrait absorber seul, à un coût raisonnable de tels emprunts.

Les multinationales doivent alors se tourner vers des modes de financement de moins en moins nationaux et de plus en plus globaux.

Parallèlement à cette internationalisation des entreprises, les marchés financiers ont connu, bien qu'un peu plus tardivement un développement similaire. Ainsi peu à peu les marchés des pays développés se sont ouverts sur l'international, contribuant à créer un gigantesque marché du financement mondial. Les Etats, les plus grandes multinationales, ou encore certaines organisations pouvaient s'y adresser et lever les sommes gigantesques dont elles avaient besoin.

PLAN

Introduction

- I. Développement des euro-devises :**
 - 1- Définition du marché des euro-devises**
 - 2- Apparition du marché des euro-devises**
 - 3- Raisons de développement du marché des euro-devises**
 - 4- Comparaison des conditions sur le marché euro et sur le marché domestique**
- II. Processus de création des euro-devises :**
- III. Opérations financières sur les euro-devises :**
 - 1- Un marché de gros**
 - 2- Un marché de détail**
 - 3- Un exemple d'un montage des euro-crédits**
 - a. Présentation des euro-crédits**
 - b. Pourquoi recourir au marché des euro-crédits**
 - c. Les avantages et les inconvénients des euro-crédits**
 - d. Les principaux crédits**
 - ✓ Les crédits à taux fixe
 - ✓ Les crédits à taux variable
 - e. Les caractéristiques des euro-crédits**
 - f. Approche de la syndication**
- IV. Marchés des émissions internationales**
 - 1- Marché des euro-obligations**
 - 2- Marché des euro-actions**
 - 3- Autres marchés**
 - a. Euro-notes**
 - b. Euro-papier commercial**
 - c. Euro-effets**
- V. Fonctions des euro-marchés :**
 - 1- Protection contre le risque de change**
 - 2- Transformations internationales**
 - 3- Transformations domestiques**
- VI. Places internationales Off shore :**
 - 1- Les centres off-shore**
 - 2- Les places financière off-shore ou zones franches bancaires**
 - 3- La place financière off-shore Tanger Free Zone**

Conclusion.

INTRODUCTION

Dans le domaine économique, avant de prendre la signification qui nous intéresse, l'expression off-shore a été utilisée avec deux sens particuliers. Tout d'abord la définition « historique » : c'était le qualificatif donné, après la seconde guerre mondiale, aux achats effectués à l'étranger par le gouvernement américain dans le cadre de sa politique d'aide internationale ; le Plan Marshall était l'exemple type de l'aide off-shore. Ensuite ce terme servit à désigner plus généralement toutes les opérations réalisées en dehors du pays : des achats off-shore sont ici des achats effectués à l'étranger.

A l'euro-marché un troisième sens est apparu. Un centre bancaire ou financier off-shore est une zone géographique où des établissements bancaires ou financiers de toute origine exercent librement leur activité, à condition que leur clientèle soit des non-résidents et qu'ils travaillent essentiellement en euro-devises.

Les marchés des capitaux peuvent être considérés comme l'extension des marchés domestiques nationaux. C'est d'ailleurs sur cette base qu'historiquement les mouvements de capitaux se sont développés à partir des années 60. Mais le phénomène des euromarchés ; « véritable phénomène de génération spontanée » ; a eu comme conséquence énorme que les marchés internationaux des capitaux évoluent de plus en plus en dehors du domaine d'intervention et de contrôle des gouvernements, et a joué un rôle moteur dans le développement et la croissance des marchés.

On peut dire que, jusqu'au début des années 80, une première voie d'intégration des marchés internationaux des capitaux s'est réalisée par les euro-marchés. Il faut dire, modestes jusqu'aux années 70, les euromarchés se sont réellement épanouis à partir des chocs pétroliers, ils furent alors l'un des principaux canaux de recyclage des fonds pétroliers.

Les euro-crédits vont progressivement couvrir toutes les échéances, étant cependant entendu que l'élément le plus important en volume va

demeurer celui des euro-devises (court terme) ; le moyen terme jouant ; avec les euro-crédits ; un certain rôle à côté des euro-obligations.

Né dans les années 50, le marché des Eurodollars est devenu, avec les chocs pétroliers et le recyclage des pétrodollars, le foyer de la finance internationale. Durant cette période, l'abondance monétaire et l'inflation font chuter les taux d'intérêts réels au dessous de zéro.

Ainsi, les euromarchés se sont développés, les centres offshore ont émergé et les réseaux bancaires de toute origine exercent désormais librement leurs activités. De ce fait, le financement offshore apparaît comme étant la résultante du développement des marchés des eurodevises.

Par cet exposé, on se propose de mettre en lumière dans une première partie le développement du marché des eurodevises, leur apparition et leur comparaison avec le marché domestique. Puis, nous aborderons le processus de création des eurodevises. Ensuite, nous allons tenter de traiter les différentes opérations financières sur les eurodevises pour conclure enfin avec une présentation des places financières offshore et plus particulièrement l'expérience Marocaine de la zone franche de Tanger.

Chapitre 1 : Développement des euro-devises

I. Définition du marché des euro-devises

Le marché international voit le jour au milieu des années 20, cependant son véritable essor n'a commencé qu'au début des années 50.

Le marché des euro-devises constitue le segment court moyen terme dans la structure internationale du marché des capitaux. Il est composé des banques et autres institutions financières qui acceptent des dépôts à terme et font des prêts dans des devises autres que celles du pays d'origine.

Le marché des euro-devises peut se définir comme un réservoir de capitaux liquides à court terme en devises convertibles.

Le développement de ce marché peut s'expliquer au fait que certains emprunteurs pouvaient sur le marché international bénéficier d'un taux sensiblement inférieur et simultanément certains investisseurs pouvaient profiter d'un rendement meilleur que sur leur marché national.

Ce phénomène s'explique principalement :

- Par les volumes extrêmement importants échangés sur ces marchés, permettant ainsi aux intermédiaires financiers de pratiquer des marges sensiblement plus faibles que sur les marchés nationaux. C'est ainsi que ce marché a connu un essor important à partir des années 50.
- De plus, certains pays contrôlaient à l'époque leur système de change ou limitaient certains investissements à l'étranger afin de ne pas déséquilibrer davantage leur balance des paiements. Les entreprises situées dans ces pays n'avaient alors d'autre choix pour financer leurs investissements à l'étranger que de recourir à des marchés étrangers.
- En outre, les marchés internationaux permettent de répondre à des besoins en capitaux de long terme auxquels le marché national ne pourrait pas répondre seul, tant du point de vue de la durée de l'emprunt que du point de vue des volumes nécessaires.

II. Apparition des euromarchés :

Plusieurs origines étaient à la base de la création des euromarchés, aussi bien monétaires que financiers :

1) Origine de l'euromarché monétaire (marché des eurodevises) :

Les euromarchés sont apparus dans les années 1950 au moment où l'Union Soviétique ne souhaitait pas confier les dollars qu'elle possédait à des banques américaines. Mais c'est avec le recyclage des pétrodollars, après 1973, que les euromarchés se développent.

Au départ, le marché des eurodevises n'était que celui des eurodollars. Deux causes, l'une d'ordre politique, l'autre d'ordre économique, expliquent cette situation.

a) Cause politique :

Au début des années 1950, les premières opérations en eurodevise interviennent davantage au niveau de l'anecdote que de la réalité, on a prétendu que, paradoxalement, c'étaient les soviétiques qui auraient créé ce marché. Le préfixe « euro » serait celui du télex de la « Banque des pays de l'Europe du Nord » installée à Londres et qui, au moment de la guerre de Corée, aurait recueilli les avoirs en dollars de l'URSS.

Les années soixante donneront déjà un certain élan à ces euromarchés dominés alors à plus de 80% par le dollar. On peut dire que ce sont les problèmes américains qui se trouvent à l'origine de ces développements. Les Etats-Unis vont renforcer le marché externe du dollar par deux séries de mesures :

- La réglementation Q.
- La taxe d'égalisation des taux d'intérêts (IET).

b) Causes économiques :

On peut en retenir trois principales :

- En 1957, les banques Britanniques se voyaient interdire l'utilisation de la livre sterling pour le financement des échanges entre pays non situés dans la zone sterling. Elles étaient

dès lors obligées de se tourner vers une autre monnaie pour continuer leurs activités et seul le dollar pouvait servir de monnaie de remplacement. Encore fallait-il en acquérir.

- En 1958, les principaux pays européens acceptaient la convertibilité externe de leur monnaie, facteur très favorable à l'existence de l'euromarché.
- A partir de 1960, les Etats-Unis donnèrent involontairement une véritable impulsion à ce marché euro en cherchant, au plan intérieur, à lutter contre l'inflation.

2) Origine de l'euromarché financier (marché des euro-capitaux) :

A côté de l'euromarché monétaire 2 types de produits de moyen et long terme, sont apparus, à savoir :

- Les euro-obligations.
- les euro-crédits.

