

# *Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ?*

---

*Commission bancaire – Commission de contrôle des assurances* <sup>1</sup>

*Les dérivés de crédit sont des instruments qui permettent de transférer tout ou partie du risque de crédit. La croissance rapide de ces opérations de transfert de risques et la diversification des intervenants sur ce marché n'ont pas été altérées de manière significative par les chocs du second semestre de l'année 2001.*

*Néanmoins, les risques inhérents à ces produits doivent être intégrés dans la gestion courante des risques tant au sein des banques que des entreprises d'assurance et de réassurance, et en premier lieu dans leur système de contrôle interne.*

*Mais, si la première ligne de défense contre les risques associés à l'utilisation des dérivés de crédit demeure la robustesse et l'adaptation du système de gestion des risques des établissements, une seconde ligne a été dressée par les autorités de tutelle au travers de la fixation d'exigences prudentielles spécifiques à cette activité.*

*Cette double ligne de défense érigée face aux risques multiples générés par les activités sur dérivés de crédit doit encore être renforcée face à certaines évolutions et aléas observés sur ce marché, même s'il apparaît qu'il a relativement bien traversé certains événements récents comme celui du 11 septembre, la faillite d'Enron ou encore la crise argentine.*

*En tout état de cause, ces aléas incitent l'ensemble des acteurs, dans une optique permanente de renforcement de la stabilité financière, à améliorer et sécuriser l'utilisation de ces opérations dans l'ensemble des secteurs financiers, sur les plans tant national qu'international.*

<sup>1</sup> Cet article a été rédigé par Olivier PRATO du Secrétariat général de la Commission bancaire – Service des Affaires internationales à partir des conclusions d'un groupe de travail conjoint Commission bancaire – Commission de contrôle des assurances dédié aux dérivés de crédit et créé dans le cadre de la charte de coopération entre ces deux autorités.

---

# 1| Le marché des dérivés de crédit : instrument de gestion des intermédiaires financiers

Apparus aux États-Unis au début des années quatre-vingt-dix, les dérivés de crédit sont des instruments qui permettent de transférer, par un contrat passé entre deux contreparties, tout ou partie du risque de crédit portant sur un tiers encore appelé entité de référence. Une contrepartie peut ainsi vendre un risque de crédit portant sur une créance déterminée, dite créance sous-jacente, à une autre contrepartie qui, contre versement régulier d'intérêts ou d'une prime, lui effectuera un paiement si un événement de crédit survient sur cet actif sous-jacent. La définition des événements de crédit est essentielle dans une opération de dérivé de crédit puisque c'est la constatation de l'un d'eux qui constitue le fait générateur du paiement de la protection. Ils déterminent ainsi le spectre des risques contre lesquels l'acheteur de protection souhaite se couvrir. Les événements de crédit définis dans les contrats regroupent principalement les événements tels que la faillite (*bankruptcy*), le défaut de paiement (*failure to pay*) et la restructuration (*restructuring*) de l'entité de référence. Ils peuvent également comprendre tout autre événement contractuellement défini entre les parties telle, par exemple, une détérioration de la notation de l'entité de référence.

## 1|1 Un instrument qui offre de multiples possibilités dans la gestion financière

L'innovation majeure apportée par les dérivés de crédit réside en la possibilité, pour un intervenant sur ce marché, de vendre le risque de crédit portant sur une créance tout en conservant la propriété juridique de cette dernière, c'est-à-dire tout en continuant à l'inscrire à son bilan. À l'inverse, un intervenant peut acheter ce même risque sans avoir à supporter systématiquement le coût de financement et le risque de taux liés à l'acquisition ou la détention de la créance. Cette capacité à transférer de manière « synthétique » une créance, fondée sur la dissociation du risque de crédit et de la créance elle-même procure, tant à l'intervenant vendeur de risque, encore appelé acheteur de protection, qu'à celui acheteur de risque, encore appelé vendeur de protection, une plus grande souplesse dans la gestion du risque de crédit.

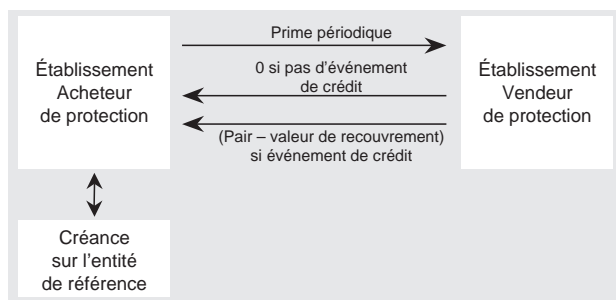
Les dérivés de crédit peuvent en effet être utilisés comme :

- des instruments de couverture, qui permettent à un établissement de réduire son risque sur une contrepartie, et sous certaines réserves ses exigences de fonds propres, sans altérer la relation commerciale existante avec cette contrepartie ;
- des instruments d'investissement, qui autorisent un intervenant à acheter un risque de contrepartie sans forcément le financer et sans nouer avec cette dernière de relation commerciale. Ils permettent par ailleurs de prendre une exposition de crédit sur une entité qui n'a pas nécessairement émis de dette dans le marché ou dont les caractéristiques de la dette (maturité, rang de subordination,...) ne correspondent pas à celles recherchées ;
- des instruments de négociation, qui visent à dégager à court terme une plus-value sur une évolution escomptée d'un risque de crédit.

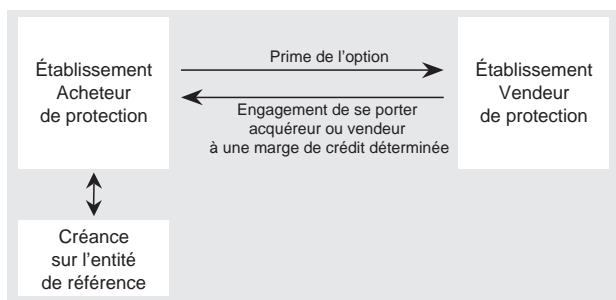
Ces instruments peuvent être classés principalement en deux grandes catégories : ceux présentant un aspect purement « synthétique » et ne donnant lieu, pour le vendeur de protection, à aucun coût de financement (*unfunded credit derivatives*) et ceux donnant lieu, pour ce même vendeur de protection, à l'achat d'un titre ou de créances (*funded credit derivatives*).

