**Chapitre 3 : Innovations financières et risques d’instabilité**

**Section 1**

En théorie, **un produit financier est dit « structuré » lorsqu’il est composé d’au moins deux actifs financiers.** Ces actifs peuvent être des actions, des obligations, des options, etc. En pratique, un produit structuré est un instrument financier émis par une banque qui **offre la possibilité d’obtenir un rendement, en fonction de la réalisation d’un scénario de marché prédéterminé.**

Il peut constituer un outil de diversification de portefeuille et une alternative aux placements financiers traditionnels

**La titrisation et la complexité des produits structurés**

Stimulé par la concurrence et la demande croissante des investisseurs, les grandes entreprises financières misent sur la puissance de l'informatique, épousant des techniques de modélisation complexes et des structures juridiques innovantes pour générer un nombre croissant de titres avec des profils de risque variés.

La notation de crédit à la consommation permet l'approbation automatique des prêts au logement, consommation, et aux étudiants qui, avec des entreprises de grande hétérogénéité, les prêts immobiliers commerciaux sont de plus en plus regroupés ensemble comme des titres (Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), 2006). Des vagues de titrisation, découlant d'une classe d'actifs à l'autre, ont créé de nouvelles opportunités et, de nouveaux défis.[[1]](#footnote-2)

La technique de la titrisation s’est appliquée à une gamme plus élargie d’actifs, pourvu que ceux-ci puissent générer une séquence de revenus suffisamment prévisible pendant une période donnée. Cette technique se caractérise par la combinaison de trois mécanismes [[2]](#footnote-3):

- le pooling : l’assemblage par une institution financière d’un portefeuille de référence composé de créances bancaires et/ou d’instruments financiers négociables (obligations, autres titres de créances…) et/ou de dérivés de crédit. Ce portefeuille provient soit de l’activité d’octroi de crédit de la banque, soit de l’achat par la banque de ces actifs sur les marchés financiers ;

- la déconnexion entre le risque de crédit du portefeuille et celui de la banque initiatrice du montage via le recours à un véhicule ad hoc (un *Special Purpose Vehicle* – SPV) émettant des titres et portant les actifs sous-jacents ;

- le découpage en tranches de l’émission de titres, selon une hiérarchie précise quant aux droits des différentes tranches émises sur les revenus tirés des actifs ou des dérivés de crédit sous-jacents.

Parmi les résultats d'innovations financières relativement récentes, on peut citer les (CDO) (*Collateralised Debt Obligation*) obligations de titres col latéralisées qui sont des titres représentant un portefeuille de prêts bancaires et / ou des instruments financiers différents. Ces produits de financement structuré de plus en plus populaires sont utilisés par les institutions financières à diverses fins, allant de la réduction de leur coût de financement à l'exploitation des possibilités d'arbitrage ou au transfert du risque de crédit.

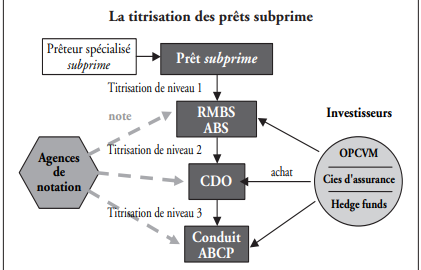
Indépendamment de leur forme, les CDO sont émis dans des tranches différentes qui sont adaptées en utilisant des techniques de titrisation. Le processus de *tranching* permet de redistribuer le risque de crédit et le rendement de son portefeuille sous-jacent aux investisseurs de manière ponctuelle.

 Ce processus a commencé avec la titrisation et a ensuite été soutenu par le développement des notations de crédit et des marchés obligataires des entreprises et, plus récemment, par celui des dérivés de crédit.  La forte croissance des structures synthétiques soutenues par les dérivés de crédit, notamment en Europe, a accentué cette tendance. Le développement rapide des CDO a amélioré l'accès des investisseurs non bancaires aux marchés du crédit et leur a permis de surmonter les obstacles posés par la taille et la diversification limitée du marché obligataire des entreprises. Les investisseurs peuvent désormais choisir des portefeuilles présentant des profils de risque-rendement spécifiques et prendre des risques de crédit précédemment limités aux bilans des banques, tels que les prêts aux PME. Étant donné que les CDO sont des instruments de transfert du risque de crédit, ils facilitent la redistribution de ce risque dans le secteur financier et bancaire et même au-delà, tout en augmentant le degré d'exhaustivité du marché du crédit. . Cependant, l'évaluation des CDO et les risques qu'elles impliquent, en particulier dans le cas des CDO synthétiques, nécessitent l'utilisation de techniques complexes qui ne sont pas toujours suffisamment testées. Les investisseurs et les acteurs du marché peuvent donc être exposés à des pertes potentielles relativement élevées.[[3]](#footnote-4)

