

## **SFPI: Investissements optimisés en OLO**

Dans sa lettre du 6 novembre 2013, l'Administrateur délégué de la SFPI, sollicite l'avis de l'ICN sur le traitement dans le système européen des comptes (SEC 1995) d'investissements en obligations linéaires émises par l'Etat belge (OLO) éligibles dans le cadre de la consolidation de la dette Maastricht telle que définie par le règlement (CE) 479/2009 du Conseil relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

### *Description de l'opération*

Afin de réduire la dette brute consolidée de la Belgique, il a été demandé à la SFPI, unité appartenant au secteur des administrations publiques sous le secteur *S.1311 Central government* de modifier ses placements de portefeuille sur base du fait :

- Que la SFPI détient actuellement dans son portefeuille des EMTN émis par des contreparties bancaires destinés à optimiser le rendement de ses actifs, ces actifs sont non-consolidables au sens de la définition du règlement (CE) 479/2009 ;
- Qu'un investissement en OLO ou titres émis par les administrations publiques permettrait après consolidation de réduire la dette et de réaliser cet objectif d'optimisation.

L'opération comporte trois éléments:

1. La SFPI achète une OLO sur le marché.
2. La SFPI s'engage dans une opération de mise en pension lui permettant de bénéficier de la monétisation d'une prime de liquidité issue du différentiel de liquidité entre l'OLO et les titres déposés. Cette opération prend la forme d'un nantissement de titres illiquides par la contrepartie bancaire au profit de la SFPI. La SFPI recevrait comme rémunération le coupon de l'OLO dont elle resterait le propriétaire économique, augmenté de la prime d'illiquidité.
3. La SFPI entre dans une opération de swap avec la contrepartie bancaire pour bénéficier d'une indexation de type « floored floater » ou « range accrual ».

La contrepartie bancaire dépose auprès d'un compte Euroclear ségrégué dont elle garde la propriété, des titres moins liquides que l'OLO permettant à la SFPI de bénéficier de la monétisation d'une prime de liquidité issue du différentiel de liquidité entre l'OLO et les titres déposés. Ce compte est nanti au profit de la SFPI en cas de défaut de la contrepartie bancaire sur son obligation de rendre l'OLO prêtée initialement par la SFPI. Le nantissement est dynamique au sens où la contrepartie bancaire s'engage à ajuster de façon automatique et régulière le montant de titres déposés de sorte à ce que la valeur de marché de l'OLO et du swap, et la valeur de marché des titres en nantissement, restent égales.

### **Avis de l'ICN**

L'avis de l'ICN est rédigé dans le cadre conceptuel du Système européen de comptes nationaux 2010 (SEC 2010) qui entrera en application le 1er septembre 2014 pour les Etats membres de l'Union européenne, parce qu'il offre davantage de guidance quant au traitement des produits financiers dérivés et des produits financiers structurés que le SEC 1995. Néanmoins, le traitement de ces opérations est, d'un point de vue conceptuel et méthodologique, identique dans les deux référentiels comptables.

La dette publique est définie dans le règlement 479/2009 comme la dette brute totale consolidée en valeur nominale dans les catégories suivantes des engagements des administrations publiques (définition SEC): numéraire et dépôts, titres autres qu'actions, à l'exclusion des produits financiers

dérivés, et crédits. La consolidation consiste à éliminer du calcul de la dette publique les dettes dont la contrepartie est un actif financier d'une autre administration publique.

L'opération envisagée par la SFPI correspond à une opération de prêt de titres ou d'accord de rachat (*repo*) [SEC 2010 5.126-127] assortie d'un nantissement au profit de la SFPI pour couvrir un risque de défaut de la contrepartie bancaire, et d'une opération de swap d'intérêts.

1. Compte tenu que les titres fournis dans le cadre de **prêts de titres et de repos** sont considérés comme n'ayant pas changé de propriété économique car le prêteur reste bénéficiaire des revenus produits par le titre en question [SEC 2010 5.129], l'OLO reste dans le compte de patrimoine de la SFPI et demeure un actif consolidable. Compte tenu que le prêt de titres n'implique pas la mise à disposition de liquidités (c'est-à-dire en cas d'échange de titre contre un autre ou si une partie fournit un titre sans garantie), il n'y a pas d'opération de crédit en contrepartie du prêt de titres [SEC 2010 5.131].
2. Le **mécanisme de nantissement** au profit de la SFPI correspond à la définition d'un actif/passif conditionnel en ce qu'il constitue une garantie de paiement en cas de défaut. Cet actif/passif ne donne naissance à aucune obligation inconditionnelle. Les actifs et passifs conditionnels ne sont pas des actifs et passifs financiers. [SEC 2010 5.09]
3. Le **swap de taux d'intérêt** consiste en un échange de paiements d'intérêts de nature différente sur un montant de principal notionnel qui n'est pas échangé.[SEC 2010 5.210-211] Les règlements sont réalisés par le biais de paiements nets en espèces à concurrence de la différence entre le taux d'intérêt de l'OLO et un taux d'intérêts indexés de type « floored floater » ou « range accrual ». Les coupons structurés sont tels que leur valeur présente actualisée à l'origine du swap est égale à la valeur présente actualisée des coupons de l'OLO, en supposant qu'il n'y a pas de risque de crédit au cours de l'échange. Par construction, la valeur du swap à l'origine de la transaction est nulle (balanced swap).

Dans les comptes SEC, les produits dérivés sont enregistrés sous un instrument spécifique (F.71). Ils sont valorisés à leur valeur marchande dans les comptes de patrimoine, ou à défaut à la valeur de rachat ou de compensation du contrat. [SEC 2010 7.86] L'évolution des taux d'intérêt, la valeur du swap peut passer du positif (actif) au négatif (passif) en fonction de l'évolution du taux d'intérêt indexé, le swap peut donc passer de l'actif au passif des deux parties concernées par l'échange. Toutefois, les swaps (F.71) ne font pas partie de la définition de la dette brute consolidée.

## Conclusion

Une opération de prêts de titres ou d'accord de rachat de titres (*repo*) ne modifie pas la propriété économique des titres. Dès lors, l'OLO demeurant dans le compte du patrimoine de la SFPI dans le SEC, elle constitue un actif consolidable pour le calcul de la dette brute consolidée du Pouvoir fédéral. Ni l'opération de nantissement, ni le swap n'ont d'impact sur la dette brute consolidée du Pouvoir fédéral.