

Les dérivés de crédit relancent la titrisation

Les dérivés de crédit sont de plus en plus utilisés dans les opérations de titrisation synthétiques. Ils permettent de transférer le risque de crédit d'un actif, d'une contrepartie à une autre, sans en changer le propriétaire. Ce marché devrait continuer à se développer en Europe.

Guillaume Barrier
Head of Strategic Credit Group
Peter Nowell
Director, Strategic Credit Group
CDC-IXIS Capital Markets
London Branch

■ La progression récente des techniques de titrisation doit beaucoup au développement des dérivés de crédit (*encadrés 1 et 2*). Ceux-ci sont utilisés pour transférer le risque de crédit d'un actif d'une contrepartie vers une autre sans en changer le propriétaire. En isolant le risque de crédit d'autres variables liées aux taux d'intérêt ou de change, les institutions financières peuvent le traiter comme une classe d'actif séparée et le négocier indépendamment des autres risques, à l'inverse d'une obligation. Il est donc devenu possible pour un investisseur de prendre un risque de crédit en passant par un instrument de bilan – obligations, prêts... – ou hors bilan, l'exposition venant alors de manière synthétique d'un produit dérivé.

Faciliter la vente d'actifs

Cette façon de transférer les risques présente des avantages évidents pour certains types d'actifs. Une vente par exemple, peut donner lieu à de nombreuses difficultés. La cession peut ne pas être neutre d'un point de vue fiscal (création d'une plus ou moins value, problème de prélèvement libératoire...). Elle peut dépendre de l'accord de l'emprunteur, comme pour certains prêts bancaires, et cette autorisation peut être coûteuse à obtenir, pour un portefeuille de créances hypothécaires, par exemple. Les textes sur le secret bancaire peuvent même interdire à une institution de révéler l'existence d'une créance, avant même que l'on ne parle d'en négocier la cession. L'utilisation de dérivés de crédit permet, en se focalisant sur le risque économique, de ne

pas opérer de transfert «physique» des actifs mais de vendre le risque de crédit à la contrepartie intéressée.

Différentes formes de vente du risque de crédit

Dans l'exemple repris dans le schéma ci-contre, le risque d'un portefeuille de créances est divisé en trois tranches. La première est vendue sous forme d'obligations émises par l'institution détentrice du portefeuille. Leur remboursement est lié à la performance du portefeuille sous-jacent. Il s'agit de la tranche la plus risquée, attractive pour certains gérants de portefeuille à haut rendement. Les autres tranches sont vendues sous forme de *credit default swaps*, la banque cédante payant une prime périodique et recevant en échange de la contrepartie un paiement correspondant à la perte réalisée sur le

portefeuille au-delà d'un certain niveau. Le portefeuille sous-jacent reste sur le bilan de la banque cédante, mais le risque de crédit qui y est associé a été vendu, tranche par tranche, aux investisseurs les plus aptes à le porter, car payant le meilleur prix. L'utilisation de ces techniques synthétiques permet d'être plus flexible sur d'autres éléments. Il devient, par exemple, possible de choisir pour la vente d'une tranche de risque donnée un instrument dérivé hors-bilan plutôt qu'une obligation si l'investisseur ciblé a un coût d'accès élevé à la liquidité.

«En isolant le risque de crédit d'autres variables liées aux taux d'intérêt ou de change, les institutions financières peuvent le traiter comme une classe d'actif séparée.»

1. Titrisation : définition

Titriser consiste à émettre des obligations sécurisées par un portefeuille d'actifs financiers. Ces actifs sous-jacents peuvent être des obligations, des prêts bancaires, des créances hypothécaires, des prêts à la consommation, des prêts fournisseurs ou toute autre structure de flux. Les obligations sont typiquement émises par un véhicule ad hoc, permettant d'isoler le risque lié au crédit de ces actifs de ceux liés à une autre entité comme le détenteur initial ou l'arrangeur. Leur crédit peut être rehaussé par différentes techniques (sur-collatéralisation, subordination...).