La première catégorie (*unfunded credit derivatives*) comprend quatre types d'instruments :

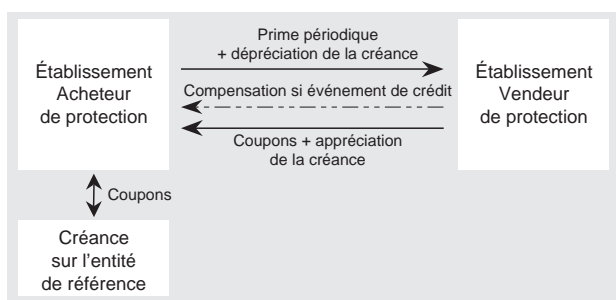
- les *swaps* sur défaillance ou *credit default swaps* (CDS), contrats par lesquels un établissement s'engage à l'égard de son co-contractant à verser une prime régulière contre l'engagement pris par ce dernier, en cas de survenance d'un événement de crédit sur un actif de référence, de le dédommager de la perte subie sur l'actif sous-jacent :



- les options sur écart de crédit ou *credit spread options* (CSO), contrats par lesquels un établissement s'engage à l'égard de son co-contractant à verser une prime régulière contre l'engagement pris par ce dernier d'acquiescer (*credit spread call*) ou de vendre (*credit spread put*), à un niveau déterminé (*strike*), un actif sous-jacent :

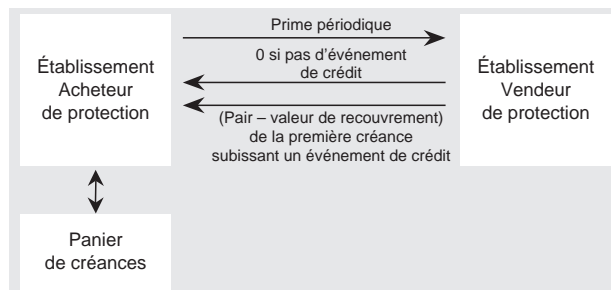


- les *swaps* sur le rendement total ou *total rate of return swaps* (TROR), contrats par lesquels deux contreparties s'échangent les flux représentant, pour l'établissement vendeur de risque, la rémunération de l'actif, majorée, le cas échéant, de son appréciation, contre, pour l'investisseur acheteur de risque, une prime périodique, majorée, le cas échéant, de la dépréciation de l'actif :



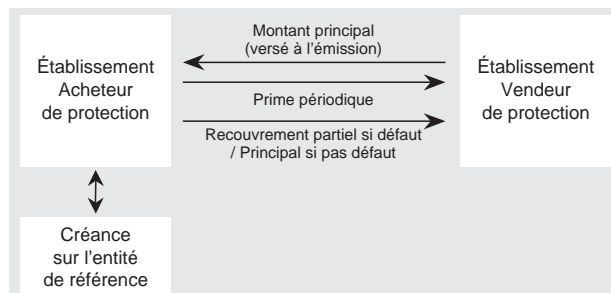
- les *swaps* sur première défaillance d'un panier de créances ou *first-to-default* (FTD), contrats par lesquels un établissement s'engage à l'égard de son co-contractant à verser une prime régulière

contre l'engagement pris par ce dernier, en cas de première survenance d'un événement de crédit sur l'un des actifs d'un panier de référence, de le dédommager de la perte subie sur cet actif :



La seconde catégorie (*funded credit derivatives*) comprend principalement un type d'instruments :

- les titres indexés sur un risque de crédit ou *credit linked notes* (CLN), titres « indexés » sur une créance, émis par l'établissement acheteur de protection et auxquels sont attachées des options sur le risque de défaut de ladite créance. L'établissement vendeur de protection s'engage, contre paiement d'un montant d'intérêts rémunérant le caractère « composite » du titre, à n'être remboursé, en cas d'événement de crédit sur l'actif sous-jacent au titre, qu'à la valeur de marché du titre après cet événement :



Le dédommagement par le vendeur de protection de la perte subie par l'acheteur de protection peut être effectué selon deux modes : soit par un règlement physique ou *physical settlement*, qui consiste pour l'acheteur de protection à céder au vendeur de protection au pair la créance en défaut, soit par un règlement en espèces ou *cash settlement*, qui consiste pour le vendeur de protection à verser à l'acheteur de protection la différence entre la valeur de marché de la créance en défaut et son montant au pair.

Depuis la fin des années quatre-vingt-dix, ces instruments ont été par ailleurs utilisés de façon croissante par les banques dans le cadre de leurs opérations de titrisation comme outil de gestion de bilan. La titrisation de crédits utilise en effet de plus en plus des structures dites « synthétiques », c'est-à-dire basées sur les dérivés de crédit. Cette combinaison permet de gérer des portefeuilles de crédit de taille significative et de faire mieux jouer les effets de diversification. En quelques années, ces structures sont devenues pour les banques un outil important, et standard pour plusieurs d'entre-elles, de gestion du risque de crédit.

Contrairement aux opérations de titrisation *cash* — où un véhicule *ad hoc* achète les actifs cédés par une banque grâce à une émission de titres et rembourse ces derniers grâce aux flux de principal et d'intérêts dégagés par lesdits actifs —, les opérations de titrisation dites « synthétiques » permettent à une banque de conserver juridiquement la propriété d'un portefeuille de créances tout en transférant le risque de crédit à un certain nombre de parties tierces par le biais de dérivés de crédit. Cette structure, désormais classique et qualifiée de *collateralised debt obligation* (CDO) synthétique, permet à une banque de ne pas céder un portefeuille de créances mais d'acheter une protection sur ce dernier en concluant :

- un dérivé de crédit de rang senior <sup>1</sup>, généralement avec une contrepartie bancaire et couvrant le portefeuille à hauteur d'environ 90 % ;
- un dérivé de crédit de rang junior <sup>2</sup>, généralement avec un véhicule *ad hoc* et couvrant le portefeuille à hauteur d'environ 10 %. Le véhicule, d'une part, émet plusieurs tranches de titres représentatives du risque pris auprès de la banque et se définissant chacune par un niveau de subordination et une taille et, d'autre part, collatéralise son engagement vis-à-vis de la banque avec des titres d'État.