Des véhicules hors bilan sont également créés, ils destinés à accroître le rendement d’un investissement à long terme en le faisant financer à court terme sur les marchés financiers. Les conduits d’ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) et les SIV (Structured Investment Vehicles) entrent dans cette catégorie. Ils émettent des titres à court terme (de 1 jour à quelque mois) et financent directement soit des créances d’entreprises (pour les conduits dits « commerciaux » traditionnels) soit l’achat de CDO et autres produits structurés (ABS, MBS, CLO…). Le fonctionnement de ces véhicules repose sur l’hypothèse de la tacite reconduction de son placement par l’investisseur. Cependant une inadéquation significative, est constatée, entre le profil des actifs détenus par ces véhicules, qui étaient parfois illiquides, à long terme et complexes, et le profil de risque des investisseurs dans les conduits, souvent des fonds ou OPCVM monétaires qui devaient assurer une liquidité quotidienne à leurs investisseurs et minimiser le risque. Cette inadéquation, créée par une situation de recherche de rendement, explique la crise de confiance majeure qu’ont traversée les marchés des ABCP et SIV à partir d’août 2007.

En effet, dans le cas où les investisseurs ne reconduisent pas leur investissement dans le conduit, celui-ci doit se procurer de la liquidité pour les rembourser. Deux solutions s’offrent alors à lui, soit il dispose d’une ligne de liquidité auprès d’une banque, qu’il peut tirer en cas de besoin (cas majoritaire pour les ABCP), soit il doit liquider partie de ses actifs pour rembourser les investisseurs5 (cas des SIV). Le souhait des investisseurs de retirer leur fonds des conduits à partir d’août 2007 s’est traduit par une réduction de l’encours des ABCP américains de plus de 30 % (soit 397 milliards de dollars, ce qui représente l’équivalent de 15 % du PIB français) et les SIV, dont l’encours totalisait quelque 400 milliards de dollars, ont été tous repris au bilan des banques. Celles-ci ont préféré réintermédier les SIV qu’elles avaient sponsorisés plutôt que de subir des ventes forcées massives et un risque réputationnel significatif.

Dans certains cas, la re-titrisation sous forme de CDO et l’utilisation de véhicules hors bilan étaient utilisées simultanément, puisque certains SIV et ABCP avaient une partie significative de leur actif investie dans des CDO d’ABS. Cet empilement de strates de titrisation trouvait d’ailleurs sa raison d’être, au-delà des considérations de rendement, dans des problèmes de liquidité. Les tranches d’ABS ou de CDO étant intrinsèquement très peu liquides et sans marché secondaire actif, il était devenu plus simple de les re-packager (dans des CDO d’ABS, des CDO de CDO, ou les loger dans un SIV) pour les céder que de tenter de trouver un prix auprès des intermédiaires de marché[[4]](#footnote-5).



Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008),  Op.cit. , p 134.

-Les prêts subprime octroyés aux États-Unis sont titrisés. Leur titrisation comporte souvent plusieurs « étages » : les prêts sont d’abord assemblés dans des RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) ou des ABS (*Asset-Backed Securities*). Certaines tranches de RMBS sont ensuite assemblées dans des CDO (*Collateralised Debt Obligations*) ; enfin, un « conduit », véhicule se finançant par l’émission de titres à court terme, achète à son tour des tranches de CDO et de RMBS.

-Les investisseurs (fonds mutuels dont OPCVM monétaires, compagnies d’assurance) achètent ces produits structurés.[[5]](#footnote-6)

- Par le biais des mécanismes de titrisation, les expositions risquées se trouvent largement dispersées auprès de nombreux investisseurs, et dans plusieurs zones géographiques. Même des investisseurs perçus comme peu risqués (OPCVM « monétaires dynamiques » en France par exemple) peuvent en détenir à titre de diversification ou d’amélioration du rendement.[[6]](#footnote-7)

**Regain de volatilité sur les marchés, un bon moment pour investir en produits structurés ?**

Dans leur construction, la mécanique des produits structurés peut se nourrir de la volatilité, notamment sur le long terme. Depuis le début de l’année, l’actualité macro-économique chargée et incertaine s’accompagne d’un regain de volatilité sur les marchés financiers.

