

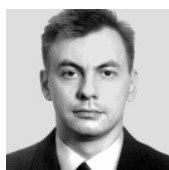
# Les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie



Patrick d'Hérouville

Pierre Mathieu

Direction des activités  
de marché  
Union européenne de CIC



Grâce aux dérivés de crédit, les banques peuvent mieux gérer leur exposition et leur marge sur les opérations de crédit. Toutefois, le cadre juridique de ces instruments n'est pas encore normalisé.

**L**e risque de contrepartie a toujours été une des préoccupations des banques et des entreprises. Or jusqu'à présent, la gestion du risque de contrepartie reposait principalement sur l'analyse financière et l'allocation de limites. Une fois le crédit accordé, si sa qualité se dégrade, la banque n'a plus pour solution que de passer des provisions.

## **Les nombreuses applications des dérivés de crédit**

Les dérivés de crédit permettent le transfert du risque de crédit d'une contrepartie vers une autre. Ces produits sont nouveaux, même s'ils se rapprochent des swaps ou des options (1). Rappelons qu'il existe trois catégories de dérivés sur risque de crédit : le *total return swap* qui transfère l'intégralité de la performance d'un actif détenu en échange d'une référence variable, plus ou moins une marge. Les *default swap ou put* qui permettent, contre paiement d'une prime, d'obtenir une compensation en cas de dégradation du crédit détenu. Enfin, les *credit spreads* qui garantissent contre paiement d'une prime, un différentiel de rendement entre un actif détenu et une obligation de référence émise par un État. Les applications possibles sont multiples mais le cadre réglementaire n'est pas encore défini.

L'analyse financière constitue pour l'instant le fondement de toute décision de crédit. Mais comment estimer un risque au-delà de trois ou quatre ans ? Comment estimer un risque pays sur l'Amérique latine à 10 ans ? Comment estimer la valeur ajoutée d'un réseau distributeur de prêts ?

Le concept est très simple : acheter un produit qui évoluera de façon symétrique à l'évolution de la qualité du crédit. Ainsi, toute provision sera compensée par l'appréciation du dérivé de crédit et dans le cas extrême d'un défaut, le montant touché viendra compenser la perte subie. Les implications sur la gestion des risques clients sont importantes : il sera toujours possible d'accorder un crédit à un client, l'accord dépendra seulement du prix auquel on pourra acheter une garantie et de la liquidité du marché. Une banque peut ainsi continuer de prêter à une contrepartie, même si ses engagements sont importants (il suffit d'inclure le coût de la ligne dans le prêt). La relation commerciale s'en trouve significativement améliorée car le temps de réponse pour l'obtention de la ligne est raccourci. De plus, grâce à ces instruments hors bilan, la banque peut gérer son exposition de façon très précise (et même alléger un risque client tout en continuant de lui prêter en achetant le même montant de *default swaps* que de prêts accordés !).

L'exemple simplifié ① illustre le principe de base des swaps : échanger un avantage comparatif entre deux contreparties. Une banque a une clientèle mais pas de lignes suffisantes, alors qu'une autre dispose de lignes inutilisées, mais ne trouve pas de papier à un prix avantageux, compte tenu de son coût de liquidité.

De plus, pour des raisons historiques (relations commerciales, présence sur un marché, etc.), les banques ont constitué des portefeuilles de prêts concentrés sur certains secteurs. Or la marge sur les prêts accordés à un client n'augmente pas avec l'encours, alors que l'exposition est croissante : le risque marginal n'est donc pas correctement rémunéré. Jusqu'à présent, la diversification était un des seuls moyens de réduire l'exposition et le risque de concentration.

## **L'impact des dérivés de crédit sur la gestion du risque pays**

Le risque pays représente le montant de l'exposition en cas de défaut d'un État souverain. Cette situation résulte en général de nationalisations, du gel des avoirs en devises, de la non-convertibilité, de la dégradation du *rating*, d'une cessation de paiements... Ces risques peuvent être couverts par des assurances (type Coface), mais

## 1 Un exemple d'application

Une entreprise (*E*) cherche à emprunter 100 millions de francs (MF) à sa banque (*A*) et peut payer Pibor + 25 points de base. Ce *spread* est jugé intéressant par la banque (qui se refinance à Pibor -10 points de base), mais sa ligne n'est pour l'instant disponible que pour 50 MF. Cependant, pour des raisons de stratégie commerciale, elle aimerait prendre la totalité du crédit. Elle peut chercher une autre banque (*B*) et lui donner la moitié de l'encours.

