

Produits structurés de crédit

L'accès au sur-mesure

Dynamique et à la carte. Le recours aux dérivés de crédit dans les structures CLN et CDO confère à la gestion du risque de crédit une souplesse nouvelle. Jusqu'au sur-mesure dans les véhicules synthétiques.

P ENDANT LONGTEMPS, LES investissements liés au risque de crédit des entreprises via le marché obligataire ou les prêts bancaires ont été conservés jusqu'à leur terme. Le risque de crédit, réduit à une notation attribuée par les agences, est alors apprécié sur la durée de l'investissement : on parle de «*buy and hold*» (acheter et conserver).

DU «BUY AND HOLD»...

Le risque de crédit est apprécié comme un événement soudain et sans couverture possible. L'analyse de l'investisseur est proche de celle de l'assureur qui doit apprécier un risque de sinistre pour lequel il requiert le paiement d'une prime légèrement supérieure à l'espérance de perte qu'il a calculée.

Avec l'apparition des dérivés de crédit, le risque devient un sous-jacent que l'on peut acheter et vendre à tout moment. Cette nouvelle liquidité change la donne. Le crédit est géré dynamiquement, tant au niveau des investissements qu'à celui de la gestion actif/passif (*asset liability management*) (graphique 1).

... À LA GESTION DYNAMIQUE

Avec les dérivés de crédit, les investisseurs accèdent à une nouvelle manière d'investir : le marché des *credit default swap* leur

permet de jouer, même à court terme, l'amélioration (en vendant la protection) ou la dépréciation (en achetant la protection) d'un crédit.

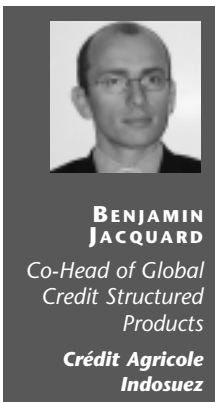
Il permet un nouveau mode de gestion des risques. Le gérant actif/passif, en charge de la gestion de la liquidité long terme et de l'adéquation entre la durée de l'actif et du passif, peut diversifier son portefeuille : il achète de la protection sur les fortes concentrations de la banque, et finance les primes en vendant de la protection sur des crédits sur lesquels il n'a pas d'exposition.

Par les dérivés de crédit il est possible surtout de structurer de nouveaux produits : ils ont ouvert un véritable marché obligataire synthétique sur mesure,

avec les CLN (*credit linked notes*) et les CDO (*collateralized debt obligations*).

CLN : MATURITÉ ET DEVISE À LA CARTE

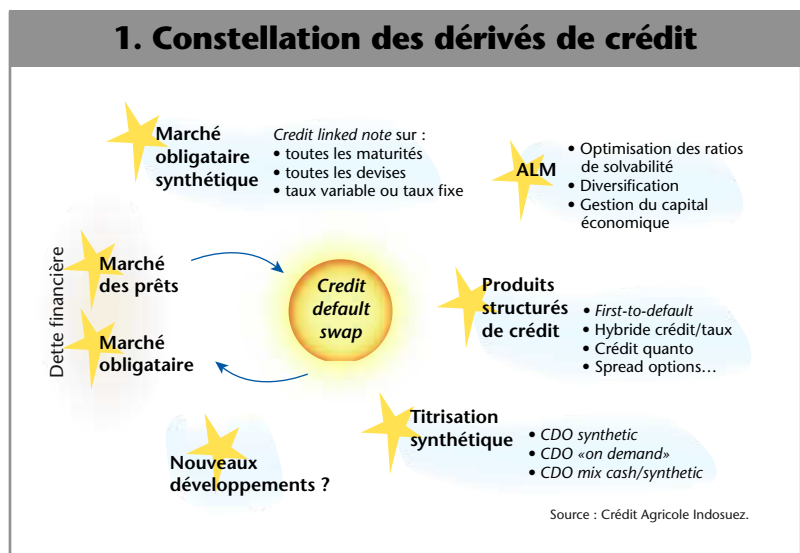
Le *credit default swap*, comme tous les produits structurés de crédit, peut être présenté sous forme de *credit linked note* (CLN) émise par la banque ou par un tiers. Elle devient alors un titre dont le remboursement est contingent à la survenance d'un événement de crédit sur l'entité de référence. Si aucun événement de crédit ne survient, la CLN paie ses coupons et rembourse le capital à maturité (graphique 2). En cas d'événement de crédit sur l'entité de référence, la CLN est remboursée, par anticipation, à partir de la dette de l'entité.



