

Dérivés de crédit et titrisation : un mariage prometteur

L'utilisation des dérivés de crédit dans des opérations de titrisation a donné naissance aux titrisations synthétiques. Ces montages permettent de segmenter deux fonctions traditionnellement remplies par une titrisation : la source de financement et le transfert de risque.



ALAIN CARRON
Directeur



ERIC TANGUY
Directeur délégué,
secteur titrisation

Standard & Poor's

LE DÉVELOPPEMENT DES DÉRIVÉS de crédit au cours des dernières années a été remarquablement rapide (*graphique 1*), et ces produits s'établissent désormais comme un segment à part entière des marchés de taux. Le contexte dans lequel s'inscrit la très forte croissance des dérivés de crédit est celui d'une approche de plus en plus sophistiquée du risque crédit par les institutions financières. Un renversement complet de perspective est à l'œuvre au sein d'un nombre croissant d'institutions : à l'ère du *buy and hold*, où le risque crédit est porté jusqu'à extinction et n'est que la résultante passive des décisions prises dans le passé en matière de production de crédits, succède une vision de plus en plus orientée *mark to market*, où le risque crédit est géré dynamiquement, selon une logique différente de celle qui oriente les efforts de production.

Quelle est la panoplie des outils à la disposition d'une institution pour conduire cette politique de gestion dynamique du risque crédit ? Outre la vente pure et simple de portefeuilles et les sous-participations utilisées lors des syndicats, sont apparues plus récemment les techniques de titrisation de portefeuilles (par exemple loi sur les

fonds communs de créances en France) et enfin l'utilisation de dérivés de crédit tels que les *Credit Default Swaps* (CDS) ou *Credit Linked Notes* (CLN). Etant deux outils au service d'une même stratégie, il était sans doute inévitable que des hybrides se développent à l'intersection des techniques de titrisation et de dérivés de crédit, souvent appelés titrisations synthétiques, que l'on peut définir comme des montages à base de CDS ou de CLN, portant sur un portefeuille d'expositions et non pas un nom isolé, et permettant à un établissement financier de transférer le risque crédit sur un portefeuille sans céder ledit portefeuille. A la différence d'une véritable titrisation, ce type de montage ne donne pas lieu à la cession des prêts ; à la différence d'un dérivé de crédit dans son sens classique, l'achat et la vente de protection portent sur un portefeuille de noms et non pas sur un nom isolé.

UNE FLEXIBILITÉ SUPPLÉMENTAIRE PAR RAPPORT À LA TITRISATION

Ces opérations peuvent donner lieu ou non à une émission, suivant qu'il s'agit d'un CDS (pur transfert de risque) ou d'une CLN (combinaison d'un transfert de risque et d'une émission type MTN). En ce sens, elles apportent une flexibilité supplémentaire par rapport à une titrisation au sens propre du terme, dans la mesure où elles permettent de découpler les deux fonctions de refinancement et de transfert de risque. Elles s'adressent donc en priorité aux établissements bénéficiant par ailleurs d'un refinancement bon marché, et souhaitant se concentrer sur les aspects de transferts de risque. C'est une des raisons du succès du produit en Allemagne, où beaucoup de banques sont fortement li-

guides ou bénéficient déjà des conditions de refinancement attractives des Pfandbriefe.

LE SUCCÈS GRANDISSANT DES TITRISATIONS SYNTHÉTIQUES

La flexibilité accrue se retrouve également dans la nature du risque transféré : une titrisation transfère indifféremment tous les risques associés à une créance, dans la mesure où il y a cession juridique. Lors de l'utilisation de dérivés de crédit, les risques sur lesquels un établissement achète de la protection sont contractualisés, et on peut ainsi différencier par exemple les pertes en capital de l'intérêt couru ou des frais de procédures. L'absence de cession présente d'autres avantages pour l'émetteur : relations clients inchangées, absence d'audit juridique lié à la cessibilité des prêts, variété d'actifs utilisables plus vaste incluant par exemple le hors bilan ou les lignes non tirées, documentation plus réduite.

