

Cercle Finance du Québec

Exemples d'utilisation des produits
structurés par les investisseurs
institutionnels en Europe

Bernard Mertens

7/11/2017

Constat

- Suite à la forte baisse des taux observée ces dernières années, les produits structurés traditionnels à capital garanti ont disparu et ont, dans un premier temps, été remplacés par des produits de type « **Phoenix autocall** » (billets à revenu remboursables par anticipation)
- Support juridique principal : **EMTN** (European Medium Term Note)
- Ces deux dernières années, la pression réglementaire (essentiellement Solvency 2) a fait apparaître **des produits de type « mandats »** qui utilisent toujours l'outil optionnel géré non pas d'une manière statique, mais plutôt dynamique

Raisons du choix des « Phoenix autocall »

- **Recherche de coupon**
- Possibilité de **choisir/adapter le niveau de risque** de perte en capital (choix des barrières, essentiellement ce que l'on appelle barrière européenne)
- Choix de l'**échéance** (le + souvent 3 ans)
- Produit liquide
- Offre **diversification** et **décorrélation**

Raisons du choix des « Phoenix autocall »

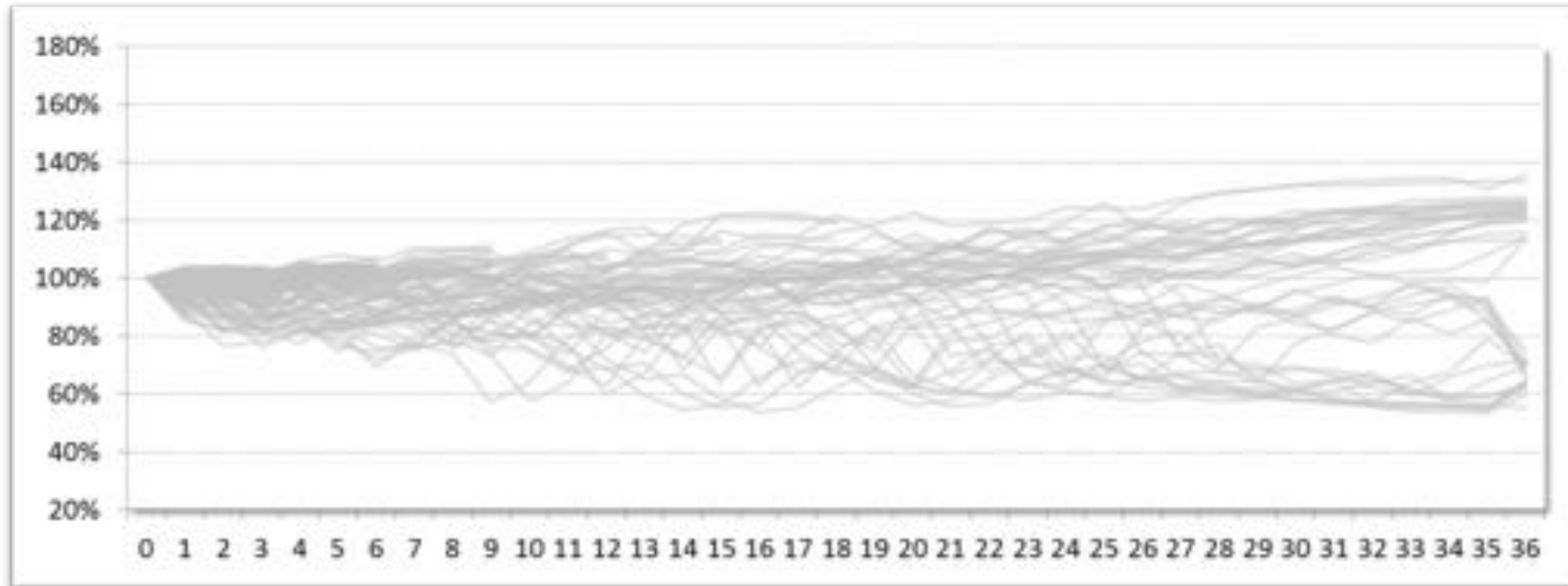
Produit observé

- Sous-jacent : Euro stoxx 50 (SX5E Index)
- Maturité : 3 ans
- Barrière « autocall » : 100% du niveau initial
- Coupons : selon les conditions du marché à l'initiation
- Barrière coupon : 65 % du niveau initial
- Observations : trimestrielles
- Barrière « put » Rkl : 65 % du niveau initial

Ce produit doit-il être assimilé à :