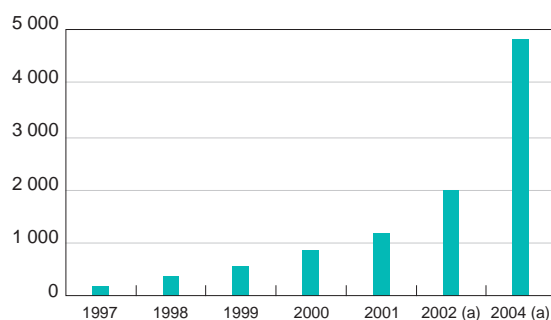
Les CDO synthétiques sont qualifiés de CBO (*collateralised bonds obligations*) lorsque le portefeuille de créances est constitué de titres obligataires et de CLO (*collateralised loans obligations*) lorsque celui-ci est constitué de prêts.

## 1|2 Un marché en forte croissance dont les acteurs se diversifient

Le marché des dérivés de crédit est en forte croissance, leur encours notionnel étant passé de 180 milliards en 1997 à 1 189 milliards à fin 2001 et devant atteindre 4 799 milliards en 2004 <sup>3</sup>.

### Encours notionnel des dérivés de crédit

(en milliards d'euros)



(a) Chiffres estimés

Si les banques dominantes sur ce marché sont les établissements américains spécialisés dans les instruments dérivés — avec en tête JP Morgan (278 milliards en 2001), suivi d'assez loin par Citigroup (86 milliards en 2001) —, c'est Londres qui constitue la principale place financière où se traitent ces instruments, celle-ci localisant la moitié des encours <sup>4</sup>. Par ailleurs, ce sont les banques européennes qui se trouvent à l'origine de la plupart des CDO réalisés.

Malgré une perte de vitesse considérable depuis 1997, l'instrument dérivé de crédit le plus traité demeure le *single credit default swap* qui représente 45 % des transactions réalisées <sup>5</sup>. Néanmoins, l'une des tendances observables sur le marché est l'essor considérable pris par les CLO, reflétant, d'une part, une structuration plus complexe des opérations par les équipes d'ingénierie financière des établissements, et d'autre part, une frontière de moins en moins précise entre opérations de titrisation et de dérivés de crédit.

<sup>1</sup> Ce rang senior implique que le vendeur de protection ne supportera que les pertes survenues sur le portefeuille au-delà d'un pourcentage déterminé.

<sup>2</sup> Ce rang junior implique que le vendeur de protection supportera les premières pertes survenues sur le portefeuille jusqu'à un pourcentage déterminé.

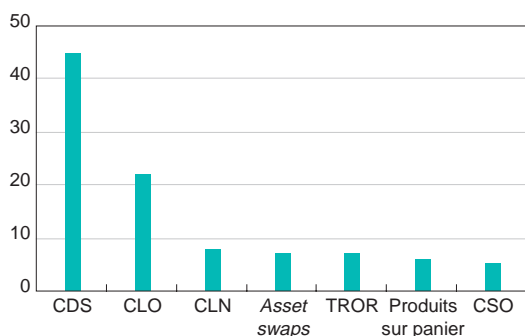
<sup>3</sup> Hors asset swaps – Source : British Bankers' Association, BBA, Credit Derivative Report 2001-2002

<sup>4</sup> Source : British Bankers' Association, BBA, Credit Derivative Report 2001-2002

<sup>5</sup> Source : British Bankers' Association, BBA, Credit Derivative Report 2001-2002

## Utilisation des dérivés de crédit à fin 2001

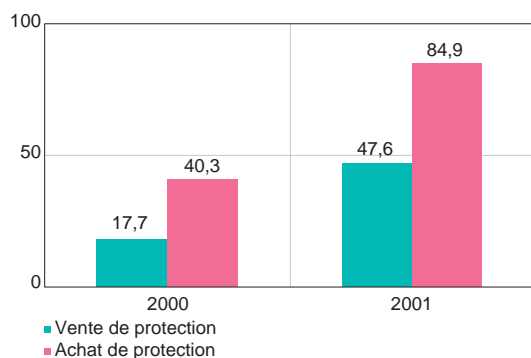
(en %)



Les créances faisant l'objet d'une couverture sous la forme de dérivés de crédit sont, pour près de 60 %, des créances sur des entreprises. Les deux-tiers d'entre-elles bénéficient d'une notation au moins égale à *investment grade* (BBB-). Les 40 % restant comprennent à part égale des créances souveraines et des créances bancaires. Enfin, 41 % des transactions effectuées présentent une maturité comprise entre un et cinq ans.

## Encours notionnel des dérivés de crédit conclus par les banques françaises

(en milliards d'euros)



Les banques françaises ont participé à ce mouvement de croissance générale du marché des dérivés de crédit. Celles-ci sont tenues de remettre au Secrétariat général de la Commission bancaire, à chaque date d'arrêté semestriel, l'état consolidé de leurs encours ventilés par type de produit (CDS, TROR, CLN, autres) et par nature de risque (acheteur ou vendeur de protection) ainsi que le portefeuille de comptabilisation des instruments utilisés (portefeuille bancaire ou portefeuille de négociation). L'analyse de ces états indique que l'encours notionnel des dérivés de crédit conclus

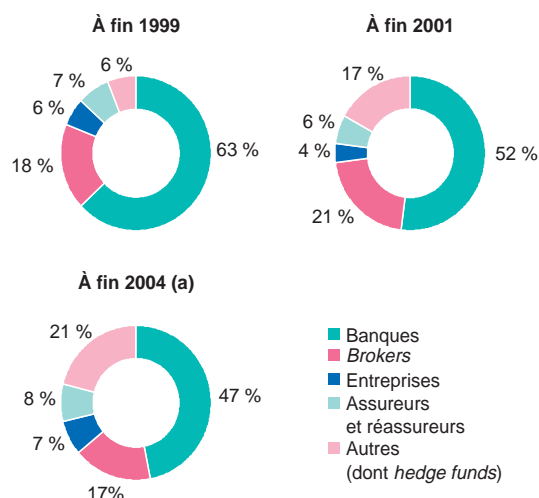
par les six établissements les plus actifs sur ce marché a progressé tant à l'achat de protection (+ 111 %) qu'à la vente de protection (+ 169 %).

Par ailleurs, il apparaît que les banques françaises demeurent principalement acheteuses de protection et utilisent, à cette fin, essentiellement des *credit default swaps* (68 % des encours).

