



MARKET INSIGHT

Février 2017



RETOUR DE LA TITRISATION SYNTHÉTIQUE

À la fin de la crise financière mondiale, le terme titrisation était presque devenu un gros mot. Après la chute de Bear Stearns, l'effondrement de Lehman et la crise du crédit, plusieurs investisseurs ont découvert qu'un ensemble d'acronymes désignant différents instruments de crédit était à l'origine de la crise. ABCP, CPDO, CDO et CDO-2 sont quelques-uns des noms qui ont fait les manchettes des journaux et ont occupé le banc des accusés de la pire crise financière depuis la Seconde Guerre mondiale. Hormis les produits structurés les plus classiques, les structures les plus complexes se sont effacées quelque temps, et les investisseurs se sont tournés vers des stratégies et des montages plus simples. En 2016, on a assisté à un retour en force des opérations de titrisation synthétique au bilan des banques, et 2017 devrait très certainement suivre le même chemin. Bloomberg a récemment annoncé que Nordea et Lloyds Banking Group avaient utilisé ce type de transaction pour réduire leur exposition au risque de crédit. Plus tôt en 2016, le fonds de pension néerlandais PGGM a communiqué une opération de 2,3 milliards EUR avec le prêteur espagnol Banco Santander. Quelle est la nature exacte de ces accords et constituent-ils une menace pour le système ?

La titrisation synthétique, qu'on désigne parfois par les termes obligations d'allègement du capital ou transactions de partage des risques, implique une banque, un registre de prêts productifs et un investisseur souhaitant vendre une assurance sur ce registre de prêts. La banque achète une protection de crédit, en utilisant la technologie des dérivés de crédit, sur un portefeuille de prêts auprès d'un investisseur, habituellement un fonds de pension sophistiqué, un inves-

tisseur en crédit spécialisé ou un hedge fund. La banque conserve la propriété de l'actif à son bilan, mais le risque de crédit est transféré au vendeur de l'assurance. L'intérêt pour la banque de conclure une telle transaction est l'effet d'allègement du capital sur son bilan ainsi que la couverture du risque de crédit. Puisque le risque de crédit est transféré à une autre entité, les exigences de fonds propres pour les prêts restant au bilan sont réduites, ce qui a un effet positif sur le ratio des actifs pondérés en fonction du risque de la banque.

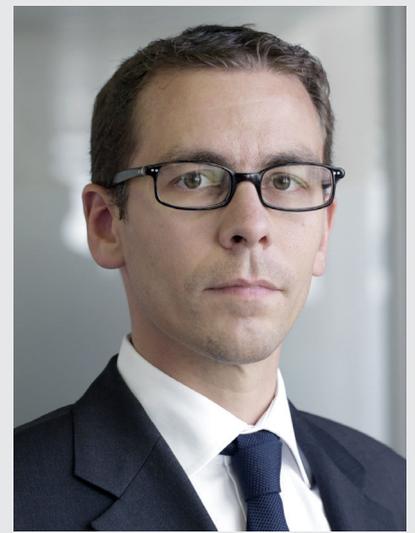
Il faut comprendre le terme titrisation synthétique par opposition à une véritable opération de vente. Dans une transaction de vente réelle, la banque et l'acheteur s'entendent sur un portefeuille de prêts qui est effectivement transféré à l'acheteur contre des fonds. La justification d'une vente réelle est d'obtenir des financements. Dans le cas d'une transaction synthétique, la raison est la gestion du risque de crédit. La banque ne reçoit aucun paiement à la clôture de la transaction, mais seulement si un événement de crédit survient, c'est-à-dire une perte dans le portefeuille de crédit. Les transactions fréquentes, qu'elles soient des ventes véritables ou des opérations synthétiques, concernent l'exposition aux entreprises, le financement commercial ou les prêts aux petites et moyennes entreprises. Les prêts immobiliers ne figurent généralement pas parmi ces opérations.

Le retour de ce type de contrat est un signe évident des dynamiques qui régissent l'offre et la demande. D'un côté, les banques sont poussées par les régulateurs à restructurer leur bilan selon les exigences de Bâle III et à augmenter leur

ratio de Tier I. Bien que Bâle IV semble à présent s'éloigner, les exigences de fonds propres pour les prêts sont toujours onéreuses et les banques ont intérêt à trouver des méthodes pour réduire cette exposition. Par ailleurs, plusieurs d'entre elles ne sont pas débarrassées d'actifs non essentiels ou de prêts non productifs. La vente de ces expositions sur le marché secondaire est possible, mais les transactions sont longues et plutôt complexes. En outre, les investisseurs dans les prêts non productifs européens deviennent difficiles. Du côté de la demande, les investisseurs complexes comme les hedge funds de crédit sont encore en quête de rendement, et plusieurs fonds ont accès à du capital à long terme qui leur permet de prendre part à ces transactions. L'an dernier, quelques fonds ont été lancés avec pour unique objectif d'investir dans ces contrats et d'autres gérants allouent une partie de leur portefeuille de crédit spécialisé à la titrisation synthétique.

Toutefois, les investisseurs ne doivent pas oublier que la titrisation synthétique n'est pas une méthode destinée à réduire le risque dans le système : il ne s'agit que d'un transfert du risque d'une banque à une entité non bancaire. Étant donné que les transactions sont privées, le régulateur peut parfois éprouver des difficultés pour savoir quelle entité est exposée à quel risque de crédit particulier, c'est pourquoi il a décidé de s'impliquer.

