

**—INVESTIR**

Jeudi 27 novembre 2008

**—INVESTISSEMENT -****Le risque de contrepartie ne pouvant être diversifié, l'émetteur peut l'éliminer**

*La faillite de Lehman Brothers a mis en évidence une faiblesse des produits structurés par rapport aux fonds de placement, dont les avoirs sont traités à part.*

**—christian affolter à genève**

«Les produits structurés constituent toujours une dette de l'établissement émetteur envers les investisseurs.» Heinz Kubli, co-fondateur du Swiss Derivative Institute, a ainsi souligné que ces titres font pleinement partie du bilan d'une banque. En cas de faillite, ils tombent donc dans la masse à liquider. Le cas de Lehman Brothers a rappelé cruellement l'existence du risque d'émetteur, les investisseurs n'ayant souvent récupéré rien du tout.

Certes, les facteurs composant le risque de crédit sont nombreux, mais la diversification peut réduire les risques liés aux pays, aux régions ou aux secteurs. Ceux liés directement aux entreprises sont par contre plus difficiles à traiter. Les expériences de ces vingt dernières années en ce qui concerne le taux de défaut incitent par ailleurs à la prudence. «Les manques de paiements commencent déjà avant qu'une récession n'ait été officiellement annoncée. Lors des dernières périodes de croissance négative, les défauts ont doublé, voire triplé par rapport au niveau le plus bas du cycle. Pour l'année prochaine, le taux de défaut se situera nettement au-dessus des chiffres que nous avons vus jusqu'à présent!», avertit Heinz Kubli. Il a également suggéré que le danger qu'encourent les entreprises de voir leur rating baisser, ou même de tomber en faillite, a été nettement sous-estimé par les agences de notation. Par exemple, le rating «A» dont avait disposé Lehman avant l'entrée en procédure de faillite impliquait une probabilité de dépôt de bilan de seulement 1,07%!

**Trois stratégies permettent de réduire le risque d'émetteur**

Parmi les facteurs aggravants figurent aussi les actifs peu liquides, pouvant conduire à une pénurie d'argent aigue en cas d'une vague de rachats des clients, ce qui provoque une montée des écarts de crédit. Finalement, la détérioration importante de bon nombre de facteurs déterminant le risque d'émetteur, «doit rendre les investisseurs d'autant plus conscients de ce risque», a conclu Heinz Kubli.

Dans la pratique, trois stratégies permettent de le diminuer: la diversification d'émetteurs, l'investissement dans des titres émis par des entreprises non-financières ou le recours à des entités ad hoc (Special Purpose Vehicles, SPV).

Pour sa nouvelle gamme «Safe», DWS GO a choisi la dernière de ces trois options. Lors de l'émission d'un nouveau certificat, Société Générale, que la filiale de la Deutsche Bank a sélectionné en tant que contrepartie, dépose des dettes gouvernementales des pays du G10 (sauf américaines et italiennes) à hauteur de 105% de la valeur du produit dans un compte de dépôt dédié à DB Luxembourg. Les titres déposés forment ainsi le collatéral du produit de DWS GO. Ce dépôt reste juridiquement séparé des parties impliquées, garantissant ainsi la disponibilité de ses avoirs pour les investisseurs dans le produit «Safe» en cas de faillite d'une ou plusieurs contreparties. Les produits structurés disposant de cet instrument seront ainsi traités de la même manière que les portefeuilles collectifs séparés des bilans, caractéristiques des fonds de placement. La gamme «Safe» va ainsi plus loin que les autres certificats de DWS GO, où la banque œuvrant en tant que

contrepartie n'a l'obligation de constituer le collatéral que si sa notation baissait en dessous de A- (S&P) ou A3 (Moody's). Si DWS GO avait choisi Lehman, cela n'aurait d'ailleurs pas fonctionné, puisque son rating n'est jamais descendu en-dessous de «A».

La mise sur pied d'égalité avec les fonds pour la gamme «Safe» a toutefois un coût, que Peter Brügger de DWS Suisse a chiffré à 50-100 points de base (pb) par année, ce qui reflète les écarts de crédit et la volatilité actuellement très élevés. Il estime ainsi qu'au premier semestre 2009, «les frais liés au collatéral devraient baisser.» En situation normale, le surcoût ne devrait s'élever qu'à 10-20 pb, assure-t-il.

Pour l'instant, l'offre se décline en trois variantes, permettant de miser sur l'or (avec une protection contre les effets de change), l'évolution des pays BRIC sur moins de 5 ans (participation à 90%, avec une protection du capital à 90%) ou sur l'Euro Stoxx 50 (certificat discount à un an avec un coussin de sécurité de 25%, dont le rendement maximal indicatif se situe à 8,7%).