Les banques françaises utilisent les instruments dérivés de crédit classiquement à la fois comme des instruments de négociation et comme des instruments de couverture du portefeuille bancaire. En matière d'activité de négociation, seuls deux établissements apparaissent comme des acteurs significatifs sur le marché, les autres poursuivant leurs efforts pour accroître leur capacité d'intervention. La stratégie développée vise à privilégier plutôt les produits structurés à valeur ajoutée et à marge élevée. En matière d'activité de couverture du portefeuille bancaire, les dérivés de crédit apparaissent de plus en plus utilisés dans le cadre d'opérations de titrisation synthétique, principalement au travers de CLO, certaines banques françaises ayant développé en la matière une activité assez précoce voire pionnière.

Les établissements de crédit demeurent les acteurs prédominants sur le marché des dérivés de crédit. Néanmoins, leur « part de marché » diminue au profit principalement des compagnies d'assurance et de réassurance. Celles-ci représentent désormais plus d'un vendeur de protection sur trois <sup>6</sup>.

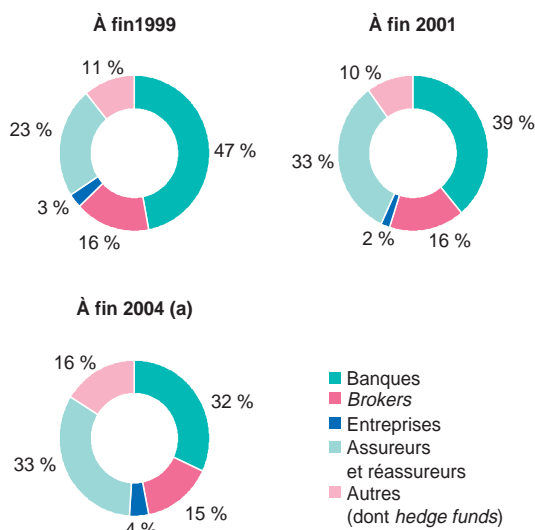
## Acheteurs de protection à fin 1999, 2001 et 2004



(a) Chiffres estimés

<sup>6</sup> Source : British Bankers' Association, BBA, Crédit Dérivée Report 2001-2002

## Vendeurs de protection à fin 1999, 2001 et 2004



(a) Chiffres estimés

Le rôle accru des entreprises d'assurance et de réassurance sur le marché des dérivés de crédit s'explique par l'entrée sur ce dernier, d'une part, de compagnies ayant, de longue date, développé une compétence spécifique en matière de gestion du risque de crédit (assureurs crédit, *monolines*,...), et d'autre part,

plus récemment d'entreprises non spécialisées (*multilines*) pour lesquelles cette activité ne représente qu'une partie des activités de couverture des risques. Cette participation de plus en plus active des assureurs et réassureurs est particulièrement observable sur le marché des opérations portant sur des paniers de signatures, en premier lieu les CDO, où ils souscrivent tant les niveaux de risques les plus élevés (cas des *multilines*) que les tranches les plus seniors (cas des *monolines*). De fait, les entreprises d'assurance et de réassurance constituent désormais un ensemble de contreparties considérable des opérations de transfert de risques initiées par les banques au travers de dérivés de crédit et d'opérations de titrisation synthétique.

Dans le secteur français de l'assurance, l'utilisation des dérivés de crédit s'apprécie en premier lieu au travers des enquêtes sur place conduites par la Commission de contrôle des assurances. Il ressort de ces enquêtes qu'un acteur principal opère de manière significative sur ce marché global. À l'instar des banques françaises les plus actives dans ce domaine, l'intérêt de cet acteur se porte de plus en plus sur les produits structurés tels les CDO. Outre les commissions importantes susceptibles d'être perçues sur ce type de produits, ces derniers constituent pour les gestionnaires d'actifs un vecteur de communication important, témoin auprès de leur clientèle de leur expertise en matière de structuration.

## 2| Vers une intégration des risques dans le contrôle interne des intermédiaires financiers

Face à la croissance exponentielle du marché des dérivés de crédit et à la multiplication des intervenants sur ce dernier, les risques inhérents à ces produits se doivent d'être intégrés dans la gestion courante des risques tant au sein des banques que des entreprises d'assurance et de réassurance, et en premier lieu dans leur système de contrôle interne.

En France, la question du contrôle interne est couverte dans le secteur bancaire par le règlement n° 97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière. Toutefois, ce texte de portée générale ne traite pas spécifiquement des problèmes et des risques plus particulièrement soulevés par les dérivés de crédit. Ceux-ci sont de plusieurs natures.

Les dérivés de crédit posent tout d'abord un risque de modèle, dû notamment au fait que l'absence de cotations de marchés pour un certain nombre d'instruments conduit les banques à se tourner le plus souvent vers des modèles de valorisation

développés en interne. Si les instruments standards et portant sur de grandes signatures font généralement l'objet de cotations régulières de marché permettant de s'assurer, peu ou prou, de la pertinence de l'outil de valorisation utilisé, les produits complexes font plutôt l'objet, en raison de leur liquidité souvent faible, d'une valorisation reposant sur le modèle utilisé et sur la valeur des paramètres « exotiques » introduite (volatilités implicites des écarts de cours ou *spreads*, corrélations des taux de défaillance des différents actifs de référence,...). Dès lors, un risque non négligeable d'inadéquation de l'outil de valorisation utilisé existe et se conjugue avec celui d'une qualité insuffisante des données d'entrée.

En second lieu, si les opérations d'achat de protection sous la forme d'instruments dérivés de crédit permettent, sous certaines conditions, de réduire les exigences de fonds propres d'un établissement, ils génèrent un risque de contrepartie sur les vendeurs de protection. Ce risque de

---

contrepartie appelle une gestion et un suivi particulier compte tenu des spécificités liées aux caractéristiques des transactions (asymétries des expositions au risque à l'égard de l'acheteur ou du vendeur de protection, prise en compte de la corrélation existante entre la défaillance éventuelle de l'entité de référence et de celle du vendeur de protection,...).

Par ailleurs, sur le plan des risques de marché et concernant l'activité de négociation ou *trading* sur dérivés de crédit, le risque principal, outre le risque général de taux et le risque de change, demeure le risque spécifique portant sur l'entité de référence. À cet égard, deux problèmes se posent : d'une part, celui d'une méthode de mesure appropriée de ce risque, en particulier pour les produits complexes sur panier d'actifs, d'autre part, celui d'un processus adéquat de compensation du risque spécifique issu de positions de sens contraire sur le même actif sous-jacent.