Mais *B* (qui a de la place sur ce risque) a un coût de financement de Pibor + 10 points et considère 15 points de marge comme trop faible.

La solution consiste pour *A* à effectuer un *default swap* sur *E*. *A* prête 100 MF à *E* au taux de Pibor + 25 points. Elle prend une garantie sur *E* auprès de la banque *B* et lui verse Pibor + 23 points sur 50 MF.

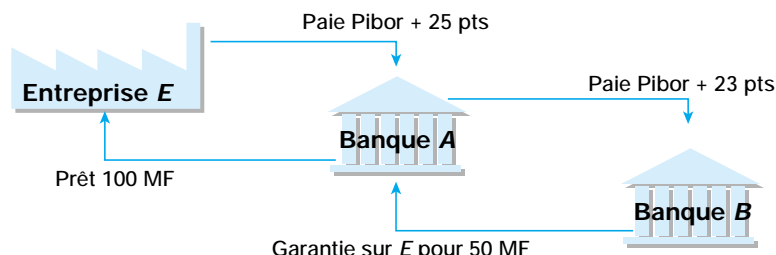
Suite à cette opération, le résultat se décompose de la manière suivante.

### La banque *A*

- dégage une marge de 35 points sur 50 MF et 2 points sur 50 MF ;
- a un risque entreprise pour 50 MF ;
- a un risque (contingent) sur la banque *B* si *E* fait défaut ;
- améliore sa relation clientèle en prenant la totalité du prêt ;
- a un ratio Cooke de 8 % sur 50 MF et de 1,6 % sur 50 MF ;
- assume le coût de liquidité sur 100 MF.

### La banque *B*

- dégage une marge de 23 pts sur 50 MF de notionnel ;
- a un risque de 50 MF sur le client *E* ;
- diversifie son portefeuille sur un nouveau client ;
- a un ratio Cooke de 8 % sur 50 MF ;
- n'a pas de coût de liquidité.



avec des modalités différentes de celles des dérivés de crédit.

La plupart des établissements bancaires ont des allocations de crédits par pays, puis par clients. Un crédit pourrait donc être refusé à une contrepartie de bonne qualité uniquement du fait que la ligne pays est déjà utilisée. La banque prend deux risques dont un sur lequel elle n'a aucune emprise. En revanche, en achetant un dérivé de crédits, la banque peut «isoler» la partie «pays» du risque d'un prêt. Si la ligne est utilisée, elle achète ainsi une garantie et en inclut le prix dans sa transaction.

Les avantages sont multiples :

- la banque poursuit la relation commerciale sans augmenter une exposition jugée sensible sur un pays ;
- la performance d'un crédit est plus aisément mesurable : quelle marge reste-t-il après déduction du coût induit par le risque pays ?
- dans le cas d'une vente de garantie (une exposition supplémentaire), la banque peut effectuer une véritable diversification régionale et prendre en portefeuille des risques pays sur lesquels elle n'a pas d'opération (du fait de l'absence de réseau ou du manque de technicité).

Il existe cependant de nombreux problèmes techniques liés à la mise en place de telles opérations, et notamment la gestion du risque de corrélation entre le risque attaché à un prêt

et celui de la garantie (les taux de recouvrement ne seront pas les mêmes). D'autre part, se pose la question de la propriété des lignes et de leur répartition entre les différents utilisateurs dans une banque. Enfin, une ligne de crédit a-t-elle un coût intrinsèque qui devrait être refacturé aux utilisateurs, comme c'est déjà le cas dans certains établissements anglo-saxons ? L'évaluation de ses coûts et leur couverture serait alors à la charge du contrôle central des engagements de la banque qui deviendrait ainsi un centre opérationnel de profit.

### **Difficultés juridiques et absence de réglementation**

Sur le plan juridique, se pose bien entendu le problème de la validité et de l'opposabilité des obligations souscrites par les parties dans le cadre d'opérations bilatérales de dérivés sur risque crédit.

La réponse à cette question en droit français suppose que soit établie au préalable la qualification juridique de ces opérations dans le ou les droits

concernés. Compte tenu de la diversité des formes et des modalités que peuvent revêtir ces opérations, leur qualification juridique est, notamment, étroitement dépendante des termes de leur formulation contractuelle. En pratique, une étude au cas par cas des confirmations relatives à ces opérations s'impose.