Certains types de produits structurés permettent de contourner cette incertitude inhérente aux marchés financiers traditionnels, dans la mesure où leurs conditions prévoient la protection du capital investi :

* Les produits dont le capital est garanti à maturité : ils assurent à l’investisseur d’être remboursé a minima de la totalité du capital initialement investi, à condition de porter le produit jusqu’à sa maturité.
* Les produits dont le capital est protégé, également appelés produits « à barrière » : ils permettent à l’investisseur de bénéficier d’une protection du capital initialement investi tant que le sous-jacent n’a pas franchi un seuil également appelé « barrière » – qui aura été déterminé à l’avance. Si cette barrière est franchie, l’investisseur subit alors une perte en capital.

Ainsi, la volatilité ambiante, permet aujourd’hui de souscrire des produits de rendement qui servent des coupons attrayants tout en fournissant une protection en capital confortable.

Notons que les produits structurés comportent des risques. Outre celui de perte en capital évoqué plus haut, les risques principaux sont :

* le risque de crédit de l’émetteur (en cas d’insolvabilité de l’émetteur, y compris pour les produits à capital garanti) ;
* le cas de non-réalisation du scénario anticipé (par exemple, pour les produits « à barrière », si le sous-jacent clôture en-dessous de la barrière à maturité) ;
* en cas de vente du produit avant son échéance par l’investisseur, le cours de revente dépend des paramètres de marché du jour. Ainsi, le montant remboursé peut être inférieur au montant souscrit.

**Comment investir dans les produits structurés ?**

L’investissement en produits structurés peut s’effectuer en direct, ou bien par le biais d’un expert ou d’un fonds d’investissement ; en fonction de vos objectifs et horizons d’investissement associés, de votre tolérance au risque, de vos connaissances et de votre expérience et de votre situation financière, y compris votre capacité à subir des pertes.

En choisissant de faire appel à un spécialiste, vous avez la possibilité de déléguer plus ou moins les décisions.

Nous vous invitons à contacter votre Banquier Privé pour en savoir plus sur nos solutions de produits structurés.

**Importance des conglomérats financiers**

Les conglomérats se sont développés dans le contexte du processus de globalisation. Les conglomérats financiers sont définis comme des groupes d’institutions qui exercent des activités au moins dans deux des secteurs suivants : banques, assurances, marché du capital. Ils « combinent des services bancaires, d’assurances ou d’investissements dans une seule entreprise ». Les conglomérats financiers offrent la plupart des services disponibles dans le secteur financier, « réunissant plusieurs entreprises sous un seul toit ».

Une définition technique des conglomérats prévoit plusieurs seuils à atteindre par une grande compagnie pour qu’elle puisse être considérée comme un conglomérat financier :

- un seuil de 40% qui détermine l’importance des entreprises financières au sein du groupe (le rapport entre le bilan des sociétés financières et le total du bilan)

- un seuil de 10% qui évalue l’importance de chaque activité financière du groupe (l’activité bancaire, d’assurances, d’investissements) à l’intérieur du secteur financier du groupe. Effectivement, l’activité financière la plus restreinte du groupe doit dépasser 10% de toutes les activités financières du groupe ;

- un seuil de risque systémique, lorsque les actifs bilanciels associés à l’activité financière la plus réduite du groupe dépassent 6 milliards d’euro.

L’apparition des conglomérats est le résultat du renforcement de la concurrence internationale et du développement du processus de fusions-acquisitions, favorisé par la dérégulation des marchés financiers.

1. Ashok Vir Bhatia, (2007) " New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S". *IMF Working Paper, WP/07/195*, 2007 International Monetary Fund [↑](#footnote-ref-2)
2. Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008),  " Innovation, produits structurés et stabilité financière", *revue d'économie financière*, 2008, Volume 92. Numéro 92, p.130. [↑](#footnote-ref-3)
3. Cousseran. O and I. Rahmouni (2005), " The CDO market Functioning and implications in terms of financial stability", *financial stability reviw* , 2005, issue 6, pages 43-62. [↑](#footnote-ref-4)
4. Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008),  Op.cit. , p.133-134. [↑](#footnote-ref-5)
5. Ils les achètent car ils sont bien notés par les agences de notation et qu’ils procurent un rendement attractif par rapport aux titres d’entreprises de même notation. [↑](#footnote-ref-6)
6. Imène Rahmouni-Rousseau et Nadège Jassaud (2008),  Op.cit. , p 135. [↑](#footnote-ref-7)