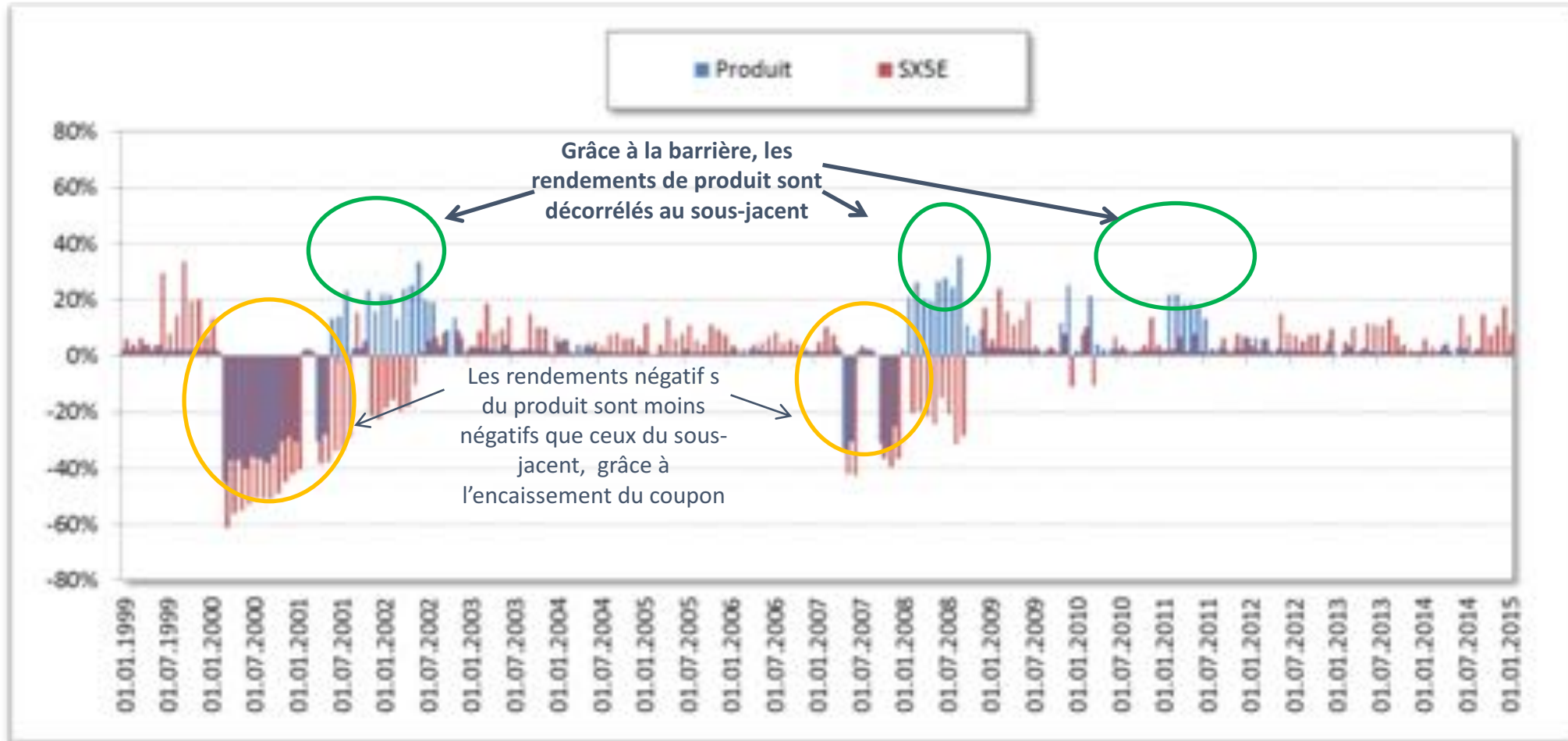
- - Investissement **actions**
- - Investissement type **obligataire** (court terme ou moyen terme?)

Simulation Historique (janvier 1999 - janvier 2015)

