

## SOMMES-NOUS MURS POUR LES JUNK BONDS?



**Christophe J. Nijdam**

“Les ingrédients requis pour le développement d'un tel marché sont à la disposition, en France, des investisseurs avertis.”

**A** l'aube des fonds de pension, il est opportun de réhabiliter les junk bonds, dont la traduction incorrecte par “obligations pourries” véhicule le cliché du risque sans inclure la vision du rendement. Instruments hybrides, leurs cours de Bourse se rapprochent du comportement des actions, alors qu'il s'agit d'emprunts obligataires dotés d'un coupon régulier élevé et moins aléatoire qu'un dividende. L'histoire économique américaine est là pour nous rappeler que la plupart des ingrédients requis pour le développement d'un tel marché sont à la disposition, en France, des investisseurs avertis. A l'origine, les junk bonds étaient des obligations émises par des entreprises de première qualité qui, au fil des vicissitudes de la vie des affaires, ont vu leurs cours décoller, passant dans la catégorie des fallen angels, les “anges tombés du ciel”. L'emprunt obligataire d'Euro Disney en est l'illustration parfaite en France : émis en 1991 avec un rendement de 7,5 %, il a vu son cours chuter à la veille de Noël dernier, offrant à cette décote un rendement de plus de 18 %, soit trois fois celui des emprunts d'Etat. Depuis, son cours s'est redressé à un niveau de rendement de 10 à 11 %. Avec la baisse des taux d'intérêt américains dans les années 80, les investisseurs institutionnels à la

recherche de rendements élevés, du type fonds de pension subissant les effets du vieillissement démographique, ont permis l'émergence d'une seconde catégorie : les rising stars, les “étoiles montantes”. L'émergence de cette seconde catégorie a été d'autant plus rapide qu'elle accompagnait la désintermédiation bancaire que nous connaissons. Les secteurs du câble et du téléphone cellulaire américain, notamment, en ont été les grands bénéficiaires. En 1993, les émissions de junk bonds se sont élevées à 55 milliards de dollars. De nos jours, plus d'un milliard d'entreprises américaines ont eu recours à ce marché, qui représente plus de 200 milliards de dollars, à comparer à plus de 800 milliards de dollars pour le marché obligataire réservé aux entreprises de premier rang. Certains ingrédients doivent cependant encore être améliorés en France, notamment la transparence des comptes des entreprises, la protection des petits porteurs par la Cob, la professionnalisation des gestionnaires d'OPCVM au risque de défaillance, et enfin une appellation franco-française pour ces obligations à haut rendement. Par exemple, le troisième marché obligataire, afin de préserver notre exception culturelle...

## PEDAGOGIE : NE COLLONS PAS AUX MODES !



**Bernard Ramanantsoa**  
Doyen du corps professoral et de la recherche, groupe HEC

“Remettons à l'honneur la notion de discipline, le sens de la rigueur, la formation par la recherche.”

**L**a crise atteint nos modes de pensée. Comme toujours en période de turbulences, on assiste à un débordement de slogans simplificateurs et de recettes toutes faites. Le système français de formation à la gestion n'est pas épargné. Pour exorciser la crise de l'emploi, chacun y va de sa mise en question. Pour certains, l'apprentissage devrait se substituer à la formation théorique. Pour d'autres, la gestion devrait se limiter à un ensemble de techniques et recettes assimilables en quelques trimestres. De telles recommandations cachent des pièges redoutables.

Le premier est celui de l'amalgame. Le problème des élèves sortant directement de l'enseignement secondaire n'est pas celui des diplômés des meilleures écoles et universités. De récentes études montrent que ces derniers ne sont pas, contrairement à la rumeur, confrontés autant que les autres au problème de l'emploi. Plus grave encore : on oublie que la compétitivité future de nos entreprises se jouera sur la capacité des étudiants d'aujourd'hui à penser et à agir sur un nouvel environnement. Il leur faudra imaginer et mettre en œuvre de nouvelles solutions, intégrer une com-

plexité impossible à définir aujourd'hui. Cela nécessite l'acquisition de structures de pensée, de réflexion et de comportement pérennes. Il faut bien sûr que les jeunes diplômés des grandes institutions de formation puissent être opérationnels dès leur entrée dans le monde du travail (jusqu'à preuve du contraire, ils le sont plutôt) et que le contact avec les entreprises soit mieux organisé. Mais ces modalités ne dispensent pas d'une formation de base dépassant largement l'acquisition de techniques vouées à l'obsolescence.

Face à l'accélération des changements, toute pédagogie s'essouffera à “coller” à la succession des discours à la mode. Il faut au contraire insister sur l'acquisition et la maîtrise de quelques invariants, remettre à l'honneur la notion de discipline, l'exigence de rigueur (la formation par la recherche est une voie), une ouverture approfondie à l'économie, à la sociologie, et peut-être demain à la philosophie et à la biologie.

En gestion comme ailleurs, aucune ignorance n'est jamais utile. Ne nous laissons pas piéger par des solutions illusives. Il y va de la place de nos entreprises dans la décennie à venir.