

RÉHAUSSEMENT DE CRÉDIT

Les «monolines» : vecteurs du développement de la garantie financière en Europe

LE MÉTIER DE LA GARANTIE FINANCIÈRE est né aux Etats-Unis. Après une période de concentration à la fin des années 90, ces deux dernières années ont vu apparaître trois nouveaux arrivants ou futurs

arrivants (tableau 1). Ces compagnies d'assurance, soumises à la réglementation américaine, présentent un élément caractéristique qui les définissent comme «monolines». En effet, la plupart des États des États-Unis, en particulier, l'État le plus important pour la garantie financière, New York, délivrent des licences imposant aux compagnies d'assurance qui souhaitent souscrire des polices de garantie financière de se limiter à cette activité. Ce caractère exclusif les distingue des autres compagnies d'assurance «multilines». Des événements récents ont d'ailleurs montré la différence d'approche entre les monolines et au moins certaines multilines. Dans

le cadre de la mise sous protection du chapitre 11 des faillites par Pacific Gas & Electric, les monolines garantes de certaines de ces émissions (AMBAC et MBIA) confirmaient immédiatement qu'elles assureraient le paiement en temps et en heure des sommes dues au titre des garanties émises. Quelques

Le métier de la garantie financière se développe en Europe au rythme des marchés financiers et des opérations de financements structurés. Souvent méconnue, cette activité d'assurance très spécialisée devrait connaître de nouvelles évolutions avec l'euro et les résultats des travaux du Comité de Bâle.

mois plus tôt, une filiale de AIG, Lexington Insurance qui avait garanti la dette de deux véhicules ad hoc (HF5 et HF6) et les faisait bénéficier de son triple A, indiquait qu'elle ne remplirait pas ses obligations de garant. De triple A, la dette de ces véhicules a été dégradée immédiatement à CCC minus¹.

AVERSION AU RISQUE

L'approche du risque par une monoline est un autre élément qui les différencie des multilines, plus habituées à évaluer des risques et à calculer des primes incorporant des défauts probables statistiquement et la juste rémunération de leur prestation. Le garant financier a une aversion profonde pour le risque. Il est très sélectif dans son processus de souscription des risques et en général garantit des actifs dont le sous-jacent est déjà «*investment grade*»². De plus il structurera la transaction avec le banquier conseil d'une manière telle que la somme des risques résiduels soit statistiquement proche de zéro.

Ces résultats sont souvent obtenus à l'aide de techniques telles que la sur-collatéralisation, la subordination, la marge excédentaire ou le compte séquestre pour citer les plus classiques. La profession utilise souvent l'expression «*zero loss*» ou sinistre zéro pour définir cette approche.

Durant la vie de la transaction, le garant continuera à suivre les risques assurés. La surveillance est une fonction importante de la gestion des risques et de leur contrôle. En cas de détérioration, le garant prendra toutes les mesures qu'il juge nécessaires à sa protection, en particulier celles qui auront été prévues

“ Le garant financier a une aversion profonde pour le risque. ”

dans le contrat qui le lie à l'émetteur. La couverture de certains risques par le marché fait partie des solutions mises en place à l'émission de la garantie ou en cas d'évolution négative de certains risques durant la vie de la transaction.



SERGE MALE
Directeur général



© RICHARD PHELPS FREEMAN

MICHEL ROUZIOUX
Directeur général adjoint
CIFG Europe

Les avantages de la garantie financière

Une garantie financière est un engagement inconditionnel et irrévocable de paiement à première demande des sommes dues en principal et intérêts, selon le calendrier initial de l'émission. Les titres ainsi rehaussés bénéficient de la notation du garant financier, généralement un triple A*. Cette garantie correspond juridiquement à une caution directe dans laquelle la caution s'engage à l'égard d'un créancier à exécuter l'obligation de son débiteur au cas où celui-ci ne l'exécuterait pas lui-même. Cette caution est accessoire à l'obligation principale entre le créancier et son débiteur et ne peut exister sans elle. Elle suit étroitement le sort de l'obligation principale du débiteur. Après mise en œuvre de la sûreté, la caution est en droit de réclamer au débiteur le rem-

boursement des sommes qu'elle a payées. Elle devient subrogée dans les droits du créancier. Cette définition formelle, comme la base juridique qu'elle utilise, s'est imposée pour répondre aux besoins tant des émetteurs qui demandent le bénéfice d'une garantie que des investisseurs qui recherchent ce type de produit.