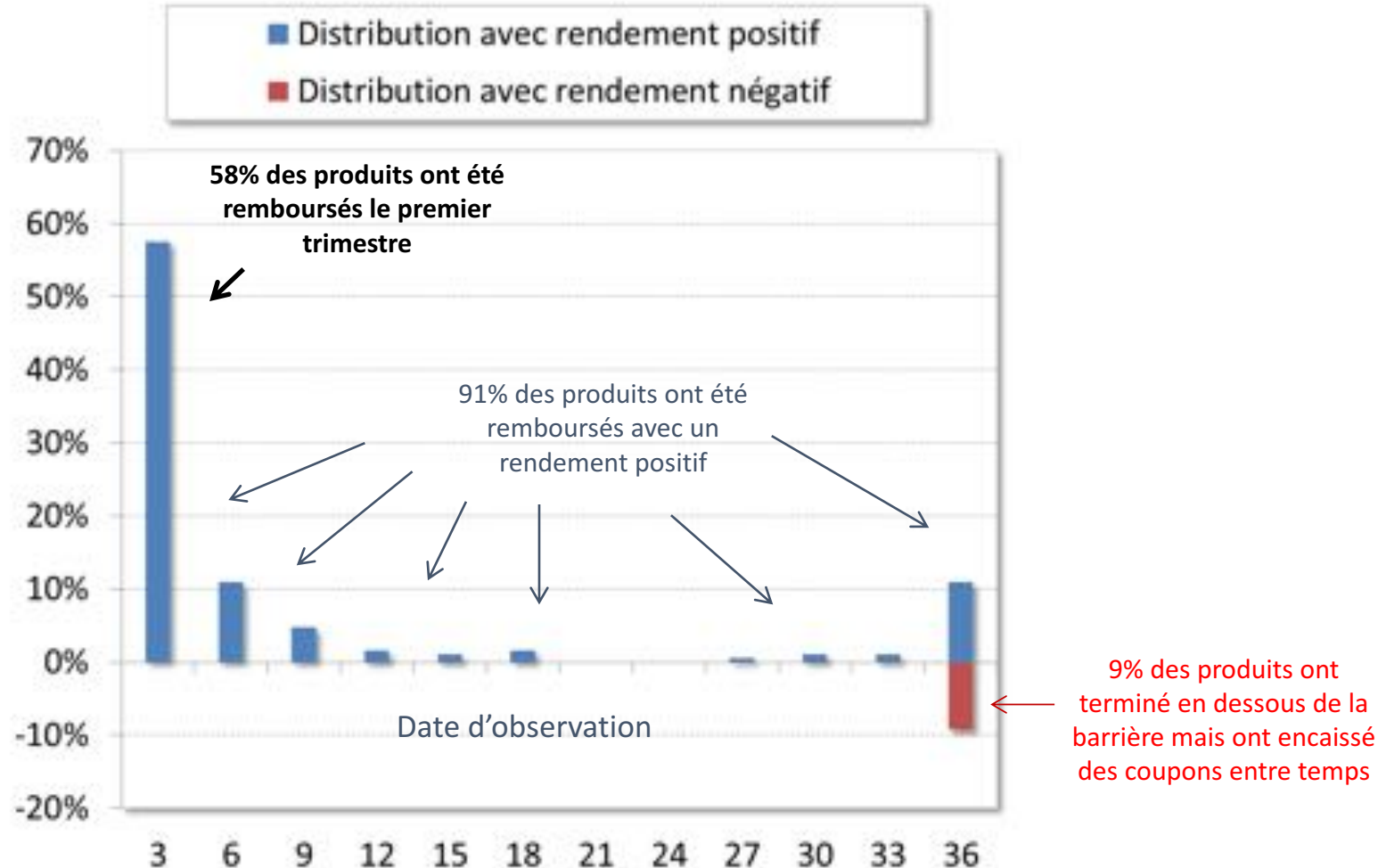


- Modélisation de l'évolution du prix de 193 produits lancés chaque mois durant la période janvier 1999 à janvier 2015, tenant compte des caractéristiques du «Phoenix Autocallable Note».

Évolution historique des rendements par mois de lancement vs Eurostoxx 50



Distribution des rendement à maturité ou à la date de remboursement anticipé



Nous pouvons en déduire...

Que dans le grande majorité des cas, son rendement présente peu ou pas de corrélation avec l'indice sous-jacent et montre dans certains cas une corrélation négative.

- Dans 91% des cas, le produit « Phoenix autocall » ne se comporte pas comme un investissement en actions:
 - > Dans 58% des cas, le produit peut être assimilé à un instrument à revenu fixe de 3 mois
 - > Dans 33% des cas, le produit peut être assimilé à un instrument de revenu fixe de moyen terme (3 à 36 mois)
- Dans 9 % des cas, le produit se comporte comme un investissement en actions (baisse de SX5E > 35 % durant la période des 3 ans d'investissement)

Mais il est à noter que dans ces 9 % d'occurrence, grâce à l'encaissement de coupons, le produit qui a terminé avec une performance en dessous de la barrière offre une performance meilleure (moins négative) que le SX5E .

Quelques autres exemples de produits intégrés dans la gestion de portefeuilles d'institutionnels

Solution autour de l'obligation EDF en GBP

- Les obligations de certaines entreprises libellées en GBP s'échangent à une décote par rapport aux obligations libellées €. En investissant dans un SPV, les investisseurs ont l'opportunité de bénéficier d'un **supplément de rendement** sans pour autant changer le risque de crédit.

