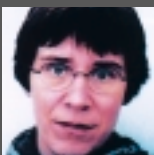


# Opérations sur risque de crédit



**GIULIA RIAL**  
Deputy Head of  
Financial  
Engineering Legal  
Department  
Société Générale

*Pour la plupart, les opérations sur risque de crédit sont structurées sous forme d'instruments financiers à terme, tels que swaps ou options. La qualification de ces dérivés a donné lieu à un débat portant sur leur possible requalification en contrat d'assurance ou en garantie. Désormais, leur qualification en instruments financiers à terme semble acquise.*

*Les banques ont cependant décliné les opérations sur risque de crédit sous d'autres formes. Ainsi, les « Credit-linked Notes » (CLN), sont des titres de créances dont le remboursement ou le versement du coupon dépendent de la non-survenance d'un événement de crédit. Des contrats de prêt ou de dépôt peuvent eux-mêmes être indexés sur événement de crédit. Parfois, les différentes techniques sont panachées et structurées en produits complexes, comprenant des tranches d'émissions de titres et de dérivés de crédit.*

*L'objectif de toutes ces opérations reste cependant le même : couvrir un risque de crédit, créer de nouveaux profils de risque pour les investisseurs, et/ou bénéficier d'un traitement prudentiel plus favorable.*

## Finalités des contrats

### Couvrir un risque de crédit

● **Le débiteur du crédit :** toute entité, ayant la personnalité morale, de droit privé ou de droit public (Etat, collectivité territoriale), ayant obtenu un crédit d'une banque. On pourrait également imaginer des dérivés de crédit sur des crédits accordés à des particuliers.

● **Panier de plusieurs débiteurs.**

Dans les opérations *first to default*, l'opération s'arrête dès que le premier événement de crédit se sera vérifié. Dans d'autres opérations, chaque événement de crédit est pris en compte pour calculer la perte de l'acheteur de protection, jusqu'à hauteur d'un seuil prédéterminé. Ce n'est qu'au franchissement du seuil qu'il y aura paiement de la couverture du risque de crédit.

● **Le crédit**

Toutes obligations (présentes, futures ou conditionnelles) de remboursement de sommes d'argent, résultant d'emprunts ou non, qu'elles soient ou non représentées par une valeur mobilière, un titre, un certificat, ou un effet.

● **Le risque ou événement de crédit**

Le plus souvent, c'est le risque de défaillance d'un débiteur qui sera couvert par l'opération : faillite, moratoire ou restructuration de la dette du débiteur.

Peuvent également être pris en compte :

- le défaut de paiement du débiteur, son défaut au titre de toute obligation contractuelle, ou la déchéance du terme consécutive au défaut ;

- le risque constitué par la variation défavorable de la valeur de marché d'un titre de créance. Il s'agira alors de s'assurer d'un niveau de rémunération estimé acceptable.

### Créer de nouveaux profils de risque

Grâce aux opérations sur risque de crédit, des investisseurs (ou vendeurs de protection) ne souhaitant pas détenir un portefeuille de dette donné, pourront en recevoir le risque synthétiquement, ou amplifier leur investissement par effet de levier. Dans l'alternative des CDO, (*Collateralized Debt Obligations*), ils peuvent en outre passer, par le biais du *tranching*, d'une exposition de risque par débiteur, à une exposition par niveau de perte (à savoir le niveau senior pour une excellente qualité de crédit, mezzanine relatif à une bonne qualité de crédit, ou *equity* pour une qualité de crédit médiocre mais d'un excellent rendement).

### Bénéficiaire d'un traitement prudentiel favorable

Un acheteur de protection peut également obtenir une réduction de ses besoins en fonds propres dans le calcul du ratio Cooke pour l'obligation couverte par le dérivé de crédit.

Il devra pour cela pouvoir répondre aux conditions posées par la Commission bancaire. Si ces conditions sont réunies, la pondération du vendeur de protection se substitue à celle du débiteur de référence.

#### Principales conditions de réduction du capital réglementaire

- Le vendeur de protection doit être un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement.
- La protection doit être irrévocable.
- La protection doit être inconditionnelle et ne peut être révoquée à la suite de certains cas de défauts prévus généralement dans les conventions-cadres, ni être globalisée avec les autres opérations régies par la convention-cadre.
- Parmi les événements de crédit, doivent figurer obligatoirement la faillite, le défaut de paiement, et la restructuration de la dette du débiteur de référence.
- L'agent de calcul de l'opération doit être soit l'acheteur lui-même, soit l'acheteur et le vendeur conjointement.

## Instruments types

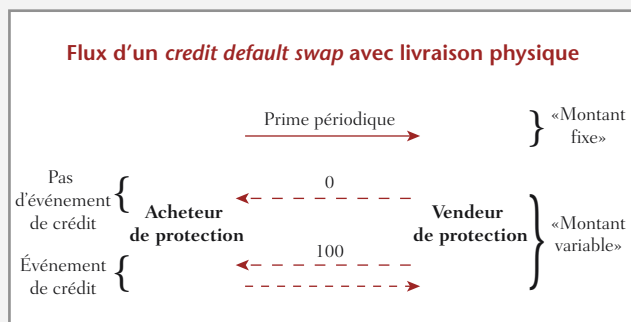
### Swap sur événement de crédit ou *Credit default swap*

Dans le *credit default swap* (ou swap sur événement de crédit), l'acheteur de protection transfère un risque de crédit sur un débiteur donné, (le « débiteur de référence »), au vendeur de la protection.

