

# >> Gestion des portefeuilles d'actifs illiquides

**Benoît Viglietti, Consultant Senior**  
**Stéphane Leap, Consultant Senior**

La plupart des banques françaises ont créé des structures de cantonnement qui gèrent les actifs illiquides, suite à la crise des Subprimes. Ces structures ont pour but d'optimiser les plans de cession dans un objectif multiple : diminuer de manière optimale les consommations de fonds propres de ces actifs, minimiser les pertes à enregistrer et réduire la volatilité du PnL.

## >> Les structures de cantonnement

La crise financière a sérieusement touché l'activité des banques et de l'économie mondiale en général. Financé en grande partie grâce aux crédits hypothécaires, le marché était indirectement soutenu par les investisseurs partout dans le monde. Ces crédits étaient titrisés et émis sur les marchés. Les banques exposées à ce type d'actifs ont dû enregistrer des dépréciations importantes sur leurs portefeuilles de crédit.

Afin de gérer finement les risques, des structures de cantonnement ont été mises en place en regroupant les actifs toxiques, illiquides ou ne correspondant plus à la politique d'allocation de fonds propres de la banque. Ces structures sont gérées en extinction, c'est-à-dire qu'aucun deal n'est autorisé, sauf dans un cadre strict, pour couverture ou déboucement.

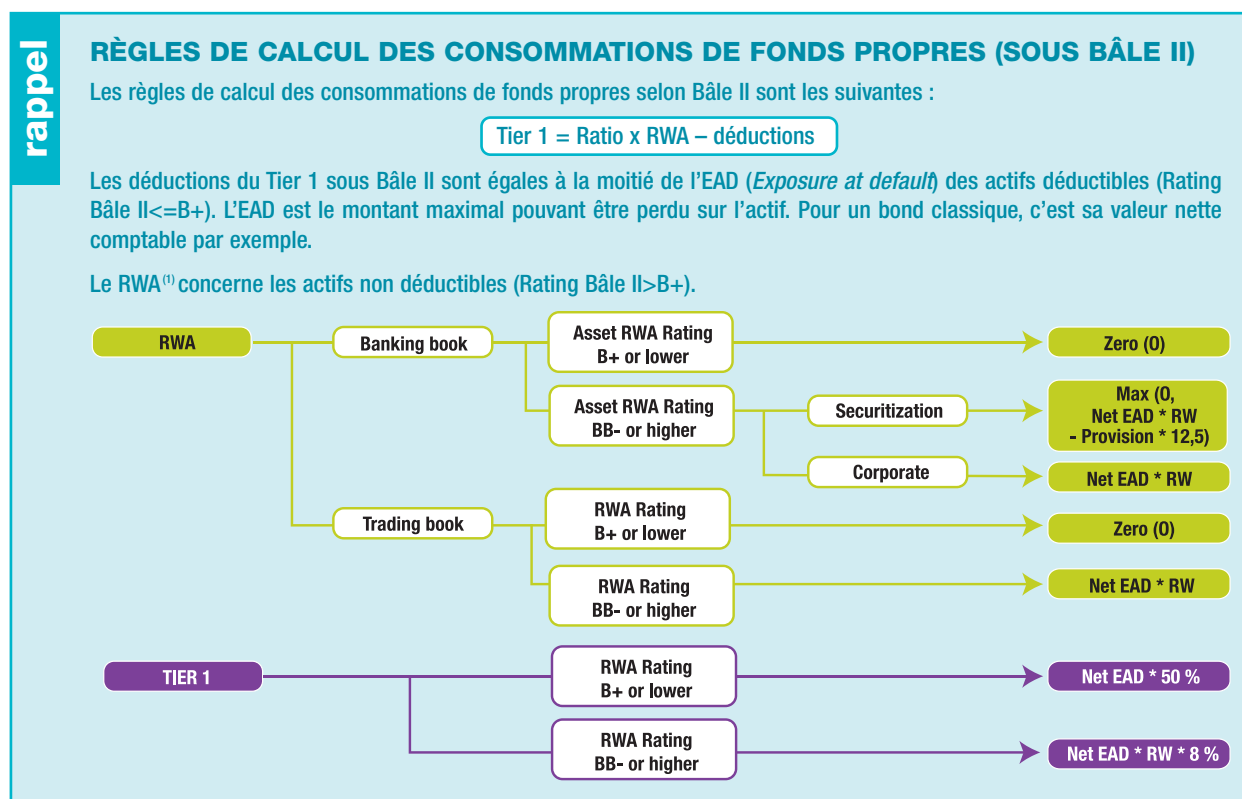
Le mécanisme de contagion s'est accéléré après la faillite de Lehman Brothers suite à des problèmes de refinancement. Ceci a renforcé la méfiance des marchés envers d'autres types d'actifs tels que les produits « complexes » jugés incompréhensibles et trop opaques. Pour des raisons de stratégie, les banques ont changé de business model et ces nouveaux actifs sont venus enrichir les structures de cantonnement.

De fait, si la crise financière a révélé le risque porté par ces actifs de crédit, elle a aussi, et surtout, mis en évidence le risque de liquidité associé à tout actif à partir du moment où un doute s'installe sur la valeur réelle de celui-ci.

## >> La clé de la juste valeur

Par essence, la valeur de tout actif, comme celle de tout autre bien, est fixée par la rencontre d'un vendeur et d'un acheteur sur un marché. L'absence de marché transforme vite un actif sans risque apparent en un actif illiquide, très difficilement échangeable, et dont la valorisation théorique s'éloigne grandement de sa valeur dans le marché. La juste valeur de l'actif devient dès lors extrêmement volatile et difficilement déterminable.