➤ Explications du montage

- Les cash flows en GBP sont échangés contre des cash flows en € à travers un « **cross currency swap** ».
- Les investisseurs reçoivent un coupon fixe en € qui est > les coupons asset swap d'une obligation € équivalente. *Possibilité de payer un coupon indexé à Euribor ou CMS 10 ans.*

➤ Intérêt :

- La structure permet à ses détenteurs de capturer un supplément de rendement entre EDF en GBP et son équivalent en €.
- Toutes les opérations de couvertures sont effectuées au niveau du SPV ce qui permet de ne pas avoir à recourir à des lignes de crédit, ISDA, CSA...
- La fréquence de paiement du coupon peut être ajustée en fonction du besoin de l'investisseur.
- Le pickup était de 0,25 % sur le yield initial de 1,45 %, amenant ainsi le coupon à 1,70 % .

CMS hedge linked to a 20Y European Government Bond

Reduce Bond portfolio duration by swapping Fixed Coupon for CMS linked coupon

- The CMS hedging mechanism allows investors to swap a bond's fixed coupons vs a CMS floating coupon, floored at zero, hence reducing the duration of the portfolio.
- Eur 10y CMS traded at this moment at historical lows (-0,091 %). If it kept being in the negative territory, investors were protected by the floor mechanism. On the contrary, if the EUR CMS 10y goes back up above 0 %, investors benefit from a coupon that is linked to it.
- Italian Government Bonds were rated Baa2, BBB- ...

Moyen de libérer du capital (Fonds propres) pour les assureurs soumis à la réglementation Solvency 2

- Cette structure était intéressante pour les institutionnels détenant de la dette gouvernementale italienne et qui cherchaient à alléger leur besoin en SCR.
- L'exécution de toutes les couvertures dans un SPV éliminait le maintien de lignes de crédit, ISDA et rebalancement de collatéral.
- Le coupon était celui du CMS 10 ans + 0,20 % avec un floor à 0 %.

Stratégie d'investissement en actions

- L'objectif est de permettre aux assureurs et autres institutionnels soumis à la réglementation « Solvency 2 » de bénéficier de la performance des actions tout en optimisant le capital réglementaire requis, et ce, à coût raisonnable.
- *Les institutionnels soumis à Solvency 2 doivent détenir suffisamment de capitaux éligibles pour faire face à une potentielle baisse des marchés des actions de 39 % de l'indice pertinent (voire 49 % pour le non côté).*
- *De même que pour les taux, le régulateur autorise la mise en place de stratégies de réduction du risque et en tient compte dans le calcul du capital réglementaire requis (SCR).*
- *Principales conditions:*
 - > *Protection effective*
 - > *Maturité > 1 an*
 - > *Corrélation du sous-jacent de la protection avec le portefeuille à couvrir*

Approche via gestion dynamique de l'outil optionnel (stratégie d'investissement et de couverture)

Description du Montage

- Combinaison de 4 instruments financiers:
 - Un tracker Euro Stoxx 50 permettant de recevoir des dividendes et d'avoir une indexation au marché boursier
 - Un achat d'options de vente (put) pour protéger en cas de baisse
 - Une vente d'option de vente (call option) pour améliorer le rendement
 - Un compartiment cash permettant de garder les primes/dividendes récoltés mais aussi de vendre un ou plusieurs instruments sans avoir à vendre le SPV
- Émetteur : SPV de droit canadien
 - Maturité : 7 à 10 ans
 - Instrument 1: ETF EuroStoxx50
 - Instrument 2: Put option(maturité 7 ans)
 - Instrument 3: Call option (maturité courte)
 - Instrument 4: Cash
 - Coupon : Les dividendes perçus par le « tracker » sont reversés à l'assureur trimestriellement
 - Valeur de marché : Somme de la valeur de marché des 4 instruments
 - Paiement à maturité : Cash settlement des 4 instruments

Stratégie optionnelle dynamique (suite)

- Permet exposition aux actions avec SCR global de 25 % (vs 39 %)
- Coupon garanti 3 % minimum (*suivant conditions de marché au moment de la transaction, sachant que les dividendes Q2 en Europe étaient à la hausse*)
- Rendement supplémentaire grâce à vente de « call » (+/- 1 %/an)
- Coût de protection réduit grâce à l'utilisation d'options « put » optimisées
- Stratégie de protection éligible à réduction SCR
- SPV permet 1 seule ligne sous réglementation GAAP différents pays européens. (Begaap par exemple)
- SPV peut être comptabilisé par transparence sous IFRS et par conséquent comptabilisé en valeur de marché sous bilan Solvency 2
- Dans certains pays européens, le traitement fiscal du SPV permet d'annuler l'assymétrie fiscale dans un marché baissier (- value actions non déductibles et + value options imposables) par rapport à détention en « lignes directes »

CFF



Merci