A travers une structure ad hoc (Trust, FCC, SPV), qui élimine les risques propres à la faillite de l'émetteur, celui-ci demande au garant financier d'assurer le paiement à première demande des sommes dues à l'investisseur en cas de défaut. L'émetteur bénéficie de plusieurs avantages :

- un financement à un coût avantageux, la prime payée au garant étant inférieure à la différence entre le coût d'une émission triple A et le coût de financement de l'émet-

teur (lié à sa notation ou à son niveau de risque) ;

- un élargissement du champ des investisseurs dans ses émissions, certains n'achetant que du papier triple A ou augmentant leurs investissements pour du papier triple A ;
- une liquidité accrue, compte tenu du triple A, et par là même un meilleur placement de l'émission garantie, favorisant de plus la reconnaissance du nom de l'émetteur dans le marché ;
- la possibilité de placer du papier lié à des structures complexes ou innovantes mais dont la perception par le marché n'est pas aisée ou immédiate et pouvant par là même subir une décote relative.

De manière similaire, les investisseurs sont intéressés par des titres bénéficiant d'une garantie financière qui leur permettent :

- d'obtenir d'un assureur triple A une garantie inconditionnelle et irrévocable des paiements en temps et en heure des sommes dues, éliminant pratiquement les risques de baisse de notation et de crédit ;
- d'investir dans des titres bénéficiant de la meilleure notation et d'un profil de risque favorable à la mise en place d'un portefeuille de qualité ;
- de détenir des titres dont la liquidité est accrue du fait de leur garantie et peu sujets à des variations de prix liées à des changements de niveau de risque ;
- d'investir dans des secteurs ou sur des noms dont le profil de risque du sous-jacent est peu adapté à un portefeuille de qualité, favorisant une diversification sectorielle des actifs.

*Note la plus élevée donnée par les grandes agences de notation, Aaa pour Moody's et AAA pour Standard & Poors ainsi que FITCH IBCA Duff & Phelps.

LE MÉTIER SE TRANSFORME

Alors que la garantie des obligations municipales représentait l'essentiel de l'activité de la profession à ses débuts, le développement des garanties en financement structuré a ramené sa part à 60 % du nominal souscrit en 1995. Elle n'est plus que de 37 % en 2000. Une autre évolution marque la profession : l'ouverture internationale. La part hors États-Unis des quatre plus anciennes monolines (AMBAC, MBIA, FGIC et FSA) ne cesse de s'accroître. Représentant seule-

ment 8.4 % de leur encours total en principal au 31.12.2000 (2.7 % au 31.12.1996), elle représente 21 % du nominal brut assuré sur l'année 2000 (tableaux 2 et 3). Depuis 1996, bien que sujet à une forte volatilité annuelle due à certaines grosses transactions, le taux de croissance cumulé de l'international est pratiquement de 70 %³. Ces chiffres indiquent une évolution du portefeuille des garants financiers, appelés aussi «rehausseurs», mais ne décrivent pas la transformation profonde de leur métier, au rythme de celle des marchés financiers et

en particulier l'explosion des opérations de titrisation.

Bien que sujet à des variations liées au volume total ainsi qu'au niveau des primes, la part rehaussée des émissions municipales progresse lentement sur le long terme. Il est en moyenne de 46 % du volume total⁴ sur les cinq dernières années. Nous sommes ici dans un marché mature. Compte tenu de la durée de ce type d'obligation et de son poids dans les portefeuilles, les primes générées par la garantie d'émissions municipales, principalement américaines, constituent l'essentiel des

Etude

1. Principaux garants financiers notés triple A

Monoline	Date de création	Faits marquants
AMBAC	1971	AMBAC Financial Group Initiateur de la garantie financière des obligations municipales américaines Citibank l'acquiert en 1985 et l'introduit en bourse en juillet 1991 Rachète les encours de Connie Lee en 1997
MBIA	1973	MBIA Inc. Créé comme un groupe d'assurance multiligne Introduction en bourse en 1987 Acquisition de Bond Investors Guaranty (1989) et CapMAC (1998)
FGIC	1983	Financial Guaranty Insurance Company Introduite en bourse en 1986 GE capital l'acquiert en 1989 Se concentre sur l'assurance des obligations municipales aux États-Unis
FSA	1985	Financial Security Assurance Créé comme le premier assureur spécialisé dans les transactions garanties par des actifs (ABS) Introduction en bourse en 1994. Acquisition de Capital Guaranty en 1995 Dexia l'acquiert en 2000
XLCA	2000	XL Financial Assurance Inc. Filiale de XL Capital Limited N'est présent qu'aux États-Unis
YKFG	2001	Yasuda Kasai Financial Guaranty Filiale de Yasuda Fire and Marine Insurance Co. Se spécialise dans la garantie des collectivités locales au Japon
CIFG	2001	CDC IXIS Financial Guaranty Filiale de CDC IXIS en cours d'agrément Développera une activité en Europe et aux États-Unis, à travers deux filiales spécialisées