Le 18 juillet 1963 est la date précise qui permet de déterminer l'origine du marché euro-obligataire, ainsi que la décision américaine d'instaurer l'IET. L'objectif était d'éviter une sortie massive de capitaux américains et de lutter contre l'accroissement du déficit de la balance des paiements.

Le succès de ces euro-obligations en dollars permit ensuite le recours à d'autres eurodevises.

Il n'est pas possible de dater avec la même précision, le marché des euro-crédits, au départ, crédits presque exclusivement en eurodollars et à taux variable. Leur développement a été dû tout d'abord aux nouveaux besoins à partir de 1960, liés aux financements de grands projets et du commerce international, puis au choc pétrolier de 1973 et 1979, les banques internationales se lançant dans le recyclage des pétro-dollars, c'est-à-dire utilisant les excédents monétaires des uns pour financer le déficit des autres.

III. Raisons de développement du marché des euro-devises :

Le Financement Off-Shore

Comme énoncé plus haut le marché des euro-devises trouve son origine dans le désir des pays communistes de garder leurs avoirs en dollars à l'extérieur des Etats-Unis pendant la guerre froide de peur d'être gelé en cas de crise. Le même procédé fut utilisé par les pays de l'OPEP dans les années 1970. C'est pourquoi le développement des marchés off shores a été plus remarquable en Europe qu'aux USA à cause des :

- Soucis de contourner certaines réglementations contraignantes existant sur les marchés domestiques à l'instar des USA où la régulation « Q » limitait le taux d'intérêt que les banques commerciales pouvaient payer sur les dépôts à un niveau souvent plus bas qu'en Europe : les fonds fuyaient dans les USA vers l'Europe sous forme d'euro-dollars ;
- Le marché des euro-devises présente des conditions prêteurs/emprunteurs plus intéressantes que celles observées sur les marchés on shore du fait des particularités qui affectent l'offre et la demande : les banques européennes acceptent des dépôts libellés en monnaie étrangères et sont prêtes à payer des taux plus élevés pour attirer les capitaux ; de la même manière elles accordent des prêts de grande taille à un taux plus faible qu'aux USA. Autrement dit les euro-banques doivent percevoir un différentiel d'intérêt entre le taux de leurs emplois et le coût de leurs ressources inférieur à celui qui existe sur le marché domestique ;

En outre le développement et l'efficacité du système des euro-banques est du principalement au rôle prééminent de la place de Londres dans le système bancaire internationale. Pour répondre à cette affirmation nous allons nous poser la question de savoir pourquoi les quartiers généraux des euro-banques sont-ils principalement à Londres ?

Certains diront que c'est grâce à l'efficacité des prêts internationaux, mais ce rôle prééminent vient du fait que :

- ✓ Que les banques anglaises n'ont eu aucun mal à passer du sterling au dollar pour l'octroi des transactions internationales car pour les anglais, la capacité à faire un réseau de client bien établi compte plus que la devise utilisée dans les financements internationaux ;
- ✓ Les contraintes imposées par les autorités monétaires en GB à l'exception du sterling sont les plus faibles de tous les grands pays industrialisés. De plus en GB, les euro-banques n'ont pas l'obligation de constituer des réserves lors des transactions en euro-devises ;
- ✓ Dans les autres pays, les autorités monétaires imposent des plafonds de taux d'intérêts et adoptent parfois des pratiques restrictives d'allocation de crédit en plus de l'obligation de la part du système bancaire de dépôt de réserves auprès de la banque centrale.

Par exemple, aux USA à partir des années 1960, la Fed (la réserve fédérale) dans sa politique de défense du dollar décourageait les banques américaines à offrir des prêts libellés en devises étrangères en leur faisant constituer des réserves qu'elles devaient déposer et les taux d'intérêts s'appliquaient aussi aux dépôts en devises effectuées par les non résidents. En 1963, une réglementation restrictive aux sorties de capitaux freine sérieusement les investisseurs américains qui ayant des filiales à l'extérieur des USA n'ont guère le choix que d'autofinancer leur filiales, d'emprunter sur les marchés nationaux où résident leurs filiales ou recourir aux marchés internationaux pour lever des fonds très importants à des conditions de taux intéressantes.

- En Allemagne et en Suisse, les dépôts et prêts, qu'ils soient étrangers ou domestiques sont traités sur le même pied d'égalité.
- Les banques étrangères opérant en GB sont libres de faire n'importe quel prêt à conditions qu'ils soient libellés dans une monnaie autre que le sterling sans aucune obligation de réserves ni de limitations quant aux rémunérations qu'elles peuvent leur verser.
- En l'absence de ces réserves, les banques peuvent multiplier les transactions sans que cela n'en affecte la masse monétaire.

IV. Comparaison des conditions sur le marché euro et sur le marché domestique

1) Conditions sur le marché on-shore

Le taux d'intérêt d'équilibre résulte de la confrontation de la demande de dollars domestique et de l'offre domestique. À ce taux, offre et demande sont égales. La courbe d'offre est de pente positive. Comme elle reflète la préférence pour le présent, plus l'offre est importante, plus le rendement exigé est élevé (il permet d'amener de nouveaux agents à arbitrer en faveur des placements car il rémunère la renonciation à la consommation présente).

La courbe de demande est de pente négative ; Elle reflète le taux de rendement des projets susceptibles d'être financés. Plus ceux sont nombreux et plus nombreux seront ceux présentant une rentabilité faible. Seuls des taux d'intérêts plus bas encore permettront d'assurer leur profitabilité.

Pour opérer sur ce marché, il faut non seulement collecter des dépôts qui doivent être rémunérés et consentir des prêts, mais aussi faire face à des contraintes et coûts divers (fiscalité, assurances, examen des demandes de prêts ...). Si l'on désigne par C le montant de ces coûts, il n'est intéressant d'intervenir sur ce marché que s'il existe un écart entre taux des prêts et taux servi aux dépôts supérieur à C .

2) Conditions sur le marché offshore (euro)

Ce marché se distingue en premier lieu du marché on-shore par une courbe d'offre plus élevée pour attirer un montant donné de dollars, il faut servir un taux d'intérêt plus élevé, cela reflète la nécessité de rémunérer les déposants pour les inconvénients du marché offshore (dépôts basés en dehors du pays domestique et risques propres à cette situation). En deuxième lieu, la courbe de demande sera plus basse. Seuls les emprunteurs de grande taille bénéficiant d'une notation favorable vont accéder à ce marché. Le taux d'intérêt qu'ils devront servir sera plus faible que le taux des prêts sur le marché on-shore. Donc, avec un taux de prêts sur le marché off shore au taux sur le marché on-shore et le taux d'équilibre sur le marché offshore $>$ au taux d'équilibre sur le marché on-shore il apparaît que la différence entre le taux de prêts et le taux d'équilibre sur le marché offshore est inférieur au coût C , autrement dit, si les coûts sur le marché euro étaient identiques à ceux du marché domestique, le spread de taux ne serait plus assez élevé pour assurer la rentabilité des opérations sur ce marché.

Chapitre 2 : Processus de création des euro-devises

Il n'existe pas de devise externe à proprement parler ; il n'existe que des monnaies nationales de pays différents. Un dépôt en monnaie nationale fait partie d'un marché externe de devises à partir du moment où il fait l'objet d'un transfert en dehors du système monétaire national auquel il appartenait originellement. Ce transfert, de fait, est généralement effectué auprès d'une institution financière située en dehors des frontières nationales. Par définition, une euro-devise ou devise externe est donc un dépôt, libellé dans une devise quelconque

Le Financement Off-Shore

auprès d'une institution financière opérant dans un autre pays que celui auquel correspond la devise du dépôt.

Il existe par exemple des euro-francs, des euro-dollars, des euro-marks, etc... ; un dépôt libellé en dollars auprès de la Banque Nationale de Paris (BNP) à Paris constitue un dépôt en euro-dollars. Le même dépôt à la First National City Bank à New York ne constitue pas un dépôt en euro-dollars. De manière similaire, une euro-banque (ou banque off shore) est un intermédiaire financier qui à la fois suscite des dépôts à terme rémunérés et fait des prêts dans une devise autre que celle du pays où elle opère. La plupart des eurobanques ne sont que de simples branches ou extensions de grandes banques internationales, ou bien encore le produit d'une association, quelle qu'en soit la forme juridique, entre plusieurs grandes banques appartenant à plusieurs pays différents ; c'est ce qu'on appelle les banques consortiales dans le jargon des marchés des euro-devises.

Il existe deux manières de créer un dépôt off shore :

- 1- On peut transporter physiquement la monnaie d'un pays, lui faire passer une frontière et la déposer dans un compte d'une banque d'un autre pays. Toute banque détient à l'actif de son bilan un certain nombre de devises en monnaie divisionnaire pour faire face aux demandes de sa clientèle. Aussi des passeurs exercent le métier de faire traverser des quantités parfois importantes d'argent liquide en dehors d'Italie, d'Espagne et parfois de France. Ces opérations de nature illégale sont effectuées en général dans l'attente d'une dépréciation de la monnaie locale ou de la survenance d'évènements politiques aux conséquences imprévisibles. Les banques auprès de qui ces dépôts sont effectués se dépêchent de les convertir en devises fortes. Toutefois cette méthode de création d'euro-dépôts est d'importance mineure par rapport à celle qui suit.
- 2- Un individu ou une institution peut transférer un dépôt libellé en devises locales à une euro-banque située dans un autre pays ; cette euro-banque pouvant très bien être la succursale ou la banque off shore de la même banque qui avait originellement le dépôt.