L'acheteur de protection effectue un ou plusieurs paiements, qui correspondent à la « jambe fixe » du swap, selon une périodicité convenue. Ces paiements s'arrêtent au cas où est constaté l'événement de crédit couvert.

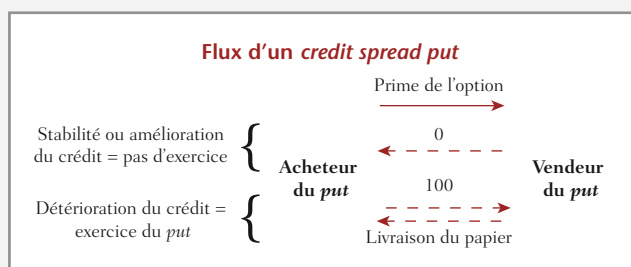
Le vendeur de protection verse alors la « jambe variable » du swap, à savoir le montant de sa protection, soit en achetant à un prix prédéterminé le titre de créance désormais décoté du débiteur de référence, qui lui sera livré par l'acheteur de protection (il y aura dans ce cas livraison physique du titre), soit en versant un différentiel de valeur entre le prix prédéterminé et la valeur réelle du titre au moment où survient l'événement de crédit (règlement « cash »).

L'ISDA et l'AFB ont publié des additifs techniques aux conventions-cadres qui déterminent les règles de fonctionnement des CDS. La FBF va par ailleurs publier un nouvel additif incessamment.



### Option *Credit spread*

Cette option donne le droit à son acheteur de vendre (*put*) ou d'acheter (*call*) une obligation à un niveau de prix prédéterminé. En contrepartie, le vendeur de l'option perçoit une prime, dont la périodicité est fixée par les parties. Dans sa version *put*, l'option *credit spread* correspond pour l'acheteur de l'option, à une opération de couverture du risque de contrepartie. A l'inverse, l'acheteur d'un *call* anticipe l'amélioration du crédit de l'émetteur.



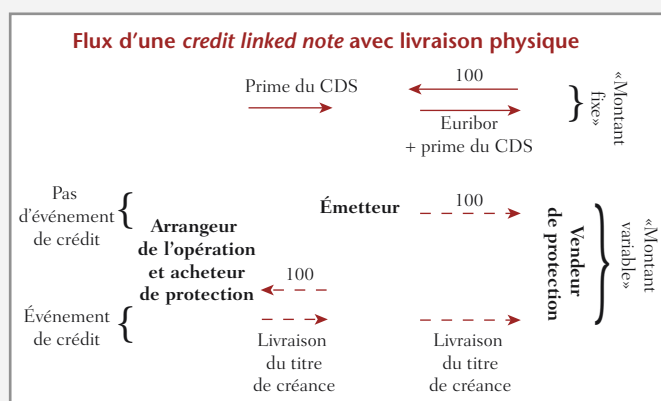
### *Credit linked notes* ou CLN

L'objectif des CLN est le même que celui des *credit default swaps*. La technique varie légèrement, puisque les CLN sont des titres de créance adossés à un CDS, et dans lesquels l'émetteur achète de la protection pour compte de l'arrangeur de l'opération. La CLN

offre un coupon égal au coût des fonds de l'émetteur (LIBOR, par exemple), augmenté d'une marge donnée. L'émission se comporte comme une émission classique tant qu'il n'y a pas d'événement de crédit.

Lorsque se produit l'événement de crédit, en revanche, l'investisseur reçoit, soit au moment où survient l'événement de crédit, soit à la maturité de la CLN, et en lieu et place de son capital, l'obligation de référence ou le paiement en espèces de la valeur de marché de l'obligation de référence.

On peut imaginer des variantes à ce schéma. Le capital sera par exemple remboursé en toute hypothèse, mais le paiement des coupons dépendra de la non-survenance d'un événement de crédit.



### *Total return swap*

Dans le *total return swap*, l'acheteur de protection, détenteur d'un portefeuille obligataire émis par le débiteur de référence, verse le montant des coupons au vendeur de protection qui lui assure en échange un taux flottant indexé sur un taux du type EURIBOR/LIBOR.

À la fin de l'opération, l'acheteur de protection verse l'éventuelle appréciation du portefeuille, ou à l'inverse compense le vendeur en cas de dépréciation.

Le *total return swap* permet à un investisseur de prendre un risque sur un débiteur donné sans pour autant procéder à l'acquisition du portefeuille, et permet à l'inverse à l'acheteur de protection de se libérer du risque encouru tout en gardant son portefeuille.

Le *total return swap* devra être rédigé attentivement pour prévoir les situations où il y aurait rachat des titres, conversion ou cas de défaut de l'émetteur. On peut prévoir dans ces cas l'annulation du swap, ou la livraison des titres, ou toute autre solution qui convienne aux parties. ■