Enfin, les dérivés de crédit sont soumis à des risques opérationnels, d'autant plus importants que ce marché affiche une relative jeunesse et demeure un marché de gré à gré caractérisé par une grande diversité des clauses contractuelles applicables aux contrats.

En premier lieu, les risques juridiques sont nombreux. À cet égard, il convient de rappeler que certaines interrogations subsistent quant au régime juridique des instruments dérivés de crédit, comme en témoignent les réflexions menées par un groupe de travail regroupant le Trésor, la Commission des opérations de bourse, la Commission de contrôle des assurances et la Commission bancaire, en charge d'analyser l'utilisation de ces produits par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. De surcroît, si les définitions des termes et expressions utilisées dans les contrats ont été précisées par l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) à partir de 1999 et ont indéniablement permis d'assurer un certain degré de standardisation sur le marché, des marges d'interprétation subsistent sur les clauses contractuelles.

Ainsi, la clause de restructuration, telle que définie par l'ISDA en 1999, a largement montré ses limites à l'occasion du rééchelonnement en septembre 2000 aux États-Unis des 2,8 milliards de dollars de concours bancaires octroyés à une entreprise et du déclenchement, par les acheteurs de protection sur cette signature, du paiement des indemnités.

D'une part, s'il est vrai que la situation financière de cette entreprise s'était dégradée et que le remboursement du principal de ses concours a été reporté, aucun impact financier négatif n'était avéré pour les établissements prêteurs (compensation du report par une hausse des intérêts versés par la société, octroi d'une nouvelle contre-garantie par une entreprise, ...). Ainsi, ce rééchelonnement a pu être qualifié d'événement de crédit selon la définition de l'ISDA mais pas de créance sinistrée selon la pratique des agences en matière d'évaluation des taux de défaut et de pertes. D'autre part, les acheteurs de protection ont pu optimiser leur indemnisation en livrant aux vendeurs de protection des titres de la société ayant une valeur de marché bien moindre que celle des créances couvertes et pour lesquelles l'indemnisation a été perçue.

En effet, en l'espèce, comme dans la grande majorité des contrats référencés sur un émetteur unique, le mode de règlement est la livraison physique non pas des actifs couverts mais des actifs de référence ou d'autres actifs (obligations et/ou créances) d'un rang de subordination au moins égal à celui des actifs de référence. Or, si ce mode de règlement ne semble pas avoir d'impact particulier en cas de défaillance ou de défaut de paiement — les valeurs des titres émis par l'entité défaillante et de ceux présentant un même rang de subordination ayant tendance à converger —, il offre aux acheteurs de protection dans le cas d'une restructuration l'option de livrer l'obligation la moins chère aux vendeurs de protection ; or la valeur de marché des concours rééchelonnés peut être très supérieure à celle des titres à long terme du même émetteur<sup>7</sup>.

Cette mise en œuvre « abusive » des protections au moyen de la clause de restructuration, exacerbée par les différences de prix constatées sur le marché secondaire de la dette d'un même émetteur, s'est immédiatement traduite par l'émergence d'une nouvelle segmentation du marché des dérivés de crédit : d'une part, ceux dont les contrats n'incluent plus la clause de restructuration (essentiellement sur le marché américain), d'autre part, ceux qui l'incluent et qui font alors l'objet d'une tarification de 10 % à 15 % supérieure aux premiers pour une nature identique d'actifs couverts. Cet épisode a poussé l'ISDA le 11 mai 2001 à réformer sa définition initiale de la restructuration et à mieux encadrer les modalités de mise en œuvre des protections déclenchées pour cette raison. Plus généralement, le risque juridique associé aux dérivés de crédit est d'autant plus important que

<sup>7</sup> Des écarts de 40 % ont ainsi pu être enregistrés entre la valeur de marché des concours rééchelonnés sur une société et celle de ses obligations de maturité 30 ans qu'ont alors choisis de livrer les acheteurs de protection.

---

les contrats peuvent être conclus avec des contreparties opérant dans un environnement juridique incertain et/ou soumises à un droit local moins connu en cas de contentieux. Ainsi, la direction juridique des établissements est souvent sollicitée pour apprécier le degré de sécurité des transactions, notamment celles présentant un caractère complexe.

En second lieu, les diligences administratives concernant la mise en place d'une activité de dérivés de crédit et son suivi requièrent une grande rigueur, beaucoup de vigilance ainsi qu'une forte réactivité de la part des établissements en cas de survenance d'un événement de crédit affectant les actifs de référence. Le traitement de ces opérations doit donc faire l'objet d'une attention toute particulière et relever d'un niveau décisionnel approprié, notamment au niveau des départements post-marché qui ont à gérer ces produits encore récents et non encore entièrement standardisés. L'importance de ces diligences a été rappelée en 2001 suite à un litige médiatisé entre deux des plus gros intervenants sur le marché des dérivés de crédit, consécutif à une erreur commise par un opérateur dans la confirmation d'une transaction.

La nécessité d'adapter les procédures et plus généralement le système de contrôle interne et de gestion à ce risque multiforme généré par les dérivés de crédit se retrouve avec d'autant plus d'acuité au

niveau des entreprises d'assurance et de réassurance, des fonds de gestion alternative et des autres acteurs entrant sur ce marché. En effet, il apparaît essentiel que l'utilisation des dérivés de crédit soit entourée d'un certain nombre de précautions afin d'éviter qu'elle ne conduise à une dispersion hasardeuse des risques hors de la sphère bancaire auprès d'intervenants peu ou mal outillés pour les suivre et les maîtriser et susceptibles de recourir aux tribunaux pour chercher à s'exonérer des risques qu'ils ne souhaitent plus assumer.

En France, ce souci se retrouve dans les limites posées par la Commission de contrôle des assurances à l'utilisation de produits dérivés de crédit par les entreprises d'assurance. D'une part, cette utilisation, à l'instar de celle de tout instrument dérivé, doit s'inscrire dans le cadre d'un contrôle interne défini par voie réglementaire et transposant les recommandations existant en la matière au niveau international. D'autre part, cette utilisation n'est admise que sous réserve que l'entreprise d'assurance ait la possibilité de détenir, et par définition identifier, les actifs de référence sur lesquels portent les opérations et pour lesquels l'entreprise dispose donc d'une réelle expérience au niveau de la gestion des risques. Toute demande d'aménagement par un établissement de ce cadre limitatif nécessiterait l'obtention préalable d'une dérogation expresse de la Commission de contrôle des assurances.