Ces opérations peuvent être structurées comme des swaps ou des options. Elles correspondent, en principe, à des contrats synallagmatiques et aléatoires, ce qui conduit à s'interroger en particulier sur leur possible assimilation en droit français, soit au contrat d'assurance (elles devraient alors nécessairement être conclues avec des sociétés d'assurance et respecter les dispositions impératives de la réglementation sur les assurances), soit à un pari (elles tomberaient alors sous le coup des dispositions de l'article 1965 du Code civil selon lesquelles : «*La loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari*»).

Il n'entre certes pas dans le champ de cet article d'étudier ces deux points. Néanmoins, s'agissant du

*Une ligne de crédit a-t-elle un coût intrinsèque qui devrait être refacturé aux utilisateurs comme c'est déjà le cas dans certains établissements anglo-saxons ?*

## Un marché en croissance exponentielle

Le marché des dérivés de crédit offre une solution efficace pour gérer activement le risque de contrepartie. Estimé à 10 milliards de dollars au début 1996, le marché des dérivés de crédit peut maintenant être évalué à 40 milliards de dollars, bien qu'aucune statistique officielle ne soit disponible. Les principales salles des marchés des banques anglo-saxonnes mettent en place d'importantes équipes à Londres et New York, sans oublier quelques banques japonaises ou d'Europe occidentale qui s'intéressent de très près au développement de ce marché. La liquidité du marché s'est améliorée depuis quelques mois et il n'est pas rare de trouver des *spreads bid/offer* à 15 ou 20 points sur des risques souverains régulièrement traités tels

que l'Indonésie, la Thaïlande, la Pologne, la Hongrie ou la Chine, pays sur lequel les garanties se traitent à un niveau de Libor + 40/50 points sur un an. Il est vrai que d'autres risques sont moins liquides comme la Russie où il n'y a souvent que des acheteurs de risques (par exemple au taux Libor + 600 points pour une garantie de cinq ans) qui ne trouvent pas de contreparties.

De manière générale, les risques souverains les plus traités sont les pays de l'Est, ceux du Sud-Est Asiatique ainsi que quelques outsiders comme l'Afrique du Sud, le Brésil ou le Mexique. Les maturités les plus fréquentes vont de six mois à trois ans, mais il existe des prix sur des maturités plus longues comme l'Indonésie à sept ans...

Autre catégorie de risque activement traitée, celle des banques et sociétés financières. Pour les activités de marchés des capitaux fortement consommatrices de lignes, les banques cherchent à gérer activement leurs autorisations de crédit. Malgré le développement des techniques de compensation entre banques, les lignes de crédits sont en effet souvent saturées. Les banques japonaises, qui ont vu leur *rating* régulièrement dégradé depuis deux ans, ainsi que certaines *investment banks* américaines, sont les garanties les plus prisées. Un *default swap* à cinq ans sur un établissement américain noté A1 ne coûte que 23 points de base ! Il existe néanmoins une limite naturelle au développement de ce segment de marché : le risque d'une contrepartie n'est que transféré sur

une autre contrepartie de meilleure qualité ; le montant total des lignes de crédit alloué ne varie pas, il est seulement optimisé.

Concernant les sociétés industrielles, la liquidité n'existe pour le moment que sur les plus grandes compagnies américaines : IBM, Time Warner, Ford Credit... Le marché des dérivés de crédit n'est en revanche qu'embryonnaire sur les sociétés européennes et a fortiori hexagonales (quelques prix sur Air France, Accor, Générale de eaux...). Ce qui n'était qu'un marché balbutiant il y a dix-huit mois est donc devenu une activité à part entière, dont les conséquences en matière de gestion des risques de contrepartie sont nombreuses.

premier, on relèvera que les caractéristiques de certaines opérations de dérivé sur risque crédit présentent des similitudes apparentes avec plusieurs des éléments essentiels du contrat d'assurance. Des arguments militent cependant en faveur de la distinction de ces deux types d'instruments mais, là encore, seule une étude au cas par cas de ces opérations permettra de rendre un avis circonstancié sur cette question.

### ***Pari, opérations de marché ou d'assurance***

En revanche, à l'instar d'autres opérations de marché à terme de gré à gré, certaines opérations de dérivé sur risque crédit sont susceptibles d'être requalifiées en pari. Ce risque devrait toutefois pouvoir être écarté sur le fondement de la loi de modernisation des activités financières. En effet, celle-ci précise que «...*nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent d'opérations à terme, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence*» (2).

