

Une classe d'actifs à part entière

Les CDO deviennent un outil classique de gestion de bilan pour les banques. Ils constituent désormais une classe d'actifs à part entière. Ces produits sont de plus en plus fréquemment construits sur mesure en fonction des desiderata des investisseurs.

Wissem Bourbia
Responsable CDO Europe
Frédéric Monneret
Structureur CDO
Emmanuel Valette
Responsable trading Exotic
Société Générale

■ Le marché des CDO a connu une croissance phénoménale depuis ces trois dernières années, le volume des émissions notées passant de 50 milliards de dollars en 1997 à plus de 120 milliards en 2000 (source : agences de notation). Bien que similaires, dans leurs structures, il existe trois grandes catégories de CDO (*encadré 1*) :

- les CDO de gestion de bilan sponsorisées par les banques, en général synthétiques ;
- les CDO *cash-flows* gérés par des géants institutionnels (dont l'actif porte essentiellement sur le marché *high yield* américain) ;
- les CDO d'arbitrage dont l'actif porte sur le marché obligataire *investment grade* et le marché des dérivés de crédit.

Un CDO synthétique de gestion de bilan est une transaction par laquelle une banque sponsor transfère partiellement ou intégralement le risque de crédit d'un portefeuille de prêts par l'intermédiaire de un ou plusieurs dérivés de crédit *in fine* à des investisseurs. La principale motivation est la réduction de la consommation de fonds propres.

Le CDO *cash-flows* est une transaction par laquelle un portefeuille d'actifs (prêts ou obligations) est transféré à un véhicule ad hoc et refinancé par des émissions de différentes classes de titres. De plus en plus de gestionnaires d'actifs (*asset managers*) sponsorisent ce type d'opérations, car elles leur permettent d'augmenter le volume d'actifs sous gestion et leur procurent des revenus provenant des commissions de gestion et d'investissement dans les tranches subordonnées.

Contrairement aux opérations *cash-flows* qui se matérialisent par une cession d'actifs et un refinancement par émissions de titres, les opérations synthétiques permettent aux banques de découpler la gestion de la liquidité et la gestion des fonds propres (*encadré 2*). L'essor des opérations synthétiques en Europe est en partie dû aux contraintes liées à la vente des actifs dans des environnements juridiques différents : problèmes fiscaux de retenue à la source, notification des débiteurs, secret bancaire et au coût relativement élevé, notamment pour les grandes banques, des fonds ainsi levés.

CDO, un outil standard de gestion du risque de crédit

En quelques années, les CDO de gestion de bilan se sont imposés pour les banques comme un outil standard de gestion du risque de crédit. Contrairement aux dérivés de crédit «vanille» (ligne à ligne), cet outil permet

de gérer des portefeuilles de crédit de taille significative et de faire jouer l'effet de diversification pour en réduire le coût. Les objectifs de ces transactions sont multiples : pilotage du ROE, gestion du ratio Cooke, optimisation du capital économique, réduction de la volatilité sur les pertes, gestion des pics d'expositions.

«La plupart des CDO de gestion de bilan ont été originés par des banques européennes.»

La plupart des CDO de gestion de bilan ont été originés par des banques européennes (seule 19 % des banques sont d'origine américaine ou canadienne), alors que les actifs qui ont été couverts sont aussi bien américains qu'europeens. La majorité des transactions a porté sur des prêts à des entreprises, non sécurisés, bilatéraux et syndiqués. A l'intérieur de cette catégorie, les transactions ont essentiellement porté sur les crédits aux grandes entreprises, compte tenu de leurs faibles marges par rapport à leur consommation «Cooke». En Europe, de nouvelles classes d'actifs ont servi à des opérations innovantes comme les *asset-backed securities*, les prêts hypothécaires, le crédit-bail immobilier, les financements d'avions ou encore les financements de projets. La standardisation et

1. Définitions

CLO : *Collateralised Loan Obligation*

CBO : *Collateralised Bond Obligation*

CDO : *Collateralised Debt Obligation*

Ces trois produits désignent les titrisations synthétiques (transfert de risques via les dérivés de crédit) ou *cash* (transfert des risques par cession d'actifs) d'actifs financiers de types prêts bancaires, obligations ou plus généralement dettes.

la flexibilité de la documentation des crédits dérivés permet, en effet, d'appliquer cet outil à des classes d'actifs multiples.

Anticiper les évolutions réglementaires

Les opérations de gestion de bilan ont connu des évolutions depuis ces dernières années : en effet, les opérations actuelles sont optimisées pour permettre de gérer des substitutions au sein du portefeuille de référence sous respect de contraintes imposées par les agences de notation. Elles ne font plus nécessairement appel à la mise en place de véhicules ad hoc. Elles sont assorties de *calls*, avec ou sans *step up*, pour anticiper les évolutions réglementaires après la mise en place de la réforme de Bâle.

«Les structures qui se mettent en place peuvent être multiples et répondre de manière précise aux besoins spécifiques de chacun des investisseurs.»

Les nouvelles règles bâloises vont avoir un impact significatif sur l'avenir du marché des CDO bancaires en Europe. En effet, celles-ci ont pour vocation d'aligner davantage le coût en capital avec le risque économique, ce qui va accroître la pression tarifaire sur les *corporates* les plus risqués. Ces évolutions sont de nature à modifier le type d'actifs titrisés. Il est prévisible qu'à l'avenir, le gisement des PME (risque *non investment grade*), jusque-là relativement peu utilisé dans les opérations de titrisations synthétiques, devienne l'un des actifs privilégiés pour ce type d'opérations.