Un exemple simplifié, illustré par la figure 1 permettra d'expliquer la création de ces dépôts en euro-devises. Prenons, par exemple, le cas d'un dépôt à vue dans une banque allemande, la Dresdner Bank, de 1M DM détenu par M. Schmutz.

Actif	Dresdner Bank	Passif
-------	---------------	--------

Le Financement Off-Shore

Réserves (20%)	200 000 DM	Dépôt à vue de M. schmutz	1M DM
Prêts (80%)	800 000 DM		

Figure 1

Monsieur Schmutz, après s'être informé auprès de divers sources, apprend que la branche de Londres de la Banque Nationale de Paris (BNP) offre le meilleur taux sur les certificats de dépôt et y transfère son dépôt à vue en faisant un chèque en DM à l'ordre de la BNP de Londres.

Nous supposons pour simplifier que la Dresdner Bank est le correspondant de la BNP en Allemagne. Dans ce cas et dans un stade initial, tout se passe pour la Dresdner Bank comme si le dépôt de 1M de DM ne subissait qu'un changement de propriété. La situation initiale indiquée sur la figure 1 se transforme de la manière indiquée sur la figure 2, où nous avons supposé un coefficient de réserves obligatoires de 20%. Ce simple processus explique comment 1M d'euro-deutsche marks ont été créés sur le marché externe des devises.

Actif	Dresdner Bank	Passif
Aucun changement	Dépôt à vue BNP	1M DM

Actif	BNP (Londres)	Passif
Prêt à court terme Dresdner Bank	1M DM	Certificat de dépôt à M. schmutz 1M DM

Figure 2

Que se passe-t-il ensuite ? Du fait que la BNP verse des intérêts à M. Schmutz, elle va vouloir employer ce dépôt afin qu'il lui rapporte un profit. Elle va par exemple le prêter avec un (faible) différentiel d'intérêt à une autre euro-banque, la Krediet-bank du Luxembourg, par exemple. Le marché des euro-devises connaît un nombre relativement plus important que tout système bancaire domestique de telles transactions interbancaires. Chaque fois que ces dépôts en DM sont prêtés à l'intérieur du système des euro-devises, des euro-deutsche marks sont ainsi créés. Il n'entre dans ce système aucune obligation de déposer un certain coefficient de

Le Financement Off-Shore

réserves, qu'il soit fondé sur les dépôts ou sur les prêts. Aussi l'intégralité de tels dépôts peut être reprêtée à chaque étape du processus que nous venons de décrire ; dans la terminologie des modèles bancaires, le multiplicateur d'euro-dépôts semble infini. Eventuellement, une banque prêtera ce dépôt à une personne morale autre qu'une institution financière ou à une personne physique qui doit effectuer un paiement en DM. Cette opération arrivera tôt ou tard, car c'est le seul moyen pour que le système dans sa totalité fasse des profits à partir des dépôts qu'il accepte. Supposons pour la démonstration que les opérations interbancaires s'arrêtent là où nous les avons laissées et que la BNP (Londres) prête les 1M DM à un importateur grec de culotte de cuir en provenance d'Allemagne. Nous supposons pour simplifier que l'exportateur allemand a un compte aussi à la Dresdner Bank. La figure 3 donne le bilan de l'exportateur allemand et de l'importateur grec. Elle reprend les bilans de la figure 2 pour la Dresdner Bank et la BNP Londres. On suppose que l'exportateur allemand est entièrement financé par capitaux propres.

Actif	Dresdner Bank		Passif
Réserves	0,2M DM	Dépôt à vue BNP	1M DM
Prêts	0,8M DM		

Actif	BNP (Londres)		Passif
Prêt à la Dresdner Bank	1M DM	Certificat de dépôt à M. schmutz	1M DM

Actif	Importateur grec		Passif
Stocks	1M DM	Effets à payer	1M DM

Actif	Exportateur allemand		Passif
Effets à recevoir	1M DM	Capitaux propres	1M DM

Figure 3

Après que la BNP ait effectué un prêt à l'importateur grec, la situation devient celle représentée sur la figure 4.

Le Financement Off-Shore

Actif	Dresdner Bank		Passif
Réserves	0,2M DM	Dépôt à vue de l'exportateur	1M DM
Caisse	0,8M DM		

Actif	BNP (Londres)		Passif
Prêt à l'importateur grec	1M DM	Certificat de dépôt à M. schmutz	1M DM

Actif	Importateur grec		Passif
Stocks	1M DM	Emprunt BNP	1M DM

Actif	Exportateur allemand		Passif
Prêt à Dresdner Bank	1M DM	Capitaux propres	1M DM

Figure 4

A la suite de cette séquence de transactions, les 1M de DM ont quitté les marchés off shore pour devenir à nouveau la propriété d'un résident allemand auprès d'une banque allemande. Le rôle d'intermédiation financière du système off shore apparaît clairement à travers cet exemple. En fait, sinon en droit, tout s'est passé comme si Monsieur Schmutz avait échangé son compte de dépôt à la Dresdner Bank pour les effets à recevoir (plus rémunérateurs) de l'exportateur allemand. De plus et en utilisant n'importe laquelle des définitions de la masse monétaire (encaisses monétaires entre les mains du public, certificats de dépôts s'il en existe et dépôts à terme dans le système bancaire domestique), aucune euro-transaction en DM ne peut affecter le montant de la masse monétaire en Allemagne. Dans l'exemple présenté, la propriété de ce dépôt à vue a été transférée mais à l'intérieur du système bancaire allemand, les diverses opérations présentées n'ont contribué ni à l'accroissement ni à la diminution de la masse monétaire.

Le lecteur pourrait se demander si cette conclusion dépend du fait qu'aucun prêt de 800 000 DM n'a été fait à l'exportateur allemand. Ce n'est pas le cas comme l'illustrent les figures 5 et 6. La figure 5 présente le bilan de l'exportateur allemand s'il avait emprunté

Le Financement Off-Shore

auprès de la Dresdner Bank. La figure 6 présente son bilan et celui de la Dresdner Bank après que l'importateur grec eut payé l'exportateur allemand, qui de son côté utilise la plupart de cette somme pour rembourser ses propres dettes contractées auprès de la Dresdner Bank.

Actif	Exportateur allemand	Passif
Effets à recevoir	1M DM	Emprunt auprès de la Dresdner Bank 0,8M DM Capitaux propres 0,2M DM

Figure 5

Actif	Exportateur allemand	Passif
Dépôt à vue de la Dresdner Bank	0,2M DM	Capitaux propres 0,2M DM

Actif	Dresdner Bank	Passif
Réserves	0,2M DM	Dépôt à vue de l'exportateur allemand 0,2M DM

Figure 6

Il semblerait qu'avec cette présentation les dépôts et donc la masse monétaire aient baissé de 0,8M DM du fait de l'existence d'un marché externe de devises. En fait, il n'en est rien. Dresdner Bank a un coefficient de réserves avec cette opération qui est de 100% ; elle n'a besoin que d'un coefficient de 20% soit 0,04M compte tenu de ses dépôts à vue, elle peut donc reprêter l'équivalent de 0,16M de réserves et (le coefficient multiplicateur étant de $5 = 1/0,20$) 0,8M DM de dépôts seront recréés : la masse monétaire en Allemagne n'a donc pas été altérée par cet influx d'euro-deutschmark.

Chapitre 3 : Opérations financières sur les euro-marchés

I. Un marché de gros extrêmement concurrentiel

Ce marché est situé à Londres où se déterminent les taux d'intérêts de base sur les dépôts provenant des banques commerciales ou des grandes sociétés non financières.

Ces banques placent leurs emplois ou empruntent des ressources à court terme, au fur et à mesure de leurs besoins, à un taux d'intérêt qui s'appelle LIBOR. Seules les banques reconnues de la place peuvent intervenir sur ce marché de gros, à l'exception de quelques grandes sociétés industrielles qui peuvent aussi intervenir directement.

II. Un marché de détail :

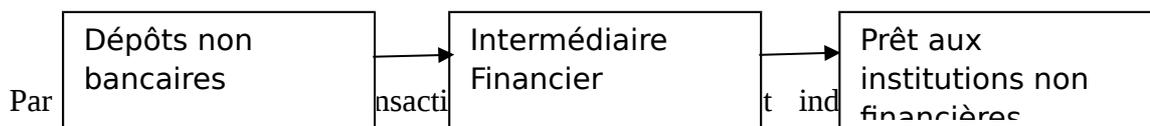
Le marché de détail permet aux banques de moindre surface, aux gouvernements des pays de l'Europe de l'est ou des pays en voie de développement de réaliser des transactions en euro-devises mais ces derniers font d'abord d'analyse de crédit. Afin d'analyser les pratiques, les opérations ou engagements de prêt sur ce marché analysons le bilan d'une euro-banque:

Bilan simplifié d'une euro-banque :

Actif	Passif
1- Réserves. 2- Disponibilités monétaires. 3- Prêts interbancaires. 4- Autres prêts.	1- Dépôts interbancaires. 2- Dépôts à termes non bancaires. 3- Certificats de dépôts libellés en dollar ou autres devises. 4- Emprunts à MT et LT. 5- Emprunts auprès d'autres succursales. 6- Emprunts auprès de la maison mère. 7- Capitaux propres appartenant à la maison mère.