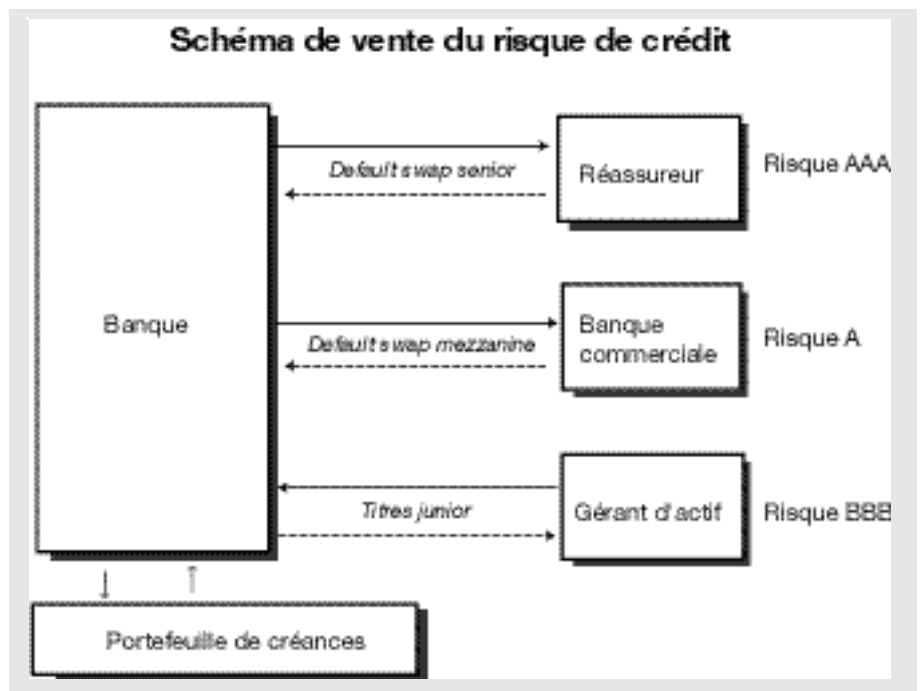
Les obligations collatéralisées par des prêts, ou *collateralised loan obligations* (CLOs), sont des titres sécurisés par un portefeuille de prêts sous-jacents. Ceux-ci constituent une classe d'actif intéressante ayant un taux de recouvrement historiquement élevé en cas de défaut, en partie grâce à des clauses ou dispositifs de protection que l'on ne trouve habituellement pas dans des obligations. De nombreux investisseurs ne peuvent cependant pas accéder directement à ce marché pour des rai-

sons légales – certains pays imposent la détention d'une licence bancaire – ou commerciales, n'étant tout simplement pas en contact régulier avec de nombreux emprunteurs potentiels. Investir dans un titre sécurisé sur un portefeuille de prêts permet de contourner ces difficultés, et d'obtenir une exposition sur un portefeuille global (ou une «tranche» seulement, voire notre exemple antérieur) plutôt que sur des lignes individuelles.

La méthode préférée des banques

Les banques ont également un intérêt à céder des portefeuilles de prêts en créant des CLOs (*schéma*) : elles réduisent ainsi la taille de leur bilan et leur exposition au risque de crédit, et libèrent des ressources et du capital pour d'autres activités. Deux facteurs ont initialement freiné ce mouvement en Europe. La nécessité d'obtenir l'accord de l'emprunteur existe dans plusieurs juridictions. Ceux-ci attachent beaucoup d'importance à leurs relations bancaires et n'apprécient pas les cessions de leurs emprunts, préférant avoir affaire à un nombre limité de contreparties. Beaucoup d'engagements correspondent d'autre part à des lignes de liquidité non tirées, générant des commissions très faibles et donc difficiles à inclure dans une opération de titrisation cash.

Les CLOs synthétiques sont néanmoins devenus rapidement la méthode préférée des banques pour céder une



partie de leurs risques. Ce type de transaction a été réalisé en France, en Allemagne, en Italie et en Grande-Bretagne. D'autres pays suivront.

De nouvelles classes d'actifs

Que ce soit en cash ou sous forme synthétique, les prêts aux entreprises ne sont pas les seuls types d'actifs à être titrisés. Des transactions récentes ont eu pour sous-jacents des actifs tels que des tranches subordonnées, des risques de compagnie d'assurance, des baux aéronautiques ainsi que des paiements de sys-

tèmes de sécurité sociale. Les seules conditions nécessaires sont l'existence de flux attendus et modélisables, ainsi qu'une diversification suffisante de ces actifs. La titrisation de droits d'auteur ou bien de stocks de bouteilles de champagne montrent l'étendue des possibilités offertes aux banquiers.