primes reçues par les monolines. Mais une autre classe d'actifs est apparue. Elle recouvre principalement les titres adossés à des actifs (ABS), comme la titrisation ou les CDOs (Collateralized Debt Obligations) dans le cas des portefeuilles bancaires. Le financement d'infrastructures ou de projets joue aussi un rôle important, tels les Public-Private Partnerships (ou PPP) en Angleterre. C'est le développement de la garantie sur ces opérations

dites de finance structurée qui a réduit mécaniquement l'importance de la finance municipale.

La valeur présente des primes émises en 1999 sur des obligations municipales garanties était pour la première fois inférieure à la moitié de la valeur présente du total des primes. La tendance mondiale à la déconsolidation des actifs industriels pourrait accélérer encore l'importance des transactions de financement structuré. La valeur ajoutée

aujourd'hui très actives dans ce type de garantie. Compte tenu du fait que ces structures appellent comme contrepartie un acheteur du risque seul, sans la liquidité qu'apportent les marchés financiers, les monolines pourraient développer une activité importante.

SPÉCIFICITÉS EUROPÉENNES

L'activité des garants financiers en Europe se caractérise par plusieurs segments d'importance inégale (tableau 4) qui seront influencés par l'évolution des marchés financiers et en particulier l'arrivée prochaine de l'euro ainsi que les changements prévus de la réglementation bancaire.

Le secteur des infrastructures est dominé par les PPP au Royaume-Uni, liés à la privatisation des services publics essentiels (hôpitaux, prisons, écoles, routes...). Cette activité se développe progressivement dans le reste de l'Europe continentale, bien que la concurrence des banques (prêts bancaires) y semble plus importante qu'en Grande-Bretagne. La garantie financière de titres émis lors

Descriptif



Opérations synthétiques

Opérations dans lesquelles seul le risque est transféré, soit parce que le cédant privilégie d'autres sources de financement, soit parce que les actifs sous-jacents sont difficilement transférables «en l'état» et qu'il est plus simple d'en extraire uniquement le risque.

Conduit

Un «conduit» est une structure ad hoc, mise en place généralement par des banques et gérées par elles, pour acquérir des actifs en émettant des titres (souvent à court terme) gagés sur ces mêmes actifs. Ces conduits sont notés et peuvent bénéficier de la garantie d'une monoline.

qu'une garantie apporte à une émission, ainsi que la capacité dont les monolines ont fait preuve pour évoluer et anticiper les besoins du marché, permettent d'attendre un accroissement parallèle, voir supérieur, des garanties dans ce secteur.

Dans ce contexte d'évolution du marché, le développement des opérations «synthétiques» a été suivi inégalement par les principales monolines, mais toutes⁵ sont

de telles transactions nécessite un long travail de préparation, même si le développement de cette activité a permis de mettre en place un début de standardisation réduisant la période de gestation.

Contrairement à la tendance aux États-Unis, la titrisation est restée plus limitée en Europe pour la garantie financière, compte tenu de la concurrence des banques soit par des prêts soit par l'intermédiaire de « conduits » qu'elles ont mis en place.

Cette activité bancaire importante entraîne un marché des CDOs⁶ en pleine effervescence, lié au souci de rentabilité du capital. Initialement mises en place sous les contraintes réglementaires (ratio de solvabilité), ces transactions ont aussi un but d'arbitrage. Dans ce cas, la banque bénéficie de la différence entre les intérêts sur les actifs et le coût de financement du CDO (ou le coût de financement de la banque, en cas d'opération « synthétique ») pour une charge en capital faible. Cette base économique semble donner un gage de pérennité à ces transactions. Tant que les banques commerciales préféreront les revenus liés aux marges à la place des commissions de montages de finance structurée (éventuellement réhaussés), elles maintiendront une forte activité dans le marché des CDOs.