De ce bilan nous remarquons que l'essentiel du passif d'une euro-banque est formée de :

- dépôts interbancaires : les opérations les plus importantes sont les transactions interbancaires. En effet pour se couvrir contre le risque de change, les euro-banques ont la possibilité de :
 - convertir par exemple les dépôts non bancaire dans une autre devise afin de les prêter à une banque à la même échéance ;
 - Emprunter dans une autre devise, à la même échéance auprès d'une autre banque la contrepartie des prêts accordée aux institutions non financiers dans une autre devise.



interbancaire d'où l'importance des transactions interbancaire sur le marché des euro-crédits.

- de dépôts à terme non bancaires ;
- des certificats de dépôts libellés principalement en dollar sont plus développés que ceux libellés dans les autres devises. Apparus sur le marché des euro-dollars en 1967, ces certificats de dépôts ont une maturité se situant entre 1 jour et plusieurs années mais dans la pratique les dépôts ont une échéance à maturité allant d'une semaine à 6 mois. Ces CD's présentent l'avantage d'être plus liquide. Ils sont de deux sortes. Les « top CD's » émis en une seule coupure et par une seule banque ont pour but de servir uniquement au marché interbancaire, et les « tranches CD's », certificats de dépôts par tranches généralement plus petites qui sont émises par un groupe de banques et souscrites par les investisseurs institutionnels ou individuels.

Certains emprunteurs désirent emprunter à une maturité supérieure à 5ans. Or les CD'S sont émises pour une durée inférieure à 5ans. Ainsi pour pouvoir accorder des crédits à moyen terme tout en assurant la possibilité de refinancement, apparaissent des CD's à terme émis par une banque et par lesquels d'autres banques acceptent de prêter à des taux d'intérêts fixes ou flottants.

Notons qu'il existe certains des lignes de crédits potentielles qui ne figurent pas à l'actif ; et des engagements qui ne figurent pas dans le bilan tels que les engagements de prêts effectués auprès d'autres banques qui sont très fréquents et sont la contrepartie du fait que les emprunteurs demandent des crédits de plus en plus long ; avant d'accepter les euro- banques s'assurent auprès du système financier de la possibilité de refinancement. Ces engagements permettent une possibilité de sortie en cas de contraction du marché.

III. Exemple de montage des euro-crédits

1) Présentation des euro-crédits

Le terme euro-crédits, bien qu'universellement accepté n'a pas de sens propre et semble issu de la contraction des termes « crédit en euro-devises ».

Les euro-crédits sont avant tout le fruit de la transformation par les banques des ressources à court terme dont elles disposent sous forme de certificats de dépôt et de dépôts à terme.

Les euro-crédits ont présidé au déploiement de l'activité internationale des banques. Moyens de financement indirect, l'euro-crédit permet aux emprunteurs ne pouvant placer des titres directement auprès des détenteurs de liquidités d'accéder à des sources importantes de financement international.

On peut ainsi définir les euro-crédits par le fait qu'ils sont « des opérations bancaires à taux variable dans lesquelles les banques répercutent à l'emprunteur leur cours de refinancement à court terme sur le marché des euro-devises, et dans lesquelles elles acceptent, dans une certaine mesure, de prendre un risque au niveau de la disponibilité future des fonds qu'elles empruntent ». Cela signifie donc que les banques vont fabriquer l'euro-crédit en fonction des ressources dont elles disposent soit par leurs propres dépôts en eurodevises soit en empruntant sur le marché international. On peut donc dire que le coût d'un euro-crédit se décompose en trois composantes, le coût de refinancement, le coût administratif d'intermédiation bancaire et la marge bénéficiaire de la banque.

Les opérations montées par les banques s'adressent aussi bien aux Etats et aux agences gouvernementales qu'aux entreprises industrielles ou commerciales.

Aujourd'hui, les principaux agents intervenant sur le marché des euro-crédits sont des pays de l'OCDE. Les Etats-Unis à eux seuls occupent près de 50 % du marché. Cette situation est une résultante directe de la crise de 1982. Jusqu'à cette date, des pays d'Afrique, d'Europe Centrale, Orientale et d'Amérique Latine ont pu intervenir sur les marchés internationaux.

En 1982, l'insolvabilité de nombre de ces pays a contraint les banques à rééchelonner les dettes sur plusieurs années. Ceci a fortement réduit l'activité du marché des euro-crédits alors que simultanément le marché euro-obligataire explosait.

Ainsi progressivement, le marché des euro-crédits n'est devenu accessible qu'à des agents domiciliés dans des pays offrant suffisamment de garanties aux yeux des banques internationales.

2) Pourquoi recourir au marché des euro-crédits

Plusieurs raisons font qu'une entreprise peut avoir intérêt à recourir au marché des eurocrédits plutôt qu'uniquement à son marché national. Ainsi, dans certains cas, le recours aux euro-crédits s'est imposé comme une nécessité. En effet, certains pays ont mis en place des mesures de restrictions des sorties des capitaux qui limitaient les possibilités de financement de filiales par leur société mère. Ces sociétés n'avaient d'autres choix que soit d'autofinancer leurs filiales, soit d'emprunter sur les marchés nationaux où se trouvaient leurs filiales, soit enfin de recourir aux marchés internationaux. Seule cette dernière solution permettait de disposer de fonds en quantité suffisante et à un taux d'intérêt avantageux.

L'autre avantage procuré par les euro-crédits est, que contrairement aux euros - émissions, ils ne nécessitent pas de critères de « standing » tels qu'une notation AAA par une agence de rating internationale pour emprunter des capitaux. En effet, les banques sont totalement libres de prêter à qui bon leur semble sans pour autant avoir à se justifier.

Tout ceci fait que les euro-crédits sont un outil parfait dans de nombreuses situations de financement.

3) Avantages et inconvénients des euro-crédits

Les motivations qui fondent les recours au marché des eurocrédits ont été trop diverses : augmentation des réserves de change, financement des balances de paiements, mise en place des lignes de garantie, crédits consécutifs à une renégociation de dettes, accompagnement de crédit acheteurs, financement d'acquisitions...

a) Les avantages des euro-crédits :

Les eurocrédits permettent aux emprunteurs d'accéder au marché international des capitaux. Ils pourront ainsi lever des montants considérables en une seule opération tout en diversifiant l'origine de leur fonds.

Les eurocrédits assurent aussi à l'emprunteur un montant de fonds garantis et grâce à la procédure de syndication, ils feront également l'économie d'un démarchage coûteux auprès de nombreuses banques.

Les eurocrédits sont aussi trop flexibles : tirage possible en fonction de l'évolution des besoins, remboursement par anticipation, sans pénalités...

Les euro-crédits ont connu un grand succès grâce à la rapidité avec laquelle ils permettaient de lever des fonds et à la simplicité des procédures de mise en place.

Pour les banques chef de file, la mise en place d'eurocrédit permet de développer certaines relations de clientèle en apportant des fonds importants sans buter sur leurs propres limites.

b) les inconvénients des euro-crédits :

On peut tout simplement dire que les avantages d'une des parties engendrent des inconvénients pour l'autre et réciproquement. Cependant si on veut être plus spécifique, on doit dire que l'inconvénient majeur pour l'emprunteur réside dans l'incertitude sur le coût effectif de l'emprunt puisque le risque du taux d'intérêt est supporté par lui.

Les banques pour leur part doivent faire face :

- Aux éventuelles demandes de renégociation de condition, notamment lorsque la concurrence resserre les marges.
- Au risque de perte de solvabilité de leurs clients

4) Les principaux crédits :

a) les crédits à taux fixes

Les crédits à taux fixe sont des crédits à court terme dont le taux d'intérêt est fixé une fois pour toutes lors de la signature du contrat. On les retrouve ainsi sous 3 formes principales : la ligne de crédit, les avances en devises et le découvert en devises.

La ligne de crédit est un contrat selon lequel la banque s'engage à prêter sur une période donnée des fonds dont le niveau maximum est fixé d'avance. Le taux quant à lui sera fixé par rapport à un taux de marché au moment où l'investisseur fera appel à ses fonds (le tirage). La ligne de crédit est ouverte pour une échéance inférieure à 12 mois et est sujette à révision périodique.

Les avances en devises sont des prêts en devises destinés à financer le règlement d'une importation ou tout besoin de trésorerie à court ou moyen terme. Le découvert en devises, comme un découvert bancaire classique, permet de disposer à son gré d'une certaine quantité de devises pour un montant et une durée déterminés.

b) les crédits d'intérêts à taux flottant :

Contrairement au crédit à taux fixe, le taux d'intérêt de l'emprunt varie à chaque renouvellement en fonction du taux du marché financier international. En règle générale, les crédits à taux flottant sont indexés sur le LIBOR ou sur le PIBOR majoré d'une marge variable appelée spread en fonction de :

- l'offre et de la demande,
- du risque de l'émetteur et
- du volume de l'emprunt.