Les banques ont donc été obligées de garder ces actifs dans leur bilan et de subir ainsi des pertes assez conséquentes. A l'image de leurs homologues étrangers, les banques françaises ont enregistré d'importantes pertes sur leurs portefeuilles de crédit. En dépit de leurs efforts pour minimiser leur exposition aux actifs illiquides, les banques françaises gardent encore plus de 100 milliards d'actifs illiquides dans leurs bilans.



(1) RWA : Risk-Weighted Assets.

Les banques sont tenues par le FSB (*Financial Stability Board*) de communiquer tous les trimestres sur ces portefeuilles. Cela permet de rassurer les actionnaires mais peut entraîner une mauvaise image si les portefeuilles sont trop importants.

## >> Les quatre enjeux prioritaires

La gestion des actifs illiquides nécessite une méthodologie pour définir un plan de cessions. D'un point de vue purement marché, l'idée d'un plan de cession du portefeuille est, dans un premier temps, d'identifier les principales sources de pertes et de risques, passés ou à venir, puis de vendre sous forme de lots d'appels d'offres sur le marché les produits les plus risqués (et/ou ceux pour lesquels la couverture est approximative) et ceux présentant les maturités les plus longues.

La deuxième phase consiste à accompagner l'extinction progressive des deals restants, en neutralisant (ou optimisant, suivant la latitude donnée au trading) au maximum les risques résiduels. Selon l'orientation donnée par la direction générale, cette phase est accompagnée d'une activité plus ou moins dynamique de revente des produits sur le marché secondaire.

Les cessions d'actifs illiquides se font en priorisant quatre enjeux :

- > Optimiser les flux futurs générés par ces actifs,
- > Diminuer la volatilité du PnL,
- > Réduire la consommation de fonds propres,
- > Restreindre l'exposition aux actifs risqués.

Les règles comptables sont des éléments clés de l'analyse de ces quatre enjeux.

En effet, les banques européennes ont demandé une marge de manœuvre équivalente à celle des banques américaines : pouvoir reclasser des instruments financiers non dérivés du book de trading au book bancaire. Les actifs ont été pour une grande partie reclassés de la catégorie trading en LnR. Cette reclassification correspond à un changement d'intention de gestion puisque les actifs détenus pour une gestion à court terme sont devenus, suite à l'illiquidité du marché, des actifs gérés à long terme jusqu'à leur extinction.

L'un des principaux axes de la gestion est la réduction de la volatilité du PnL. Les actifs illiquides connaissent généralement une volatilité assez élevée sur les marchés notamment à cause de l'incertitude sur le taux de recouvrement du principal en cas de pertes. Leur valorisation est de ce fait très difficile dans les conditions actuelles du marché.

Un autre axe est l'optimisation de la consommation de fonds propres réglementaires des portefeuilles illiquides. C'est l'une des principales préoccupations des banques françaises, particulièrement avec la nouvelle réglementation Bâle III. Cette consommation dépend directement des règles de gestion (portefeuille bancaire ou de négociation) selon lesquelles les actifs sont bookés (*Cf. encart RAPPEL page 13 : Règles de calcul des consommations de fonds propres*).

Le marché sanctionne l'exposition aux actifs illiquides ou plus généralement l'exposition au risque. C'est la raison pour laquelle, devant deux stratégies économiquement équivalentes, la stratégie qui offre le moins d'exposition au risque devrait être privilégiée.

focus

## ÉVOLUTION BÂLE III

Concernant les portefeuilles d'actifs illiquides, le changement majeur induit par la réglementation Bâle III sera la suppression des déductions du Tier 1 pour les actifs déductibles et leur remplacement par du RWA avec  $RW = 1250\%$  (ce qui équivaut à les déduire à 100 % du Tier 1 au lieu de 50 % jusqu'à présent).

D'autres mesures ont été introduites dans le cadre de Bâle III, notamment celle impactant la consommation de fonds propres :

- > Relèvement du ratio de solvabilité Core Tier 1 de 2 à 4,5 %.
- Le ratio Core Tier 1 est une variante plus restrictive du Tier 1 car la composante fonds propres n'inclut que le capital apporté par les actionnaires et les bénéfices reportés par l'entreprise. Il exclut toute forme de capital hybride comme les obligations convertibles ou les actions préférentielles.

Ce ratio devra impérativement être constitué entre 2011 et 2015, avec en plus un coussin de protection de 2,5 % à élaborer entre 2016 et 2019.

## >> De nombreux paramètres à intégrer

L'analyse de chaque cession doit être menée au regard de ces quatre enjeux. Elle intègre de nombreux paramètres :

- > Les projections de valorisation futures, de cash flow, de rating,
- > L'intention de gestion,
- > La classification comptable,
- > Les éventuelles reclassifications effectuées,
- > La liquidité du marché,
- > La maturité moyenne du portefeuille,
- > Le poids des plus longues maturités,
- > La granularité des titres,
- > La séniorité des titres,
- > Les changements de réglementation (passage à Bâle III).

Chacun des paramètres doit être regardé dans sa spécificité et dans son impact sur les autres mesures de l'ensemble du portefeuille.

Cette analyse est également une garantie pour les portefeuilles liquides qui peuvent à tout moment devenir illiquides en cas de crise de confiance. Elle pourra être utilisée pour anticiper des crises éventuelles.

La compréhension des sensibilités à chaque paramètre est un outil pour gérer avec une plus grande finesse les impacts. De plus, de telles cartographies offrent une gestion dynamique des fonds propres pouvant être un atout dans la gestion dynamique classique.

La dernière crise a montré que la capacité à analyser rapidement les portefeuilles de crédit est un atout indéniable voire vital. Pouvoir, à tout moment, définir un plan de cession pour un portefeuille permet de se prémunir plus facilement contre le risque de liquidité ●