Pour toutes ces raisons, le succès des titrisations synthétiques a été l'événement majeur du marché de la titrisation en 2000, leur part étant passée de moins de 10 % en 1999 à 32 % en 2000. Cette tendance se confirme en 2001, avec une part de marché des dérivés de crédit à 38 % sur les trois premiers mois. L'Allemagne est aux avant-postes de cette évolution, avec un marché 100 % synthétique. La France a également été active dans ce domaine, avec des opérations à base de prêts aux entreprises mais également de prêts à l'habitat.

UN CHAMP D'APPLICATIONS ÉLARGI

Le champ d'applications des titrisations synthétiques a d'abord été limité à des portefeuilles de prêts aux grandes entreprises, en raison de l'origine de la technologie des dérivés de crédit, qui s'est développée sur ce type d'expositions. Le corpus de définitions standardisées ISDA 99 utilisé dans la documentation de ces opérations traduit d'ailleurs bien cette filiation. Sur la fin 1999, et surtout en 2000, ces opérations ont été étendues à d'autres types de créances sous-jacentes, telles que les prêts à l'habitat ou l'immobilier professionnel. De telles extensions ont bien entendu nécessité une modification de la documen-

tation, aussi bien en ce qui concerne la définition des cas de défauts que le mode de calcul de la perte ou encore la façon dont les événements de crédit sont vérifiés par un tiers.

DESCRIPTION D'UNE STRUCTURE SYNTHÉTIQUE TYPE

L'opération Natix, montée par Natix Banques populaires en juin 2000 sur un portefeuille d'obligations américaines émises par de grandes entreprises américaines est un bon exemple de ce nouveau type de structures dites hybrides ou synthétiques, mêlant titrisation et dérivés de crédit (graphique 2).

Ces structures ont évolué au cours de ces dernières années et tendent à se complexifier. Pour autant, les principes de base qui président à leur structuration demeurent largement comparables :

- Les actifs faisant partie du portefeuille ne sont pas cédés ; le risque de crédit qu'ils représentent est simplement transféré à des parties tierces par le biais de CDS.
- Un premier CDS (CDS 1) est généralement conclu avec un véhicule ad hoc (dans le cas de l'opération Natix, une société établie à Jersey) et ce dérivé de crédit sera le premier à être appelé en cas de défaillance d'actifs composant le portefeuille.

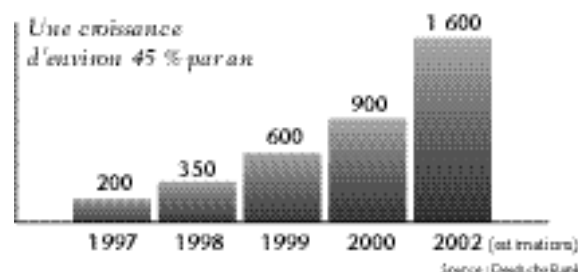
Ce CDS couvre généralement les pertes sur le portefeuille sous-jacent jusqu'à un certain montant donné (dans le cas de Natix, à hauteur de 44,2 millions de dollars américains, soit environ 11 % du portefeuille. Natix plc compense donc la banque pour toute perte liée à un actif faisant partie du portefeuille sous-jacent, tant que les pertes cumulées durant la vie de la transaction restent en deçà de ce niveau).

Le solde du risque de crédit sur le portefeuille fait l'objet d'un CDS super-senior, généralement conclu avec un autre établissement de crédit ou un assureur.

Les deux CDS fournissent simplement une protection contre le risque de signature (faillite, restructuration des termes d'un actif de référence et incapa-

1. Croissance du marché des dérivés de crédit

Encours notionnel en milliards de US\$



citée de payer) sur les entités composant le portefeuille. Ces CDS sont assimilables, dans leur principe économique, à des assurances crédit et sont appelables en commençant par le plus subordonné, le CDS 1 et une fois que cette première protection est épuisée, en continuant avec le CDS super-senior.