### 3| Les exigences prudentielles spécifiques aux dérivés de crédit constituent une ligne de défense

Si la première ligne de défense contre les risques associés à l'utilisation des dérivés de crédit demeure la robustesse et l'adaptation du système de gestion des risques des établissements, une seconde ligne a été dressée par les autorités de tutelle au travers de la fixation d'exigences prudentielles spécifiques à cette activité.

Nombreuses sont les autorités de contrôle bancaires des pays du G 10 à avoir défini, soit dans leur réglementation, soit au moyen d'un traitement intérimaire, des dispositions prudentielles relatives aux instruments dérivés de crédit. Si l'analyse des risques générés par les dérivés de crédit, tant au niveau d'un établissement qu'à un niveau systémique, fait l'objet d'un large consensus, la classification de ces instruments en portefeuille bancaire (*banking book*) ou en portefeuille de négociation (*trading book*) fait l'objet de différences

nationales. Cette classification est déterminante dans la mesure où la comptabilisation en portefeuille bancaire d'un dérivé de crédit peut générer une charge en capital réglementaire sensiblement plus élevée que la comptabilisation de ce même dérivé en portefeuille de négociation.

Pour sa part, la Commission bancaire a défini dès le mois de juin 1997, et bien sûr mis à jour régulièrement depuis, le cadre prudentiel français applicable aux instruments dérivés de crédit. L'application des dispositions y figurant est par ailleurs assurée par la mise en place d'un suivi étroit des transactions réalisées par les banques françaises. Dans un premier document de discussion et d'études, puis dans son *Bulletin* du mois d'avril 1998, la Commission bancaire a posé des exigences prudentielles rigoureuses quant à l'utilisation et au traitement des dérivés de crédit. Ce traitement,



---

actualisé chaque année dans une notice publique relative aux modalités de calcul du ratio international de solvabilité, varie selon que les instruments dérivés de crédit sont comptabilisés dans le portefeuille bancaire ou dans le portefeuille de négociation des établissements.

La Commission bancaire a défini des critères d'inclusion dans le portefeuille de négociation des instruments dérivés de crédit allant au-delà de la simple intention de négociation et de la valorisation quotidienne au prix de marché des opérations, réaffirmant par là même le principe de prudence avec lequel ces dernières devaient être traitées. En effet, les banques françaises ne sont autorisées à enregistrer leurs opérations de dérivés de crédit en portefeuille de négociation que sous réserve du respect de deux types de critères : d'une part, des critères liés à l'instrument dérivé lui-même, celui-ci devant faire l'objet à la fois d'une intention de négociation et d'une négociabilité avérée, d'autre part, des critères liés à l'établissement, celui-ci devant pouvoir justifier des moyens et d'une expérience suffisants sur le marché des dérivés de crédit ainsi que de systèmes et de contrôles adéquats à cette activité.

Dans le portefeuille bancaire, le traitement retenu est largement calqué sur celui applicable aux garanties. Ainsi, le vendeur de protection, qui assume le risque de crédit portant sur l'entité de référence, doit enregistrer ce risque comme un risque direct sur celle-ci. L'acheteur de protection, dans une optique de couverture, peut, quant à lui, bénéficier d'une diminution des exigences en fonds propres afférentes aux actifs faisant l'objet de la couverture sous réserve du respect de deux séries de conditions : d'une part, la protection doit être apportée par un établissement de crédit, une entreprise d'investissement agréée en France et habilitée à le faire dans les conditions définies par le Comité de la réglementation bancaire et financière, ou une entreprise d'investissement dont le siège social est établi dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, dans les conditions prévues pour l'exercice de son activité en France ; d'autre part, cette protection doit être inconditionnelle et non susceptible d'être remise en cause selon les termes du contrat ou de la convention-cadre régissant la transaction, opposable aux tiers de façon certaine, et, enfin, les faits générateurs de l'obligation d'exécution de la protection doivent être assez larges, couvrant au minimum les trois événements de crédit que sont la défaillance ou *bankruptcy*, le défaut de paiement ou *failure to pay* et la restructuration ou *restructuring* suivant les définitions généralement admises et reconnues par le marché. Dès lors que

l'ensemble de ces conditions est rempli, l'acheteur de protection enregistre un risque de contrepartie sur le vendeur de protection et non plus sur l'émetteur de l'actif sous-jacent. Lorsque le risque portant sur l'élément couvert est pondéré à 0 % ou que la protection prend la forme d'une CLN donnant lieu à un paiement préalable en espèces par le souscripteur, l'acheteur de protection est exonéré de l'enregistrement de ce risque.

Lorsque la protection s'avère imparfaite et entraîne pour l'acheteur de protection soit un risque à terme ou *maturity mismatch* (maturité de l'instrument couvert supérieure à celle de la protection), soit un risque de base ou *asset mismatch* (actif sous-jacent et actif de référence de nature différente) ou encore un risque de change ou *currency mismatch* (instrument couvert libellé dans une devise différente de celle de l'instrument de couverture), la diminution des exigences en fonds propres afférentes aux actifs faisant l'objet de la couverture est réduite en conséquence.

En matière d'opérations de titrisation synthétiques utilisant des dérivés de crédit, le Secrétariat général de la Commission bancaire a également adopté un traitement prudent imposant aux établissements, qu'ils soient à l'origine des transactions ou investisseurs tiers, de déduire de leurs fonds propres les tranches de premières pertes souscrites ainsi que leur participation à tout mécanisme de rehaussement de crédit destiné à couvrir les premières pertes d'un portefeuille de créances.

Dans le portefeuille de négociation, le vendeur de protection est soumis à des exigences de fonds propres issues des risques général et spécifique de marché portant sur les actifs sous-jacents ainsi que du risque de contrepartie portant sur l'instrument de couverture conclu avec l'acheteur de protection. Les exigences de fonds propres au titre des risques général et spécifique sont ainsi calculées conformément au règlement n°95-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché. Celles relatives au risque de contrepartie sont calculées en ajoutant à la valeur de marché de l'instrument dérivé de crédit un montant estimé du risque potentiel lié à ce dernier et déterminé, comme pour les produits dérivés classiques, au moyen de coefficients de majoration ou *add-ons*.