La Commission européenne a déjà adopté une position claire sur la titrisation classique. Elle reconnaît que la titrisation, si elle est de bonne qualité et structurée par un cadre communément admis, peut apporter de la valeur ajoutée pour l'économie. Elle a donc publié un ensemble de critères destinés à rendre les titrisations



NICOLAS ROTH
HEAD OF ALTERNATIVE INVESTMENTS

“Une fois structurées de façon adéquate et si elles sont correctement supervisées au sein d’un cadre accepté par tous, la titrisation synthétique ou les transactions de partage des risques constitueront un outil positif pour le secteur bancaire.”

simples, transparentes et standardisées (les critères STS). La règle de simplicité impose que les actifs transmis ne soient pas grevés, qu’aucune perte n’ait été subie et que les prêts aient été attribués dans le cadre normal des activités. La règle de transparence suppose que la banque à l’origine de la transaction est en mesure de fournir les données historiques sur les pertes aux investisseurs tandis que la règle de standardisation stipule que les risques de taux d’intérêt et de change doivent être atténués selon une méthode d’atténuation communiquée. Plusieurs autres conditions doivent également être respectées. Si une opération de vente réelle est considérée comme conforme aux critères STS, la banque bénéficie d’un traitement réglementaire préférentiel.

Bien que la Commission européenne n’ait pas entièrement approuvé l’application des critères STS aux transactions synthétiques, l’Autorité bancaire européenne a, dans un récent rapport, recommandé que les titrisations synthétiques puissent bénéficier d’un traitement équivalent à celui des opérations de vente réelle, sous réserve d’une liste spécifique de contraintes. Les discussions sont toujours en cours, mais la plupart des participants sont optimistes quant à la reconnaissance officielle future de cette technique de partage des risques.

L’adoption d’une norme harmonisée pour les opérations synthétiques ne peut qu’être considérée comme positive pour les banques et les investisseurs européens. Du point de vue des banques, le respect d’un cadre commun leur permettrait de conclure des transactions plus efficacement, tandis que les investisseurs bénéficieront d’une meilleure situation pour leur travail de due diligence étant donné que les détails de structuring vont vraisemblablement converger. Enfin, aujourd’hui, un marché secondaire naissant pourra bénéficier de l’harmonisation des opérations.

Une fois structurées de façon adéquate et si elles sont correctement supervisées au sein d’un cadre accepté par tous, la titrisation synthétique ou les transactions de partage des risques constitueront un outil positif pour le secteur bancaire. Elles permettent aux banques de se concentrer sur leur activité principale de crédit tout en transférant le risque de crédit non souhaité à des investisseurs institutionnels. Le partage des risques est une façon pour les banques de renforcer leur bilan et de recycler le capital dans les activités clés. Elles peuvent ainsi augmenter leurs chances d’apporter plus de valeur ajoutée à l’économie réelle et peut-être de doper la croissance européenne.

INFORMATION IMPORTANTE - Ce contenu n'est fourni par REYL & Cie Holding SA ou / et l'une de ses entités (ci-après "REYL") qu'à titre indicatif, n'est destiné qu'à une utilisation interne et ne saurait en aucun cas constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'acheter ou de vendre une valeur mobilière ou d'effectuer une quelconque transaction, ni par ailleurs un conseil d'une autre nature, particulièrement à l'attention d'un destinataire n'étant pas un investisseur qualifié, accrédité, éligible ou / et professionnel. Il est destiné à une utilisation exclusive par son destinataire et ne saurait, pour une quelconque autre raison, être transféré, imprimé, téléchargé, utilisé ou reproduit. REYL accorde la plus grande attention à la préparation et à l'actualisation des informations de ce contenu, obtenues de sources considérées comme fiables, mais sans en garantir toutefois la pertinence, l'exactitude, l'exhaustivité. C'est pourquoi REYL, ainsi que ses administrateurs, directeurs, employés, agents et actionnaires, n'assument aucune responsabilité pour les pertes et dommages de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation des informations de ce contenu. Ce contenu est prévu exclusivement pour un destinataire comprenant et assumant tous les risques implicites et explicites en découlant. Toutes les décisions prises par le destinataire en matière d'investissement relèvent de sa seule responsabilité et s'appuient exclusivement sur sa propre évaluation indépendante (et de celle de ses conseillers professionnels) de sa situation financière, de ses objectifs de placement, des risques spécifiques, des critères d'éligibilité, des conséquences juridiques, fiscales, comptables, ainsi que sur sa propre interprétation des informations. REYL n'assume aucune responsabilité quant à l'adéquation ou l'inadéquation des informations, opinions, valeurs mobilières, produits mentionnés dans ce contenu. Les performances passées d'une valeur mobilière ne garantissent pas les performances futures. Le contenu a été préparé par un département de REYL qui n'est pas une unité organisationnelle responsable de l'analyse financière. REYL est soumise à des exigences réglementaires et prudentielles distinctes et certaines valeurs mobilières et produits d'investissement ne peuvent pas être offerts dans toutes les juridictions ou à tous types de destinataires. Le destinataire doit donc se conformer aux réglementations locales. Il n'y a aucune intention de la part de REYL d'offrir des valeurs mobilières ou des produits d'investissement dans les pays ou juridictions où une telle offre serait illégale en vertu du droit interne applicable.