LA MÉCANIQUE DU MONTAGE

Les obligations du CDS 1 sont financées par l'émission de CLNs, des titres structurés dont la performance dépend du portefeuille sous-jacent. Il est possible de créer un lien de subordination

entre ces CLNs : les pertes sur le portefeuille viennent s'imputer d'abord sur le capital de la tranche la plus junior (classe C dans le cas de Natix) ; une fois ce niveau de protection épuisé, les pertes sont affectées aux titres mezzanine, par

ordre inverse de seniorité (en commençant par la classe B jusqu'à extinction de tout capital restant du, et ensuite par la classe A). Le risque transféré grâce au CDS 1 peut donc être «tranché» comme pour une titrisation classique, ce qui permet l'attribution de notations de plus en plus élevées aux différentes séries de CLNs. Dans l'opération Natix, la première série de CLNs couvre les premières pertes (1 % environ du portefeuille) ; elle représente la tranche fonds propres dans la transaction et elle ne bénéficie pas de notation. La classe mezzanine couvre les pertes mezzanine (au-dessus

de 1 % et jusqu'à 5 % de pertes cumulées) et les titres les plus seniors, les pertes ultimes qui peuvent être réclamées au véhicule par la banque (au-delà de 5 % et jusqu'à environ 11 %). La classe A est notée AAA par Standard & Poor's qui considère donc que la probabilité que les pertes cumulées sur ce portefeuille dépassent 5 % est compatible avec une notation AAA.

LE CHOIX DES COLLATÉRAUX

Dans la majorité des pays européens, les autorités de tutelle acceptent qu'une partie seulement du risque de crédit transféré (environ 11 % donc, dans le cas de Natix) nécessite une couverture en quasi-cash et donc un financement. Cette exigence est levée pour le CDS super-senior (noté AAA puisqu'il est senior à des titres eux-mêmes notés AAA). En conséquence, le produit de l'émission est réduit (généralement entre 10 et 15 % pour les opérations synthétiques sur des portefeuilles Investment Grade). Le produit de cette émission est le plus souvent investi dans des titres liquides présentant un risque de crédit et un risque de marché compatibles avec une notation AAA (OAT, Pfandbriefe, etc., dans le cas de Natix des titres d'État belges ou OLOs, transférés dans le cadre d'un contrat de Repo). Ces titres servent de collateral aux CLNs, leur cession permettant au véhicule de compenser la banque en cas de pertes.

UNE NOTATION PROCHE DE CELLE D'UNE TITRISATION CLASSIQUE

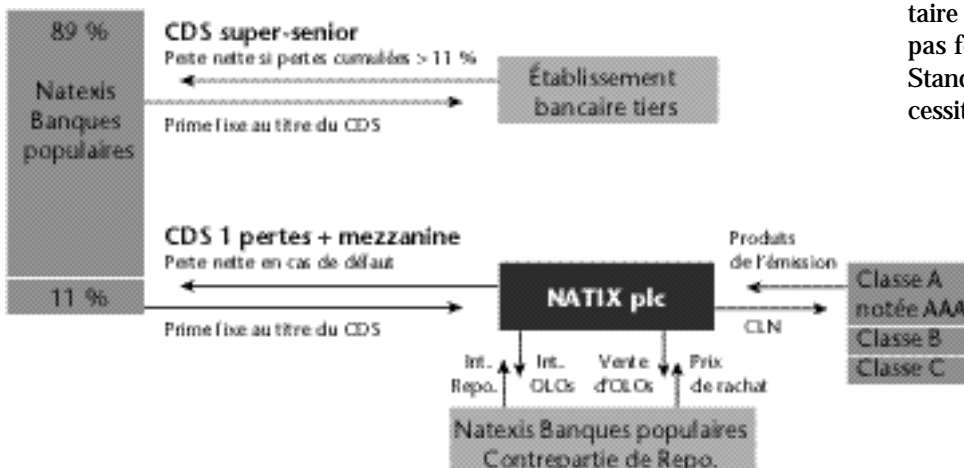
En termes de notation, l'utilisation d'une structure synthétique en lieu et place d'une structure totalement obligataire ou titrisation classique ne change pas fondamentalement l'approche de Standard & Poor's. Certains aspects nécessitent simplement une attention toute particulière.

L'analyse crédit du portefeuille reste la même et vise à déterminer le niveau de pertes cumulées que générera le portefeuille à certains niveaux de notes. Deux composantes essentielles déterminent ce taux de perte :

- le taux de défaut attendu à différents niveaux de notes est déterminé à partir des probabi-

“En termes de notation, l'utilisation d'une structure synthétique en lieu et place d'une structure totalement obligataire ou titrisation classique ne change pas l'approche.”