Le cas de l'acheteur de protection soulève des questions plus délicates, liées à la recherche d'une compensation entre des positions de sens opposé mais présentant des écarts de maturité ou des différences de nature

entre l'instrument dérivé de crédit et l'actif sous-jacent. Or, en la matière, non seulement les textes internationaux sont très restrictifs, mais encore la logique qui consiste, dans un portefeuille de négociation, à appréhender le risque de variation de prix lié au titre impose la plus grande rigueur dans la reconnaissance de compensations, même partielles. Telles sont les raisons pour lesquelles, à la différence du portefeuille bancaire, aucune possibilité n'est, à cette étape, ouverte pour les compensations au sein du portefeuille de négociation, en dehors des cas d'adossements parfaits de la couverture et de l'instrument couvert (stricte identité de l'actif sous-jacent et du sous-jacent de référence ainsi que des maturités du dérivé de crédit et de l'actif sous-jacent). Cependant, la réflexion se poursuit au plan international dans le sens de la reconnaissance d'une compensation partielle. À titre intérimaire, l'exigence en fonds propres au titre du risque spécifique se rapportant à une position, d'actif ou de passif, et sa couverture de maturité différente sera limitée à l'exigence au titre du risque spécifique sur la plus longue des positions, d'actif ou de passif. Enfin, tant

pour l'acheteur que le vendeur de protection, les instruments classés en portefeuille de négociation et faisant l'objet d'une valorisation au prix de marché ou par référence à un modèle doivent faire l'objet d'une réfaction des produits perçus ou de provisions par la banque afin de prendre en compte le risque de liquidité et le risque de modèle associés à ces derniers.

Pour les entreprises d'assurance françaises, selon le nouveau dispositif réglementaire, si un produit dérivé de crédit n'engendre pas de façon directe une telle exigence en fonds propres réglementaires, les variations de valeur de ce dernier sont pleinement prises en compte dans l'évaluation de la marge de solvabilité de ces entreprises par la Commission de contrôle des assurances. De surcroît, les sommes dépensées pour l'acquisition d'une protection ne sont admises en représentation des engagements réglementés de ces entreprises que pour des montants limités. Enfin, la Commission de contrôle des assurances prend en compte le transfert des risques opérés au moyen de dérivés de crédit pour apprécier le respect des règles de dispersion des placements détenus par l'assureur.

### **Fonds propres réglementaires et opération de transfert de risque**

*Une banque X possède une obligation à 10 ans, de valeur nominale 1 000, émise par une entreprise et notée BBB. Elle achète une protection à une banque Y sous la forme d'un credit default swap dont l'actif de référence est cette obligation. La valeur de marché du credit default swap s'élève à 75 et l'adossement entre ce dernier et l'obligation est supposé parfait. La banque Y enregistre le credit default swap en portefeuille de négociation et se retourne auprès d'une entreprise d'assurance ou de réassurance.*

*L'exigence en fonds propres s'élève pour la banque X, qui classe le credit default swap en portefeuille bancaire, à  $[1\ 000 \times 20\ \% \times 8\ \%] = 16$  (contre  $1\ 000 \times 100\ \% \times 8\ \% = 80$  avant la conclusion du credit default swap) <sup>1</sup>.*

*Pour la banque Y qui classe le credit default swap en portefeuille de négociation et se retourne auprès d'une entreprise d'assurance ou de réassurance, l'exigence en fonds propres s'élève à  $[(75 + (1\ 000 \times 1,5\ \%)) \times 50\ \% \times 8\ \%] = 3,60$ , correspondant au risque de contrepartie assumé par la banque Y sur l'entreprise d'assurance ou de réassurance <sup>2</sup>.*

*Au niveau du système bancaire, ce transfert de risque conduit à une division par plus de quatre des exigences en fonds propres (celles-ci passant de 80 à 19.6).*

<sup>1</sup> La pondération applicable à la banque Y (20 %) se substitue à celle de l'émetteur de l'obligation (100 %).

<sup>2</sup> La banque Y n'enregistre pas de risque spécifique compte tenu de la stricte identité de sa position acheteuse (vis-à-vis de la banque X) et de sa position vendeuse (vis-à-vis de l'entreprise d'assurance ou de réassurance). Pour le calcul de l'exigence au titre du risque de contrepartie, le coefficient de majoration réglementaire ou add-on utilisé est celui applicable aux contrats de taux d'intérêt d'une durée résiduelle de plus de cinq ans (1,5 %) et la pondération applicable à la contrepartie (100 % dans le cas d'une entreprise d'assurance ou de réassurance) est plafonnée, comme dans toutes les opérations de hors-bilan sous forme d'instruments dérivés, à 50 %.

---

Certaines opérations de dérivés de crédit, conclues avant l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation, ont fait l'objet d'un traitement prudentiel calqué sur celui des contrats d'assurance. Ainsi, le montant des primes perçues vient s'ajouter à l'assiette de calcul du minimum de marge de solvabilité et surtout, les règles de provisionnement imposent la constitution d'une provision technique destinée à couvrir les paiements futurs, nets des primes à recevoir, jusqu'au terme du contrat, et sous des hypothèses prudentes. L'insuffisance de tarif peut en pratique conduire à comptabiliser immédiatement une perte (constitution de la provision technique) s'imputant immédiatement sur les capitaux propres.

Un décret a réglementé de manière plus générale l'utilisation par les entreprises d'assurance des produits dérivés, parmi lesquels les dérivés de

crédit. Sauf dérogation particulière accordée par la Commission de contrôle des assurances, les produits dérivés ne peuvent être utilisés qu'en couverture ou en anticipation de recettes qui seront investies dans de tels actifs.

Pour une même et unique opération de dérivé de crédit, la différence entre le niveau des exigences en fonds propres portant sur une banque et celui portant sur une entreprise d'assurance ou de réassurance apparaît, compte tenu de ces différences d'approche prudentielle, difficilement quantifiable. Les tentatives réalisées en la matière, sur la base d'hypothèses de travail en général assez fortes, permettent néanmoins de dégager une tendance : la réglementation bancaire exige davantage de fonds propres pour les dérivés de crédit bien notés alors que la réglementation relative aux assurances s'avère plus pénalisante pour les dérivés de crédit mal notés.