Les institutions financières sont très fortement influencées par leur régime réglementaire. Les banques sont incitées à vendre leurs actifs et à couvrir leur risque de façon à libérer du capital. Les compagnies d'assurance sont, quant à elles, limitées dans leur choix d'investis-

2. La titrisation en Europe

Les opérations de titrisation ont réellement commencé à apparaître en Europe au cours des années 80 afin de refinancer des portefeuilles hypothécaires, d'une manière très similaire à ce qui s'était passé aux Etats-Unis. Plusieurs transactions faites en Grande-Bretagne ont résolu un certain nombre de problèmes fiscaux ou réglementaires : les créances hypothécaires étaient vendues à un

véhicule créé spécialement, qui émettait ensuite une série d'obligations sécurisées par ce portefeuille, obligations achetées par des investisseurs institutionnels souhaitant se diversifier. Cette technique de financement n'a pas été adoptée immédiatement dans d'autres pays pour deux raisons principales. Tout d'abord, certaines juridictions bénéficiaient

déjà de produits comparables, comme les Pfandbriefe : ces obligations sont sécurisées sur un portefeuille d'actifs par un mécanisme juridique, mais sont émises directement par une institution financière. Il n'y a donc aucun transfert d'actifs auprès d'un véhicule et les droits de l'investisseur sont protégés par un mécanisme juridique en cas de défaillance de l'émetteur. Il était d'autre part difficile,

dans certaines juridictions de droit civil, de transférer des actifs financiers ou de créer des véhicules ad hoc, ces activités n'étant pas explicitement prévues dans les textes existants. De nouvelles lois ont été en conséquence passées dans des pays comme la France, l'Italie ou l'Espagne, afin de développer le marché domestique pour les produits de titrisation.

3. Comparaison avec les marchés américain et asiatique

Le marché européen s'est très fortement développé ces dernières années tout en restant plus petit que le marché américain (2 500 milliards de dollars pour le seul marché hypothécaire). La liquidité du marché des créances hypothécaires aux Etats-Unis n'a pas d'équivalent en Europe, la fragmentation des

marchés financiers et l'hétérogénéité du paysage réglementaire européen expliquant ce retard. Le marché de la sécuritisation synthétique est cependant très actif en Europe, cette méthode étant très utilisée en Allemagne pour couvrir les prêts aux entreprises

et aux particuliers. Malgré les récentes évolutions légales au Japon, à Singapour, en Malaisie et en Australie, l'Asie reste en retard, que ce soit sur les opérations en cash ou sous forme synthétique. Toutefois, ces pays tentent de rattraper leur retard en développant de nouveaux produits.

- la première titrisation synthétique en Scandinavie (Norvège, Finlande) ;
- une activité croissante sur les prêts *high-yields* et non-performants ;
- une part croissante de titrisations synthétiques libellées en yen et en euro ;
- une diminution des opérations d'arbitrage réglementaire bancaire ;
- une augmentation des titrisations pour des besoins de financement et de transferts de risque par des entreprises européennes.

Une fois que ces instruments auront traversé un cycle entier de crédit, ils seront considérés non plus comme des instruments structurés mais comme des produits standards.

sement, que ce soit directement par les autorités de régulation ou bien à cause des jugements négatifs que porteraient les agences de notation.

Nous allons assister à une évolution du paysage réglementaire bancaire : le Comité de Bâle sur la surveillance bancaire travaille actuellement sur une mise à jour des accords de 1988, fondement de la réglementation bancaire mondiale. Si les détails ne sont pas finalisés, on voit apparaître les grandes lignes de ce nouvel accord. Les besoins en capital seront désormais alignés autant que possible sur le risque de crédit : les titres les mieux notés (AAA) verront leur charge en capital se réduire, tandis que les tranches juniors

notées BB ou moins seront durement pénalisées. Il existe cependant quelques inquiétudes sur le traitement des dérivés de crédit, le projet actuel pénalisant leur utilisation par la mise en place de coûts supplémentaires. La communauté bancaire ainsi que des instances comme l'ISDA ont fortement critiqué cet aspect du projet.

Les dérivés de crédit deviendront des produits standards

S'il est difficile de prévoir où se dirige le marché, le prolongement de la croissance est probable. Les prochaines années pourraient ainsi voir :

L'émergence d'un pôle d'excellence ?

En Europe les techniques synthétiques font maintenant partie de la «boîte à outils» dont disposent les équipes d'ingénierie financière, avec un champ d'application de plus en plus large. La fragmentation et la complexité réglementaire, légale, fiscale et comptable de ce marché en rendent l'utilisation encore plus indispensable qu'ailleurs et il n'est pas absurde de penser que cela puisse favoriser l'émergence d'un pôle d'excellence dans ce domaine en Europe. Il reste pour le moment certain que les conditions de marché actuelles vont tester leur résilience. ●