La demande des investisseurs

Les CDO synthétiques ou *cash-flows* permettent aux investisseurs d'être exposés à différentes classes d'actifs de crédit tout en contrôlant le niveau de risque. Ainsi un investisseur souhaitant être exposé à du *high yield* peut aussi bien ac-

2. Les CDO synthétiques : avantages pour les banques

Par rapport aux opérations de CDO *cash-flows*, les opérations synthétiques présentent de nombreux avantages pour les banques :

- flexibilité en termes de choix des actifs sous-jacents (multi-juridictionnels, multi-devises, senior/subordonné, sécurisé/non sécurisé, actifs/engagements de financement) ;
- coût réduit ;
- faible impact sur les systèmes d'information (non nécessité de suivre et de transférer les encaissements et décaissements) ;
- préservation de la confidentialité de l'emprunteur ;
- documentation allégée, donc facilité et rapidité d'exécution ;
- pas de risque de reconsolidation avec les nouvelles normes IASC.

quérir la tranche la plus senior avec la meilleure notation et ainsi limiter son risque sur cette classe d'actifs. Il peut aussi investir dans une tranche moins bien notée mais sur des actifs, eux, bien notés. Cette tendance aux produits «sur mesure» tend à se développer, car elle permet de gérer plus finement le couple risque-rendement.

Un couple rendement-risque très attractif

Nous avons vu récemment un nombre grandissant d'intérêts pour des produits dits «sur mesure», pour certains investisseurs, qui recherchent principalement des produits à capital garanti, ainsi qu'un rendement indexé sur l'occurrence d'événements de crédits ou sur un panier de noms. Ces produits viennent compléter la gamme des produits structurés déjà existante, notamment les CDO ou les produits structurés indexés sur action.

Les produits de crédit doivent être considérés comme une nouvelle classe d'actifs à part entière. Ils traitent des mêmes sous-jacents que les produits actions (car il s'agit bien des mêmes compagnies), mais proposent une prise de risque bien moindre que ces derniers, tout en offrant un rendement très intéressant. Ceci permet donc de proposer des produits au couple rendement-risque très attractif, notamment dans un marché action incertain.

En effet, alors qu'un produit action offre des rendements potentiels très grands (notamment pour des marchés haussiers), il est aussi soumis à une probabilité plus faible de les obtenir, et aura sans doute des rendements médiocres dans un marché baissier ou stagnant. A contrario, les produits de crédit permettent de viser des rendements moindres, certes, mais avec une probabilité bien plus grande de les obtenir, que ce soit dans un marché haussier ou baissier.

La stratégie de la Société générale

La Société générale s'est engagée depuis quelques années dans une gestion active du portefeuille de *credits corporates*. Cette gestion s'est faite de pair avec la mise en place d'un système de notation interne, de calcul et de suivi de consommation de fonds propres économiques (Raroc). Depuis 1999, elle a réalisé une dizaine d'opérations pour un montant total de

plus de 9 milliards d'euros. Elle a choisi de réaliser ces opérations sous forme de CDO synthétiques en placements privés pour les avantages que ce type de formule offre : simplicité de documentation, coûts réduits (pas de montage de SPV). Le challenge de telles opérations réside dans le placement des tranches les plus juniors : à cette

fin, la Société générale a développé des relations privilégiées avec des investisseurs sophistiqués qui ont de larges capacités d'achat et qui sont familiers avec les systèmes de gestion et de notation internes. En général, ces investisseurs connaissent bien le risque de crédit sur un univers qui va bien au-delà des *corporates* qui possèdent une notation publique.

Il faut surtout mettre en parallèle le fait qu'un produit crédit performera toujours, si un produit action équivalent performe, alors que le contraire n'est pas vrai, car dans un marché à tendance baissière, ou neutre, qui aura pour conséquence la non-performance d'un produit action, les produits crédit auront une très forte probabilité de sur-performer le marché.

Des produits sur mesure

Les structures qui se mettent en place peuvent être donc multiples, et répondre de manière précise aux besoins spécifiques de chacun des investisseurs. Les structures les plus simples peuvent se décliner sous forme d'un investisse-

ment à 3, 5, ou 8 ans, capital garanti, par un émetteur de qualité de crédit AA ou mieux, qui sera remboursé à maturité, au minimum à 100 %, voire jusqu'à 180 ou 200 %, par exemple, si aucun événement de crédit ne s'est produit, sur un panier de noms donnés (par exemple, le panier du Stoxx50, qui représente les 50 plus grosses capitalisations boursières européennes). Ces rendements dépendent bien sûr du type de panier sélectionné, et de la prise de risque désirée par le client.

De là sont nées des variantes, visant à sécuriser le rendement potentiel de l'investisseur, au cours de la vie du produit. Ainsi peut-on aussi proposer des produits, où chaque année, une partie du remboursement à maturité sera acquise, en fonc-

tion de l'occurrence d'un événement de crédit ou pas, sur un panier de noms, ce qui permet de lisser le rendement, et d'augmenter le couple risque-rendement.

Enfin, des produits permettant de prendre une exposition, non pas uniquement sur le premier défaut, mais aussi sur le second, voire le troisième ou uniquement le second défaut, par exemple, sur un panier, sont en train de voir le jour, permettant eux aussi de moduler le couple risque-rendement recherché par les investisseurs.

Ces structures ont enfin l'avantage de pouvoir être mises en place de manière extrêmement rapide, ce qui permet de saisir les opportunités des marchés ou les besoins des clients de manière plus fine encore. ●