Ces dispositions devraient s'appliquer aux opérations de dérivé sur risque crédit dès lors que celles-ci constituent bien des «instruments financiers à terme» au sens de l'article 3 de la loi précitée. Ce faisant, ces opérations pourraient être conclues sous l'égide de la convention cadre AFB relative aux opérations de marché à terme d'avril 1994 (éventuellement modifiée pour tenir compte des dispositions de la loi précitée). Elles bénéficieraient ainsi des dispositions de l'article 52 de cette loi relatives à la résiliation et à la compensation des dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers, sous réserve que l'une des parties au moins à la convention-cadre précitée, soit un prestataire de services d'investissement ou l'une des autres entités visées par cet article.

Au niveau européen enfin, une directive (3) inclut dans une de ses annexes la couverture de risque de défaut de paiement (*insolvency*) comme correspondant à l'exercice d'une activité d'assurance. Il appartient néanmoins à chaque pays de la communauté d'interpréter cette directive. La question est sensible et la réponse dépendra

souvent de la formulation de la transaction. Il faut également remarquer que toutes les opérations de dérivés de crédit ne sont pas des couvertures ; certaines constituent purement et simplement des prises de positions sur le marché du crédit. Cette analyse est compliquée par le caractère transfrontalier des transactions : une banque canadienne opérant à partir de Londres peut traiter une garantie portant sur une banque japonaise avec une banque allemande à New York...

Le fait que cette analyse ne puisse être conduite qu'au cas par cas démontre la nouveauté de ces produits qui ne peuvent immédiatement être rapprochés des produits dérivés existants.

### ***Un effort de normalisation***

Dans la pratique, la documentation largement utilisée par les intervenants repose jusqu'à présent sur le contrat cadre ISDA aménagé pour la circonstance. Chaque contrepartie proposait ensuite un modèle de confirmation. L'ISDA a maintenant élaboré un projet de modèle de confirmation qui standardise les notions

essentielles de la transaction et dont les termes seront finalisés avant fin 1996. Un des enjeux de cette standardisation est la détermination du prix servant de référence pour l'indemnisation de l'acheteur de la garantie. Souvent, l'actif de référence n'est pas coté et son évaluation nécessitera une appréciation objective des contractants, appuyée en cas de désaccord par des banques de référence préalablement choisies. Beaucoup de détails devront être finalisés avant de clore une transaction. Mais de nombreux utilisateurs finaux potentiels devraient néanmoins être rassurés par cet effort de normalisation.

### ***Les premières recommandations des régulateurs***

Par ailleurs, les régulateurs étudient depuis quelques mois les dérivés de crédit. L'un des premiers avis en date est celui du Fed du 12 août 1996. Le Fed prend acte du développement du marché et considère que le montant

de capital nécessaire pour les opérateurs américains pourra varier d'une transaction à l'autre. Tout dépend de l'importance et de la probabilité du transfert de risque d'une contrepartie à l'autre. Si la garantie couvre effectivement l'actif détenu (corrélation satisfaisante, durée équivalente...), le capital retenu sera le même qu'une garantie classique, c'est-à-dire 20 % si la garantie provient d'un établissement bancaire. A l'inverse, si la garantie ne couvre qu'imparfaitement l'actif détenu, le montant retenu sera de 100 % du nominal. Une fois cette question résolue, il faudra se rendre compte de l'effet de levier des dérivés de crédit sur le ratio Cooke. Un prêt accordé à une entreprise nécessite 8 % de capital, alors qu'un prêt à une banque OCDE n'en nécessite que 1,6 %. Dans le cas de l'achat à une banque d'une garantie sur une entreprise, le levier est considérable. Enfin, la SFA (Security and Future Association) en Angleterre a initié une réflexion commune avec la Banque d'Angleterre et les principaux intervenants. Cette dernière vient de rendre public ses pre-

mières recommandations, même si celles-ci sont provisoires en attendant le résultat des consultations en cours avec les intervenants les plus actifs de la place.

Les dérivés de crédits ne vont pas remplacer l'analyse financière, mais la compléter. Ils permettent la gestion des niveaux d'exposition et des marges, en bénéficiant d'une analyse plus fine de la performance d'un portefeuille de prêts ou d'*asset swaps*. Un crédit peut désormais être décomposé par catégorie de risque et chaque élément analysé en termes de rentabilité. Les établissements bancaires devront également prendre des décisions sur l'appropriation des lignes de crédit, leur répartition entre les différents utilisateurs et leur coût. Il y a dix ans, peu de banques pouvaient imaginer quel serait l'essor du marché des swaps de taux ; le marché des dérivés de crédit semble promis au même développement. ■

(1) Une description de ces produits a été faite par François Haas dans un article publié dans le numéro 568 de mars 1996 de *Banque*.

(2) Article 46 -I- de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996.

(3) Directive européenne n° 72/239/EEC.