Les intérêts sont en général payés sur une base trimestrielle et les investisseurs ont la possibilité de rembourser leur emprunt par anticipation même si le prêteur dispose du droit d'insérer une close lui protégeant contre le remboursement anticipé.

Il existe de crédits en multi-devises dont les investisseurs peuvent bénéficier leur permettant d'avoir la possibilité de changer de monnaie à chaque renouvellement. Ces crédits étant à taux flottant à renouvellement successif permettent au banquier de transférer le risque de change à l'investisseur qui s'expose à un risque de change en prêtant à taux fixe.

En revanche, ils permettent à l'investisseur de disposer de fonds sur une longue période tout en restant endetté sur des taux de court terme. Mais si la courbe des taux est inversée, cette catégorie de placement devient alors particulièrement coûteuse.

5) Les caractéristiques :

a) Le montant et la monnaie du soutien :

La taille d'un euro-crédit est fortement influencée par :

- les besoins de l'emprunteur ;
- par l'estimation faite par la banque de la capacité de marché à fournir la somme envisagée ;
- La qualité de la signature de l'emprunteur;
- la fréquence de ses appels au marché ;

- la réception faite précédemment par celui-ci pour des emprunts semblables.

Une facilité typique sera de l'ordre de 200 à 300 millions de dollars ; mais le marché a été capable, en plusieurs occasions, d'absorber des facilités de plus d'un milliard de dollars. Les euro-crédits sont souvent libellés en une seule devise. Cependant, certaines tranches peuvent être exprimées en devises différentes. Quand ce choix existe ; le tirage sera influencé par la liquidité du marché, les taux d'intérêt en vigueur et les anticipations sur le taux de change.

b) L'échéance

Les euro-crédits sont des facilités à moyen terme. La durée du prêt résulte de la négociation entre l'emprunteur et sa banque. Généralement, les emprunteurs s'efforcent d'obtenir des facilités de plus en plus longues, tandis que les banquiers tentent de résister à cette tendance. La durée du prêt dépend de la qualité de la signature, mais aussi des conditions générales du marché et du degré de concurrence au moment de la négociation.

Il y a lieu de distinguer la durée maximale et la durée moyenne d'un prêt. Les remboursements commençant en général avant l'échéance finale, la durée moyenne du prêt s'en trouve donc réduite.

L'échéance va en théorie de 24 heures à 12 ans, il est cependant difficile dans la réalité d'emprunter à plus de 10 ans. Il est également à noter que les euro-crédits ne pourront être à taux fixe que dans le cas où la durée du crédit est inférieure à la durée maximale de refinancement des banques (environ 12 mois) après quoi le risque sera trop important pour cette dernière. Pour les durées supérieures à 12 mois la banque ne proposera plus que des crédits à taux flottant.

c) le taux d'intérêt

Bien avant que la pratique ne se trouve sur le marché euro-obligataire, le marché des euro-crédits s'est caractérisé par l'utilisation de taux d'intérêt variables. Ce taux d'intérêt est en fait la somme de deux éléments : le taux de base qui est flottant et la marge (spread) qui est fixe.

Le taux de base :

Avant les années 1980, la quasi-totalité des facilités mises en place avaient comme taux de référence le LIBOR. Avec l'accroissement de la compétition entre les banques et les conditions changeantes du marché, les emprunteurs sont souvent amenés à retenir des taux préférentiels (prime rates) à partir des années 1980.

La marge :

La marge fixe ou fractionnée, est fonction de :

- Une commission d'engagement qui s'exprime en % de la partie non utilisée du prêt ;
- Une commission de signature qui est payée en une seule fois qui s'exprime en % du montant du prêt ;
- Un différentiel d'intérêt qui est la marge en % prise par la banque au-delà du coût de ses ressources.

Dans la majorité des cas, la marge est la même pour toute la durée de l'emprunt. Si elle est fractionnée, elle est plus élevée pour les dernières années que pour les premières ; néanmoins, l'écart entre les deux fractions ne peut jamais être très élevé, car il provoquerait le remboursement anticipé de la facilité et la recherche d'un nouveau prêt pour l'emprunteur.

Le calcul des taux d'intérêt :

Les modalités de calcul du taux d'intérêt sont prévues et en détail dans la convention de prêt signée entre l'emprunteur et la banque. C'est la banque qui détermine la valeur du taux d'intérêt retenu pour chaque période d'intérêt, mais il le fait selon des modalités prévues dans la convention de prêt.

Les considérations fiscales :

Les paiements d'intérêt sont toujours nets de tout impôt, taxe ou retenue à la source. Si l'emprunteur est tenu par la loi fiscale qui le régit de faire une déduction, il s'engage à majorer les intérêts payés de telle sorte que les banques reçoivent un montant correspondant à la somme prévue avant impôt. Si l'emprunteur est dans l'impossibilité légale d'effectuer une telle majoration, l'emprunt est annulé et il doit être remboursé sans délai et sans pénalité.

d) Les conditions de tirage :

Emprunteur et banque négocient la période de tirage ; généralement, elle s'étend sur quelques mois après la signature (typiquement 24 mois). A l'expiration de cette période, tout droit de tirer sur la facilité devient caduc et les participations des banques sont réduites en proportion.

e) Les conditions de remboursement

Le remboursement effectif du principal du prêt commence après une période de grâce de quatre ou cinq ans. Un certain nombre de pratiques standard se sont établies sur le marché. Les remboursements se font sous la forme de versements identiques dont la périodicité correspond généralement à celle du calcul des intérêts (trois ou six mois), au cours des trois ou quatre dernières années du prêt.

f) Le remboursement anticipé

Le bénéficiaire d'un euro-crédit peut, à tout moment à partir de l'échéance de la période de tirage, rembourser par anticipation sans prime, ni pénalité, tout ou une partie du

prêt. Il se doit d'adresser un préavis irrévocable au mandataire et le remboursement s'effectue à la fin d'une période d'intérêt.

6) Le montage d'un euro-crédit : L'approche de la syndication

Lorsqu'une entreprise ou toute autre organisation souhaite recourir à un euro-crédit, elle va tout d'abord faire appel à sa ou ses banques habituelles afin que ces dernières lui fassent une offre. La décision d'accepter ou de refuser une telle opération va se faire à différents niveaux hiérarchiques de la banque.

La décision finale dépendra surtout de plusieurs critères fondés sur la rentabilité du projet, le risque de l'emprunteur, son niveau d'endettement actuel, ou encore le risque que représente un emprunt dans certaines devises.

Une fois la décision prise par la banque de mettre en place un tel projet, elle va alors faire une proposition à l'emprunteur. Cette proposition peut être de 3 types :

- La banque soumettra **une offre ferme**, à ses risques et périls, et s'engagera à mettre à disposition sans conditions les capitaux demandés. La syndication se fera alors a posteriori et pourra parfois se révéler délicate.
- La banque soumettra **une offre conditionnelle** à son client, lui permettant de modifier les conditions initiales du crédit, si d'aventure la banque n'arrivait pas à placer le crédit auprès d'autres institutions aux conditions négociées avec le client.
- La banque soumettra **une offre de « best efforts »** par laquelle elle s'engagera à entreprendre les démarches nécessaires pour constituer un syndicat qui sera en mesure d'offrir à l'emprunteur la totalité de la somme demandée.

L'offre conditionnelle est largement la plus utilisée. Elle permet de faire une offre chiffrée à l'emprunteur tout en sauvegardant à la fois les intérêts de la banque et sa capacité à trouver des partenaires.

L'emprunteur va alors recevoir une offre similaire de la part de chacune des banques qu'il aura consultées. Sur la base de ces propositions, l'emprunteur retiendra la proposition

qui lui paraît la plus intéressante. Il signera alors à la banque un mandat pour monter l'eurocrédit.

a) La mise en place du syndicat

La banque qui reçoit le mandat devient la banque chef de file principale. En tant que chef de file principale, son rôle va être de mettre en place le syndicat mais également de participer à l'euro-crédit pour un montant conséquent pouvant aller jusqu'à 30% du total.

La première étape dans la mise en place d'un syndicat bancaire va être de s'adjoindre le soutien d'un nombre restreint d'institutions financières qui vont servir de banques chefs de file ou de co-chefs de file. Chacune de ces banques va alors définir la part qu'elle est en mesure de garantir sur la totalité du projet. La difficulté pour la banque chef de file principale va être à la fois de convaincre des banques de plusieurs pays, des banques de renom (afin de rehausser le prestige de l'emprunteur) ou encore d'attirer des établissements spécialisés dans ce genre d'opération. En résumé le syndicat constitué devra répondre à certaines exigences de solidité financière et de réputation.

Une fois l'ensemble de l'emprunt garanti par ces établissements, les banques chefs de file et co-chefs de file vont alors rechercher d'autres partenaires bancaires afin de limiter leur participation dans le financement de l'emprunt..