DES ÉCHÉANCES, DES OPPORTUNITÉS

L'arrivée de l'euro est chronologiquement le premier événement susceptible d'influencer l'activité des monolines. Le marché unique donne théoriquement un accès immédiat aux investisseurs de toute la zone. Pratiquement, les opérations de financement structuré incorporant certaines spécificités nationales, (juridiques, ou réglementaires), peuvent avantageusement s'ouvrir au marché global grâce à la garantie financière. Elle facilite alors la rapidité d'accès à toute la zone ainsi que la réduction des coûts de pénétration. En plus de la valeur ajoutée qu'il apporte naturellement, le garant financier valide la pertinence de cette caractéristique nationale qu'un investisseur d'une autre nation ne prendrait peut-être pas le temps d'analyser.

Les travaux du Comité de Bâle sur la réforme du ratio de solvabilité avec les modifications réglementaires que les banques anticipent en 2004, peuvent aussi avoir une influence sur l'activité des monolines. Les projets de texte montrent une prime à l'acquisition d'actifs de qualité par les portefeuilles de

banques. Les titres triple A ou double A devraient bénéficier d'une pondération à 20 %, suscitant une demande pour des titres garantis.

Un autre exemple de changement attendu porte sur les lignes de liquidité à moins de 365 jours,

2. Part de l'international

Encours nominal net en USD milliards au 31.12.2000	Total	Dont international	International en %
Ambac	276,252	31,28	11,32
FGIC	150,624	0,28	0,19
FSA	154,02	15,34	9,96
MBIA	418,443	37,44	8,95
Total	999,339	84,34	8,44

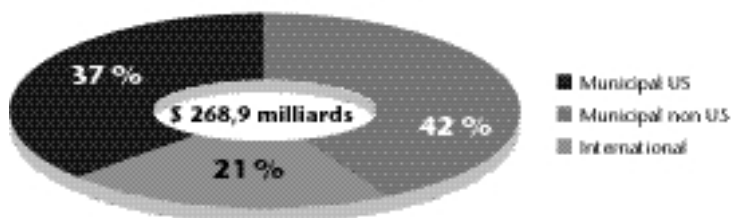
Source : Fitch.

très utilisées par les conduits. On peut s'attendre à des modifications soit dans les mécanismes de liquidité, soit dans les coûts associés à la liquidité.

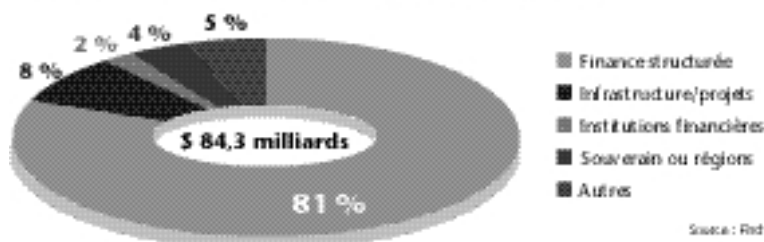
UN FUTUR À CONSTRUIRE

Les monolines sauront-elles tirer avantage de ces changements ? Il leur appartient de trouver des réponses adaptées, comme elles ont su le faire jusqu'à présent. Cette capacité à évoluer constamment est un aspect de leur métier et de leur savoir-faire. Il est important qu'elles le fassent mieux connaître en Europe où elles devraient rapprocher leur taux de pénétration de ceux qu'elles connaissent aux États-Unis sur les segments semblables de marché. Ceci suppose l'émergence d'une classe de clients qui, comme aux États-Unis, émettent régulièrement de la dette garantie. Au regard de l'expérience américaine, quelques années seront nécessaires pour atteindre ce niveau de développement. ■

3. Nominal brut assuré en 2000



4. Encours net international au 31.12.2000



Source : Fitch.

¹ Source Asset Sale Report (19.02.2001).

² Au minimum BBB/Baa3 pour les agences de notation.

³ Source : Moody's. Sur la même période, les taux cumulés de croissance du secteur municipal et de la finance structurée américains étaient respectivement de 1 et de 20 %.

⁴ Source : Fitch.

⁵ À l'exception de FGIC, qui privilégie le rehaussement d'opérations municipales aux États-Unis.

⁶ Les CDOs recouvrent globalement les CBOs (Collateralized Bond Obligations) et les CLOs (Collateralized Loan Obligations).