2. La structure Natix



lités de défaut des actifs composant le portefeuille ;

- le taux de récupération dépend du type d'actifs, de leur niveau de subordination mais aussi du processus de récupération retenu pour chaque opération (cession dans le marché des actifs en défaut par opposition à poursuite des actions de récupération par la banque).

En général, les opérations synthétiques ne nécessitent pas de modélisation des *cash-flows* ; les *credit linked notes* sont remboursés grâce à la revente des titres quasi-cash encore détenus par le véhicule en fin d'opération et non grâce aux flux reçus sur les actifs faisant partie du portefeuille.

FOCUS SUR LES ASPECTS JURIDIQUES

La formalisation juridique des contrats de *credit default swaps* est par contre l'un des domaines qui exigent une attention plus soutenue dans ce type de montage. Il est en effet essentiel que le véhicule qui émet les *credit linked notes* ne soit appelé à compenser les pertes subies sur le portefeuille que si le cas de défaut (ou *credit event*) est avéré. Pour cela, les cas de défaut sont limités à certains événements objectifs, qui peuvent être facilement contrôlés : dans le cas de portefeuille de crédits à des grandes entreprises, faillite, restructuration des termes d'un actif de référence et incapacité de payer ; dans le cas de prêts hypothécaires, saisie de la commission de surendettement ou nombre minimum de mensualités impayées.

Les mécanismes de calcul des pertes et les règles qui régissent leur imputation sont également particulièrement étudiés durant le processus de notation. Il est en effet essentiel qu'une partie tierce indépendante valide l'affectation des pertes aux différentes tranches de *credit linked notes*. Dans les structures de droit anglo-saxon, c'est le rôle du *trustee* qui dispose de pouvoirs étendus pour s'assurer que le défaut a bien eu lieu, que les procédures de récupération prévues dans l'opération ont bien été mises en œuvre, que la perte nette est correctement calculée et qu'elle est attribuée aux classes de *credit linked notes* en respectant toutes les règles de subordination. Dans des structures où c'est un méca-

nisme de marché qui détermine la récupération sur un actif en défaut et donc la perte nette due par le véhicule, ce rôle est dévolu à un cabinet d'audit chargé de valider l'ensemble du processus.

LES LIMITES À LA PROGRESSION DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT

Quelques réflexions pour finir sur les perspectives en matière d'utilisation de dérivés de crédit en financements structurés :

La gestion dynamique du risque crédit est sans doute une tendance lourde, qui ne pourra d'ailleurs qu'être renforcée par l'implémentation du nouvel accord de Bâle, quelle que soit la forme finale qu'il prendra. Les dérivés de crédit, qui ont prouvé au cours des dernières années leurs capacités d'adaptabilité et de flexibilité, devraient continuer à jouer un rôle d'outil privilégié au service de cette approche.

En ce qui concerne la forme exacte du produit qui s'imposera, la seule certitude est qu'elle n'est pas encore connue aujourd'hui : les standards de documentation ne se sont pas encore complètement imposés, les trois années passées ont déjà vu plusieurs générations de montages se succéder et les discussions restent à tenir dans le cadre de Bâle devraient influencer profondément les caractéristiques des montages performants de demain.

En dépit de leurs avantages, on peut déjà entrevoir malgré tout une limitation à la progression des dérivés de crédit : en séparant émissions dans le marché et transfert de risque, ils créent une réintermédiation qui devrait tôt ou tard se heurter à un problème de capacités ; ils ne contribuent pas à améliorer la liquidité des titres «gagés sur créances», qui en aurait pourtant bien besoin et ils ne répondent pas aux besoins des émetteurs pour lesquels les motivations de refinancement sont prioritaires. La boîte à outils des émetteurs s'est enrichie, mais gardons précieusement le fonds de caisse, il continuera à rendre d'estimés services. ■

“La gestion dynamique du risque crédit est sans doute une tendance lourde, qui ne pourra qu'être renforcée par l'implémentation du nouvel accord de Bâle.”