Il s'agit alors de la phase de placement, ou chaque banque chef de file ou co-chef de file va rechercher des banques participantes au placement. Le nombre de ces banques, auprès de qui va être placée une partie du crédit, peut être supérieur à une centaine dans le cas d'emprunts importants. Une fois le contrat signé entre l'emprunteur et l'ensemble des banques créancières, le rôle de la banque chef de file est transféré à un agent auquel incombe le devoir d'administrer le crédit jusqu'à son terme. Il est cependant à noter que dans certains cas l'agent n'est autre que la banque chef de file.

b) Rétribution des banques participantes

Comme toute opération financière, la réussite d'une telle opération dépendra surtout de la manière dont chacun des intervenants sera rémunéré. En effet, étant donné le grand

Le Financement Off-Shore

nombre de participants, chacun à son niveau doit y trouver son intérêt. Ainsi, il est fréquent que le chef de file principal ait une rémunération supérieure aux autres intervenants du fait de ses efforts commerciaux afin de trouver le client. De même, les chefs de file qui prennent un risque en garantissant l'emprunt prélèveront un montant plus important dans l'opération.

	<i>Engagement de garantie</i>	<i>Participation finale</i>	<i>Praecipium</i>	<i>Commission d'engagement</i>	<i>Commission de participation</i>	<i>I</i>
<i>Chef de file</i>	50 M	30 M	¼	¼	½	
<i>Co-chefs de file</i>	30 M	20 M		¼	½	
<i>Banques participantes</i>		5 M			3/8	
<i>Banques participantes</i>		2 M			¼	<i>pr</i>

Enfin, chacun des participants se verra rétribué au prorata des sommes qu'il aura apportées à l'opération. Ainsi, pour certaines institutions prêtes à prendre certains risques (garantie),

Ce genre d'opération peut se révéler fort lucrative et générer plusieurs centaines de millions de dollars par an.

Pour illustrer combien les banques sont directement affectées par leur position à l'intérieur du syndicat, on aura recours à un exemple numérique.

Dans un euro-crédit de 200 millions de dollars, il y a un chef de file, cinq co-chefs de file et vingt banques qui ont participé à la syndication. La commission de direction est de 1% (2millions) payable à la signature. Le chef de file prend un praecipium de ¼ % et la commission de garantie sur engagement initial est de ¼%. Le chef de file s'était engagé à souscrire jusqu'à un maximum de 50 millions et les co-chefs de file, 30 millions chacun.

Les commissions de participation sont les suivantes : ½% pour une participation de 10 millions ou plus, 3/8% pour 5 millions ou plus et ¼% pour 2 à 5 millions. Après syndication, dix banques participent pour 5 millions et dix autres pour 2 millions, de telle sorte que la participation finale du chef de file est de 30 millions et celle de chaque co-chef de file est de 20 millions.

Résumé des conditions de syndication

Répartition de la commission entre les participants

	Chef de file	Co-chefs de file	Participant 5 M	Participant 2 M
Praecipium	500 000			
Commission de garantie sur engagement initial	125 000	75 000		
Commission de participation	150 000	100 000	18 750	5 000

Sur cette base, la répartition de la commission de direction se fait entre les banques comme il apparaît au tableau ci-dessus.

c) Fonctionnement juridique de la syndication

La banque chef de file principale, appelée encore « Manager », est en charge de la mise en place de l'euro-crédit. De l'ensemble des banques qui vont participer au financement de cette opération, le manager sera le seul à avoir un contact direct avec le client final. C'est pourquoi tout au long du développement des euro-crédits les managers se sont peu à peu couverts juridiquement contre certaines situations en précisant contractuellement leur rôle au sein du syndicat.

Le manager a donc mis en place différents types de clauses :

- Clauses relatives à l'information fournie : Comme nous l'avons vu le manager est le seul à avoir un contact direct avec le client. C'est par conséquent lui qui va avoir la responsabilité de collecter l'information sur l'emprunteur, information qui va servir par la suite à toutes les banques du syndicat pour évaluer l'emprunteur. Ces clauses mises en place visent à dégager le manager de toute responsabilité concernant la véracité des informations ou des déclarations faites par l'emprunteur. Cette clause peut aller jusqu'à couvrir la responsabilité du manager concernant toute information donnée soit par l'emprunteur soit par le manager.
- Clauses relatives au montage de l'opération: Là encore, le manager souhaite se protéger contre certaines erreurs qu'il aurait pu commettre lors de la constitution du dossier de crédit. Le manager sera par exemple couvert contre toute insolvabilité de l'emprunteur

ainsi que pour toute omission en rapport avec le financement de l'opération. Il est même parfois prévu que l'ensemble des banques indemniserà le manager des dépenses encourues en rapport avec le crédit.

- Clause relative au rôle du manager : Cette clause spécifie que le rôle du manager prend fin avec la signature du contrat de crédit, précisant que le manager n'a aucune obligation de suivre l'évolution et le bon déroulement de l'exécution du contrat.
- Clause relative à la relation avec l'emprunteur : Ces clauses visent à définir l'ensemble des relations commerciales entre l'emprunteur et le manager dans le cadre de leur future relation commerciale.

Chapitre 4 : Marchés des émissions internationales

I. Marché des euro-obligations

1) Présentation

Elles se sont développées à partir de 1963 à cause de l'instauration de la taxe sur les taux d'intérêt (IET). La loi IET (Interest Equalization Tax) avait pour objectif d'évincer les banquiers non américains du marché des obligations émises en dollars. Les banquiers

européens réagirent rapidement en profitant des débuts du marché des eurodollars pour lancer des prêts fondés sur des obligations libellées en dollar : c'est ainsi que naît le marché des euro-obligations.

Les euro-obligations sont des titres à long terme libellés en dollars et émis sur les marchés financiers situés hors des Etats-unis. La seule euromonnaie de l'époque étant le dollar, euro-obligation était synonyme d'obligation en dollars.

Aujourd'hui, il est courant d'employer l'expression d'euro-obligation en yen, par exemple, c'est-à-dire en précisant la devise employée qui n'est plus nécessairement le dollar.

Le marché des euro-obligations accéléra son expansion en 1968 avec le « Voluntary Foreign Credit Restraint » et la réglementation « Office of Foreign Direct Investment » (OFDI) qui interdisait aux entreprises américaines de transférer des capitaux à l'étranger pour financer leur activité internationale.

2) Les caractéristiques des euro-obligations :

Nous allons aborder ci-après les diverses composantes d'une émission obligataire internationale : la devise de libellé des titres émis, les catégories d'emprunteurs, les actifs supports utilisés et les investisseurs souscripteurs.

a) Les devises utilisées dans les euro-émissions :

Jusqu'à 1997, le dollar servait encore de monnaie de libellé pour près de 40 % des nouvelles émissions, cette prédominance du billet vert trouve son explication essentiellement dans le laisser-faire des autorités américaines concernant l'utilisation de leur monnaie par les non-résidents.

Cependant parmi les autres devises utilisées dernièrement sur le marché euro obligataire se détachent sensiblement l'euro et le Yen. La monnaie japonaise s'est même installée comme seconde monnaie utilisée en 1992, avant cependant de subir les effets de la crise financière nipponne.

b) Les catégories d'emprunteurs :

Avant tout, il est à noter que les emprunteurs des pays de l'OCDE émettent la quasi-totalité (environ 95% entre 1983 et 1993) des obligations internationales. Le résidu étant le fait d'institutions financières internationales et d'emprunteurs originaires des pays en développement.

Ces emprunteurs sont constitués principalement par les banques et les entreprises privées qui dominent le marché avec près d'un tiers chacune, laissant loin derrière le Trésor Public, les entreprises publiques et autres organisations internationales.

c) Les actifs financiers supports :

Les obligations utilisées sont très diverses : obligations à taux flottant, obligations convertibles, obligations avec bon de souscription d'actions, obligations à coupon zéro. Ce sont tout de même les obligations classiques qui servent de support aux deux tiers des émissions

II. Marché des euro-actions :

1) Présentation

Les euro-actions sont échangées simultanément sur les marchés intérieurs de plusieurs pays. Elles permettent à l'investisseur de diversifier les risques, d'investir dans les sociétés étrangères. Pour la société étrangère émettrice les euro- actions permettent d'élargir son actionnariat, accroître sa notoriété, de faciliter les prochaines émissions, de mobiliser d'important fonds.

Cependant elles génèrent des coûts de gestions administratives dus à l'obligation d'information. Dans la pratique, les coûts générés par ses euro-actions obligent les sociétés émettrices dont les transactions sont faibles à se retirer de la cote comme ce fut le cas d'une cinquantaine y de sociétés compris Nokia corporation qui ont quitté Euronext entre 1996 et 2006. Récemment, en juillet 2009, c'est la société « Lycos Europe » qui s'est fait radiée parce que ces coûts supplémentaires et ses charges administratives ne se justifiaient plus.