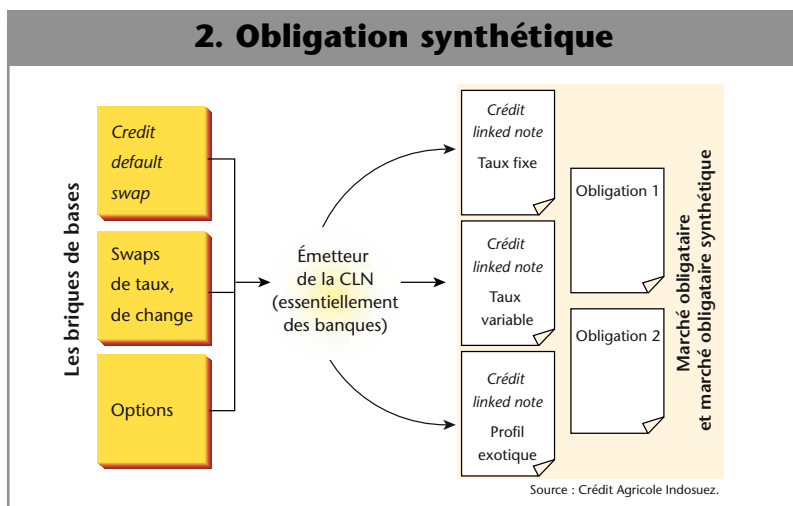
BENJAMIN JACQUARD

Co-Head of Global Credit Structured Products

Crédit Agricole Indosuez



2. Obligation synthétique



En combinant le crédit dérivé avec des swaps de taux, on parvient à construire des CLN taux fixe, des CLN zéro coupon ou encore n'importe quelle combinaison de paiement dès lors qu'elle est synthétisable par des swaps de taux.

Un assureur, dont le passif incite à investir plutôt sur le long terme, pourra ainsi acquérir un titre 10 ans à taux fixe indexé sur le crédit de son choix, tandis qu'une société de gestion choisira des CLN court terme à taux variable.

Mieux encore, l'investisseur est assuré de trouver un marché dont la profondeur est bien plus importante que celle d'une émission spécifique. En effet, le marché du crédit dérivé traite du risque de défaut au sens large, sans se limiter à une partie de la dette de l'émetteur. La courbe de

credit default swap est unique par émetteur, elle est le pendant naturel de son action. Tous les acteurs du marché de crédits dérivés traitent sur cette courbe.

La différence principale entre la CLN et un titre classique réside dans le fait que la CLN porte le risque de l'émetteur en plus de celui du crédit sur lequel elle est indexée. Pour les banques de premier ordre (notée double A), le risque émetteur est négligeable devant le risque de crédit sur lequel la CLN est indexée (souvent simple A ou triple B).

DYNAMISER LE RENDEMENT SANS ACCROÎTRE L'EXPOSITION

Le *first-to-default* (premier défaut) est un *credit default swap* dans lequel le vendeur de protection

n'est exposé qu'au premier défaut d'un panier de noms. Le vendeur de protection bénéficie d'un effet de levier. Il reçoit deux à quatre fois la prime moyenne du portefeuille pour prendre le risque de premier défaut. Si le crédit fait défaut, la CLN rembourse l'investisseur par de la dette émise par l'entreprise sur laquelle est survenu l'événement de crédit. L'investisseur n'est alors plus exposé au risque des autres noms du panier et le *first-to-default* prend fin.

Les avantages d'un tel produit sont nombreux, il permet de :

- bénéficier d'une prime bonifiée en limitant son exposition à un seul défaut ;
- limiter la taille de l'investissement lorsque celui-ci est sous forme de CLN. (Dans notre exemple, la CLN fait 10 millions d'euros alors que la taille du portefeuille est de 50 millions d'euros) ;
- définir sur mesure le risque de crédit puisque l'investisseur choisit parmi plus de 500 crédits les composantes de son panier.

DIVERSIFIER ET RÉDUIRE LA VOLATILITÉ : LES CDO

Se constituer un portefeuille bien diversifié est une opération difficile. C'est pourtant la meilleure stratégie pour diminuer la volatilité d'un portefeuille crédit et donc optimiser son ratio rentabilité/risque.

Ce simple constat explique

pourquoi le marché de la titrisation de *credit corporate* (appelé généralement CDO) attire de plus en plus d'investisseurs et croît significativement depuis quelques années. On y distingue les opérations de bilan dont l'objectif est

semble des tranches doit être placé ou porté, ce qui ajoute une difficulté supplémentaire au montage.