2) L'émission d'American Depositary Receipt (ADR)

Les ADR sont des actions libellées en dollars émises par des sociétés non américaines et permettant aux investisseurs américains d'acheter des actions des sociétés étrangères opérant aux Etats-Unis. Le prix d'un ADR est égal au prix de l'action étrangère sur son marché domestique ajusté par le taux des effets indésirables des actions sur son marché domestique.

Ainsi les ADR permettent à l'investisseur de recevoir des dividendes en dollar et surtout ils facilitent les problèmes de transfert de livraison et de paiement des titres.

Cependant l'investisseur reste exposé au risque de change et le cours des ADR dépend toujours de la valeur des titres échangés sur le marché d'origine.

Ces certificats permettent à l'entreprise émettrice :

- D'accéder à des Marchés financier plus vaste, plus profond et mieux diversifié que le marché local ;
- De diversifier l'actionnariat pour les entreprises et une diversification de porte feuille pour les investisseurs;

Nokia (Finlande), British Petroleum (BP: GB) Teva Pharmaceutical (Israël, royal deuth Petroleum (Holande), Elan corporation (Irlande) sont les 5 plus grands emmeteurs des ADR au monde.

III. Autres marchés

1) Les euro-notes

Les euro-notes ou encore facilité d'émission garanties par syndicat bancaire sont des billets à ordre de un à six mois émis par un emprunteur et renouvelable dans le cadre d'un programme de financement et négociables sur un marché secondaire ; il s'agit d'émissions d'instruments monétaires à court terme dans le cadre d'un syndicat de garantie bancaire à moyen terme matérialisée par une ligne de crédit bancaire (back up line). L'émetteur dispose de possibilités variées de tirage. Il peut choisir le montant, la durée ou la devise des billets (les notes) qui seront proposés à des investisseurs internationaux intéressés par des placements de liquidités à quelques jours ou sur plusieurs années (euro medium term notes, EMTN). Ces facilités impliquent un engagement des banques à assurer à chaque tirage le placement des instruments sur le marché en d'autre terme si la demande des investisseurs est insuffisante le syndicat souscrit lui-même les notes qui n'ont pas pu être placés sur le marché en tirant sur la ligne de crédit bancaire. Il s'agit pour l'emprunteur d'une source de financement stable fondée sur un recours assuré au marché euro monétaire à court terme.

2) Les euro-commercial papers

Les commercial-papers américains sont des titres de créances négociables émis par les entreprises sur le marché monétaire.

Ce sont des facilités non garanties mises en place car les émetteurs se sont aperçu que les garanties bancaires sont rarement sollicitées donc ils ont mis en place ces commercial-papers qui sont des euro-notes avec des échéances de court à moyen terme.

L'absence de garantie a abouti directement à une réduction des coûts dont la proportion liée à la garantie exigée par le syndicat. Les premières facilités d'émissions non garanties sont apparues au milieu de l'année 1984 et représentaient 5% des facilités d'émissions émises au cours du second semestre 1984.

Leur progression a été assez rapide, 15% des émissions de facilités le premier semestre 1985 et 50% le deuxième semestre. C'est à cette époque que sont apparues sur ce marché des entreprises industrielles, un transfert brutal s'est opéré en faveur des entreprises non financières. Ce qui a débouché sur l'amorce d'un marché d'Euro papier commercial, c'est-à-dire d'un financement direct. Les intermédiaires sollicités ne s'engagent qu'à placer au mieux les billets émis par les emprunteurs.

3) Les Euro effets

Apparus début 1980, les euro effets sont à la croisée de trois types de produits financiers : billets de trésorerie (commercial papers), euro-obligations et euro-crédit bancaire. Ces titres, en eurodevises et à échéance courte, sont émis dans le cadre d'une facilité d'émission garantie par un crédit.

Chapitre 5 : Fonctions des euro-marchés

Le marché des euro-devises servent trois fonctions distinctes

I. Protection contre le risque de change

Les euromarchés permettent aux banques commerciales de se couvrir contre le risque de change qui naît des engagements qu'elles prennent vis-à-vis de leurs clients. Supposons par exemple que la branche de Londres de Citibank ait accepté de prêter des francs français à une société française. La banque a donc acquis un actif financier libellé en franc français qu'elle peut transformer immédiatement en actif financier libellé en dollars, en effectuant une vente à terme de francs français sur le marché des changes avec le BNP de Londres, par exemple, l'échéance du contrat à terme de devises correspondant à l'échéance à maturité du

prêt. Inversement, un prêt de dollars peut être transformé immédiatement en actif financier en toute autre devise. Il suffit que la banque effectue un achat à terme de la devise correspondante au libellé de l'actif financier qu'elle veut voir figurer dans ses comptes. De la même façon, un dépôt en devise peut être instantanément converti en un passif en dollar, par exemple en faisant un achat à terme dans la devise.

Telle est la fonction de protection contre le risque de change des marchés d'eurodevise. Aussi, les banques effectuent des opérations d'arbitrage sur les taux d'intérêt et sur les devises selon les mécanismes connus.

II. Transformations domestiques

Les euro-marchés peuvent supplanter en certaines périodes les marchés monétaires et financiers nationaux dans leur rôle de transformation financière entre les prêteurs et les emprunteurs.

III. Transformations internationales

Les euro-marchés jouent le rôle d'équilibre entre les pays en surplus de balance des paiements et les pays ayant un déficit de leur balance des paiements. L'exemple le plus frappant remonte aux années 1973 où presque tout le monde prévoyait un effondrement du système monétaire international du fait des balances dollars que les pays de l'OPEP accumulaient et du déficit des pays importateurs du pétrole. Le «recyclage» de ces pétrodollars s'est fait par des dépôts des excédents en euro-dollars des pays exportateurs de pétroles qui furent prêtés aux pays importateurs qui en avaient besoin pour financer leurs importations en pétrole. Notons qu'à cette période, les augmentations des prix du pétrole à cette période sont dues au transfert de revenus que cela a entraîné et non pas aux flux de capitaux qui ont été parfaitement bien amortie par le marché des euro-devises.

Par conséquent, les euro-marchés constituent un centre de transit des ressources des pays en surplus de la balance des paiements aux pays ayant un déficit de leur balance des paiements.

Chapitre 6 : Places financière off-shore

I. Les centres off-shore

Un centre financier offshore est un centre où l'essentiel de l'activité du secteur financier est offshore des deux côtés du bilan, (c'est-à-dire que les contreparties de la majorité des institutions financières sont passifs et actifs non résidents), où les transactions sont initiées à l'international, et où la majorité des institutions concernées sont contrôlées par des non-résidents. Ainsi ces centres financiers offshore sont généralement caractérisés par:

- Des Juridictions qui ont un nombre relativement important d'institutions financières engagées principalement dans des affaires avec des non-résidents;
- L'offre d'une partie ou la totalité des services suivants: fiscalité faible ou nulle, règlement financier modéré, le secret bancaire et l'anonymat.

Ces juridictions sont dispensées de respecter un grand nombre de réglementations et d'obligations applicables aux autres sociétés ou institutions financières nationales, notamment en matière prudentielle (réserves obligatoires, contrôles,...).

En outre, ces zones financières offshore attirent des capitaux par le biais de facilités telles que les exemptions fiscales, l'absence ou le caractère minimal des formalités d'enregistrement, la faiblesse du capital exigé au départ, la souplesse quant à la tenue des conseils d'administration des sociétés...

En fait, il existe plusieurs catégories de centres financiers off-shore :

- ✓ Les centres purement comptables et juridiques, sorte de boîtes aux lettres dans des paradis fiscaux, par exemple les îles Bahamas et Cayman, ou encore Panama ;
- ✓ Les centres « exotiques », mais opérationnels, situés dans des pays où la puissance économique serait insuffisante pour justifier de telles activités financières ; en Asie, il s'agit de Hong-Kong, de Singapour... au Moyen-Orient la place de Bahreine a fait à un moment illusion ;
- ✓ Les centres traditionnels européens comme Londres ou Luxembourg ;
- ✓ Enfin les centres que nous qualifierons de paradoxaux, car il s'agit d'opération off-shore faites on shore. Le premier centre de ce type est apparu en décembre 1981, à New York, lorsque les autorités ont accepté la création des IBF, International Banking Facilities, c'est-à-dire des comptes en dollars ouverts dans l'Etat de New York aux non-résidents américains, permettant aux banques américains de rapatrier dans leur pays, au détriment de la place de Londres, une partie du marché de l'eurodollar. En 1986, les autorités japonaises ont pris des mesures pour autoriser, avec moins de succès, l'équivalent des IBF dans leur pays : c'est le JOM, Japanese Off Shore Market.

Il est bien évident que cette notion financière de off-shore pourra encore évoluer puisqu'elle sera fonction des mouvements soit de déréglementation qui diminueront son importance avec un certain retour à l'on shore des établissements bancaires et financiers internationaux, soit déréglementation, toujours envisageable, qui renforcerait à nouveau ses avantages il est en tout cas incontestable que certains centres trop exotiques inspirent désormais la méfiance du fait d'une sécurité insuffisante, comme ce fut le cas en 1983 pour Manille (problème d'ordre politique) et Panama (faillite d'une banque vénézuélienne). Par ailleurs on assiste à une certaine « moralisation » d'autres centres ; par exemple aux Bahamas

ou aux îles Cayman, le secret bancaire n'est plus absolu quand on peut apporter la preuve d'une origine douteuse des fonds : en 1983, la Bank of Nova Scotia avait dû communiquer les documents comptables de sa succursale des Bahamas, assignée par un tribunal de Floride dans le cadre d'une affaire de fraude fiscale et de trafic de drogue.

II. Les places financières « Off-Shore » ou zones franches bancaires :

Une zone franche bancaire est une aire géographique où des banques, de toutes origines, exercent librement leurs activités, mais à deux conditions : premièrement, ne travailler qu'avec des eurodevises, deuxièmement, n'avoir des relations qu'avec des non-résidents.

Les places bancaires offshore ont été, depuis le début des années 1980, affectées par un certain nombre d'évènements : en 1980, le gel des avoirs iraniens déposés dans les banques américaines du monde entier ; en 1982, le blocage des avoirs argentins à la suite de la guerre des Malouines ; enfin, en 1983, le blocage des dépôts de la succursale de la Citibank aux Philippines. Ces évènements, conjugués aux problèmes de l'endettement du Tiers-monde et de l'instabilité du système financier international, ont entraîné un recentrage des activités des zones franches bancaires.

Caractéristiques et avantages des places off-shore :

Les avantages proposés sont généralement de 3 ordres : fiscal, structurel et géographique.

- **les avantages fiscaux :**

Il existe peu ou pas d'impôt dans une zone franche bancaire, que ce soit la TVA, la taxe sur les commissions, ou l'impôt sur les sociétés.

- **les avantages structurels :**

L'absence des réglementations des changes permet aux banques présentes dans une zone franche bancaire de choisir délibérément leur position de trésorerie et les arbitrages qu'elles vont effectuer. Il existe peu ou pas de réserves obligatoires. Enfin la dotation en

capital est réduite au minimum. Les établissements financiers peuvent immobiliser le minimum de capital, les ratios de fonds propres sont quasi inexistant.

- Les avantages géographiques :

Outre les avantages précédemment annoncés, les zones franches bancaires proposent souvent une localisation très pratique.

Les pays d'accueil des zones franches proposent en outre une infrastructure ultra moderne, des réseaux informatiques et de télécommunications très performants, un équipement immobilier et hôtelier de tout premier ordre, des liaisons aériennes internationales, un personnel qualifié et enfin, dans la mesure du possible une stabilité politique.

L'implantation d'une zone franche profite également au pays d'accueil. Dans un grand nombre de places, l'activité bancaire off-shore présente une part non négligeable du PNB et se situe au premier rang dans les recettes totales, voir au deuxième derrière l'activité du tourisme. L'imposition, même minime, permet en effet de bénéficier d'une source de revenu. Enfin, l'implantation d'une zone franche bancaire permet de faire travailler un grand nombre de nationaux.

III. La place financière offshore Tanger Free Zone:

Le système des places financières offshore a été institué par la loi 58-90, et mis en application par une circulaire datant de septembre 1992.

Cette loi a institué dans la municipalité de Tanger une place financière offshore ouverte aux activités de banque et des sociétés de gestion de portefeuille et de prise de participations. Cette même loi autorise la création et la délimitation par voie réglementaire des places financières offshore dans d'autres régions du Royaume.

Une distinction est effectuée entre les activités exercées par des banques offshore et les activités de gestion de portefeuille et de prise de participation exercées par des sociétés de gestion.

➤ Avantages offerts par la TFZ :

Le Financement Off-Shore

La zone offshore de Tanger attire de plus en de plus de banques. Elle leur dédie un régime de change libre adossé à une fiscalité préférentielle et à des exonérations douanières.

La zone offshore de Tanger est devenue aussi l'un de ces paradis qui attirent aussi bien des banques locales qu'étrangères. La zone dédiée aux banques offshore un régime de change libre adossé à une fiscalité préférentielle et à un régime douanier approprié (suspension des droits de douane pour l'importation des biens nécessaires à l'exploitation).

On y bénéficie ainsi d'exonérations sur les droits d'enregistrement, TVA, la patente et taxe urbaine, droits et taxes à l'importation, TPA pour les dividendes distribués. L'impôt sur les banques étant forfaitaire de 25.000 dollars (à payer la contre valeur en dirhams), libératoire de tout autre impôt sur les bénéfices et revenus, pendant les 15 premières années et l'impôt sur les sociétés est au taux réduit de 10 %, pendant les 15 premières années suivant l'agrément. Les dividendes distribués par les banques Offshore à leurs actionnaires sont pareillement exonérés de l'impôt sur les sociétés retenu à la source.

CONCLUSION

L'optimisation du financement international repose sur la recherche d'un financement le moins cher possible en s'endettant dans une autre devise. Ceci tout en maintenant un niveau de risque quasiment équivalent à celui d'un financement domestique à travers une opération de couverture.

D'un point de vue théorique une telle opération ne présente pas d'intérêt. En effet, le coût de la couverture est équivalent au différentiel de taux que pourrait apporter l'emprunt en devise.

Cependant, en pratique, certains dérèglements de marché laissent apparaître des fenêtres entre le coût de l'emprunt en devise et le coût de l'opération de couverture.

Ces fenêtres, à la fois temporaires et imprévisibles, sont à l'origine de gains substantiels que pourraient faire certaines entreprises en s'endettant dans certaines devises.

La recherche de fenêtres est une part importante de l'activité d'une banque chef de file lors de la mise en place d'une opération de financement. Elle recherche ainsi sur l'ensemble des principales monnaies les meilleures opportunités qui peuvent se présenter à un moment

Cependant, on pourrait se demander si, avec l'arbitrage, de telles fenêtres ne vont pas progressivement se réduire voire disparaître. Si cela était avéré, s'endetter dans une monnaie ou dans une autre ne présenterait plus un intérêt suffisant pour contrebalancer la complexité et la lourdeur de l'opération.

L'optimisation du financement international ne serait alors plus possible de cette manière.

On peut raisonnablement penser que les marchés vont de plus en plus tendre vers un marché de plus en plus parfait où ce genre d'anomalie va disparaître. Cependant il restera toujours certains facteurs exogènes (faillites de banques, d'entreprises, crises

mondiales, etc.) qui devraient permettre à de nouvelles fenêtres de se créer temporairement sur certaines monnaies.

BIBLIOGRAPHIE

□ Marchés Internationaux des capitaux et gestion d'actifs :

- Jean MATHI
- Edition : Economica

□ Marchés internationaux des capitaux

- François LEROUX
- Edition : ESKA

□ La stratégie internationale des groupes financiers américains :

- Olivier PASTRE
- Edition : Economica

□ Finance internationale : marchés et techniques

- Philippe d'ARVISENET, Thierry SCHIWOB
- Edition : Hachette

□ Finance internationale

- Henri BOURGUINET
- Presse universitaire de France

□ Finance internationale : théorie, politique, et pratique

- Emmanuel nyahoho
- Edition : Business et Economics

□ Finance internationale et marché de grés à grés

- Claude DUFLOR et Laurent MARAGILICI
- Edition Economica

- Finance internationale
 - George FEIGER et Bernard JACQUILLAT
 - Edition : Dalloz

- Monnaie et fiance dans l'échange international
 - Ronald I.MCKIMAN

- Les marchés financiers internationaux
 - André CARTAPANIS
 - Edition : la découverte

- La balance marocaine des paiements
 - AQALAL
 - Edition : Imprimerie de Fedala

- L'eurodollar :
 - Calmann l'EVY

- www.edubourse.com/guide/lexique

- www.guide-finance.ch

SOMMAIRE

Introduction.....	1
Chapitre 1 : Développement des euro- devises.....	4
I. Définition du marché des euro- devises.....	4
II. Apparition du marché des euro- devises.....	5
III. Raisons de développement du marché des euro-devises.....	7
IV. Comparaison des conditions sur le marché euro et sur le marché domestique.....	8
Chapitre 2 : Processus de création des euro- devises.....	10
Chapitre 3 : Opérations financières sur les euro- devises.....	16
I. Un marché de gros.....	16
II. Un marché de détail.....	16
III. Un exemple d'un montage des euro- crédits.....	18
Chapitre 4 : Marchés des émissions internationales.....	30
I. Marché des euro- obligations.....	30
II. Marché des euro- actions.....	31
III. Autres marchés.....	32

Chapitre 5 : Fonctions des euro-marchés.....	34
I. Protection contre le risque de change.....	34
II. Transformations internationales.....	34
III. Transformations domestiques.....	34
Chapitre 6: Places internationales Off shor.....	36
I. Les centres off-shore.....	36
II. Les places financière off-shore ou zones franches bancaires.....	37
III. La place financière off-shore Tanger Free Zone.....	39
Conclusion.....	40
Bibliographie.....	42
Table des matières.....	45

Le Financement Off-Shore



كلية العلوم القانونية
و الاقتصادية و الاجتماعية الدار البيضاء

Faculté des Sciences Economiques
Juridiques et Sociales Casablanca