Les dérivés de crédit ont considérablement simplifié la mise en place de telles structures. Les

qu'il soit nécessaire de vendre les autres tranches.

Si la diversification est suffisante, le risque des tranches dites mezzanines (tranche de risque intermédiaire dont la notation est comprise entre triple B et simple A) devient un risque systémique de marché. Autrement dit, il faudrait un grand nombre de défauts dans le portefeuille pour que la tranche perde en capital, et cela serait synonyme d'une grave crise financière (graphique 3).

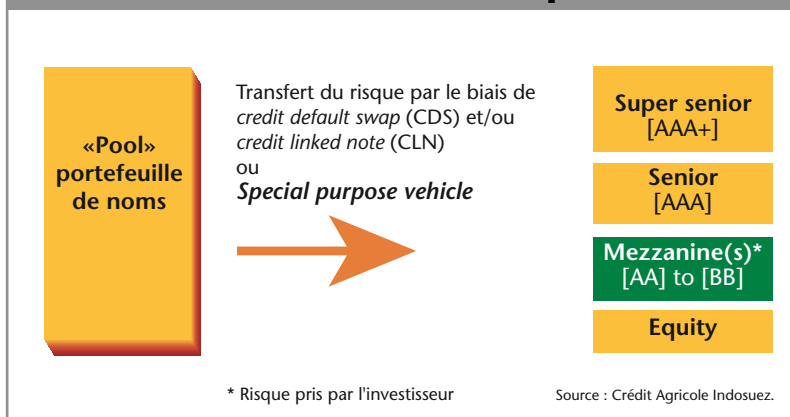
Ce type de transaction fait appel à des techniques sophistiquées de valorisation et d'appréciation des risques. La banque qui structure est implicitement en risque sur le risque complémentaire, à savoir la tranche de premières pertes (tranche «equity») et la tranche senior.

Nous n'avons cité que trois exemples mais les dérivés de crédit ont de nombreuses autres applications. Pour une entreprise, ils peuvent permettre de couvrir le risque de détérioration du coût de financement ou couvrir le risque de crédit fournisseur sur le long terme. Pour les institutions financières, il

est possible de créer des investissements dont le capital est garanti et dont les coupons supportent un risque de crédit contre une rémunération bien au-dessus des niveaux de swap.

D'autres innovations majeures sont attendues, notamment dans le domaine des produits hybrides qui lient plusieurs types d'indexations. Quoi qu'il en soit, l'objectif des équipes de produits structurés sera toujours de proposer des investissements de plus en plus en adéquation avec les anticipations des investisseurs. Leur capacité à le faire sera d'autant plus importante que le marché du *credit default swap* aura montré son efficacité. La liquidité est souvent le terreau fertile de nouveaux produits. ■

3. Concept du CDO «à la carte» : diversification du risque



d'améliorer les ratios de solvabilité d'une banque (CDO *balance sheet* ou encore CDO de bilan), et les opérations de marchés dites CDO d'arbitrage qui sont, elles, de purs produits d'investissement.

Pour ces deux catégories, l'investisseur a la possibilité de sélectionner son niveau de risque à travers le niveau de subordination qu'il choisit. Il doit, dans son appréciation, tenir compte de la diversification industrielle et géographique, de la qualité moyenne des actifs et, bien sûr, de la notation attribuée par la ou les agences de notation.

Les premières opérations de CDO, appelées «cash CDO», nécessitaient la création d'un SPV (*special purpose vehicle*), véhicule dédié à l'opération portant les obligations du portefeuille. Le SPV finance ses titres par des émissions de séniorité croissante avec la tranche de risque qu'ils adossent. Ces opérations mobilisent des moyens importants et leurs coûts de structuration sont significatifs. De plus, le jour de la cession des actifs au SPV l'en-

CDO synthétiques (CDOs) dépassent en volume les «cash CDO» en 2002. La création d'un SPV n'est plus un impératif. Le risque de crédit est transféré directement entre l'acheteur et le vendeur de protection par le biais d'un *credit default*

“D'autres innovations majeures sont attendues, notamment dans le domaine des produits hybrides qui lient plusieurs types d'indexation.”

swap structuré indexé sur le portefeuille dans son ensemble. On retrouve dans cette catégorie des opérations de bilan et des opérations d'arbitrages.

Là encore l'usage de crédits dérivés permet la création de structures innovantes. Ainsi, il devient possible de proposer un CDO «à la carte», dans lequel l'investisseur choisit le portefeuille, la maturité et le niveau de subordination sans