## 4| Les systèmes internes de gestion des risques et les exigences prudentielles doivent encore être renforcés

La double ligne de défense érigée face aux risques multiples générés par les activités sur dérivés de crédit — robustesse des systèmes internes de gestion des risques, rigueur des exigences prudentielles — doit néanmoins être renforcée face à certaines évolutions et aléas observés sur ce marché.

En premier lieu, ces dernières années ont été marquées par la croissance d'opérations visant à tirer parti des différences de traitement prudentiel des dérivés de crédit dans le secteur des assurances et dans celui des banques et/ou dans les différentes juridictions où ces instruments sont traités. Rencontrées à l'occasion de missions de contrôle sur place ainsi que lors d'examens *ex-ante* d'opérations de transfert de risques, ces opérations, souvent inscrites dans le cadre de montages complexes, ont consisté pour l'essentiel à intermédiaire une banque entre un établissement de crédit désireux d'acheter une protection et une compagnie d'assurance ou de réassurance désireuse de lui fournir cette protection. Dans ce cas, la banque intermédiaire apporte juridiquement sa garantie sous la forme d'un dérivé de crédit mais se couvre aussitôt elle-même auprès d'une compagnie d'assurance ou de réassurance. La présence de la banque intermédiaire permet à la banque acheteuse de protection de bénéficier d'une réduction de ses

exigences en fonds propres réglementaires car l'exposition sur un garant bancaire bénéficie, au titre du calcul du ratio international de solvabilité, d'une pondération réduite (20 %) alors que celle sur une compagnie d'assurance est maximale (100 %).

Dans un tel montage, la banque intermédiaire ne reçoit qu'une rémunération réduite et le montage ne s'avère souvent rentable qu'à la condition de ne générer qu'une exigence en fonds propres limitée. Cette condition invite la banque intermédiaire à classer l'opération, indépendamment de la liquidité de cette dernière et donc parfois de manière abusive, en portefeuille de négociation. Un tel classement est en effet susceptible d'autoriser une économie substantielle de fonds propres : l'exigence en fonds propres afférente, par exemple, à un *credit default swap* référencé sur un titre noté *investment grade* et classé en portefeuille de négociation est en moyenne, en l'absence d'imperfections de couverture, environ quatre fois plus faible que celle afférente au même instrument comptabilisé en portefeuille bancaire. Cette économie provient essentiellement de l'utilisation dans le portefeuille de négociation, comme assiette du risque, de la valeur de marché de l'instrument dérivé de crédit et non, comme en portefeuille bancaire, de la valeur nominale de l'instrument couvert. De surcroît, une

---

comptabilisation des instruments dérivés de crédit en portefeuille de négociation autorise une plus grande souplesse au regard de la réglementation relative à la division des risques, l'utilisation de la valeur de marché de l'instrument dérivé de crédit et non du nominal du sous-jacent de référence limitant, de fait, l'exposition de l'établissement sur sa contrepartie à l'opération de dérivé de crédit. Enfin, une telle comptabilisation permet à l'établissement d'enregistrer à chaque arrêté comptable les plus-values réalisées au cours de l'année sur les opérations d'achat et de vente sur dérivés de crédit, alors qu'en portefeuille bancaire seules les primes reçues peuvent être enregistrées en compte de résultat.

En second lieu, l'essor continu des opérations de transfert de risques soulève des interrogations croissantes relatives à une nouvelle répartition des risques, tant sectorielle que géographique, au sein de l'économie ainsi qu'à la « traçabilité » de ces risques pour les autorités de contrôle, au même titre que celle de l'information comptable.

En effet, si les dérivés de crédit autorisent la réalisation d'importantes opérations de transfert de risques en offrant un large éventail de possibilités en matière de protection et de diversification des risques de signature, leur efficacité repose avant tout sur la capacité respective des intervenants à honorer dans les délais leurs engagements et à gérer les risques associés à ces produits. Or, la capacité de certains d'entre eux, notamment en dehors de la sphère bancaire, à maîtriser ces risques ne saurait être préjugée, tant par exemple en matière de tarification des produits que de valorisation des instruments. À cet égard, le rôle accru sur ce marché et de certaines entreprises d'assurance ou de réassurance et de fonds de plus en plus attirés par une gestion alternative assurant de meilleurs rendements ne peut que susciter des interrogations. Il est en effet légitime de penser que de nombreux intervenants en dehors de la sphère bancaire ne disposent ni d'infrastructures techniques ni de moyens humains dédiés à la négociation et à la gestion post-marché de ces produits comparables à ceux mis en place par les principales banques à vocation internationale actives sur ce marché.

Par ailleurs, certains établissements bancaires tendent à enregistrer une partie de leurs opérations de dérivés de crédit dans des véhicules *ad hoc* ou *special purpose vehicles* (SPV) localisés dans des zones *offshore*, tant pour bénéficier d'une réglementation comptable et prudentielle plus souple que pour des raisons fiscales. Ces véhicules présentent en particulier l'avantage,

en vertu de la réglementation locale à laquelle il sont assujettis, de pouvoir conclure tant des opérations de banque que des contrats d'assurance. Les banques peuvent donc ainsi utiliser un tel véhicule, encore appelé *transformer*, pour transformer un dérivé de crédit en contrat d'assurance. De surcroît, ces véhicules n'entrent généralement pas dans le périmètre de consolidation des établissements. Dès lors, il apparaît difficile pour une autorité de contrôle d'appréhender la manière réelle dont ces opérations réallouent les risques entre les différentes sphères géographiques et sectorielles de l'économie.

Enfin, l'essor des dérivés de crédit s'est produit dans une période de conjoncture économique favorable marquée par des taux de défaillance historiquement bas. Leur efficacité réelle ne peut s'apprécier qu'à la lumière d'un cycle économique complet, le contexte actuel de ralentissement conjoncturel étant susceptible de ne fournir qu'une hypothèse de comportement de ces produits, à vérifier à plus long terme.

Dans cette attente, il est intéressant d'observer comment les dérivés de crédit ont traversé certains événements, telles les attaques terroristes du 11 septembre, la faillite d'Enron, ou encore la crise argentine.

Les événements du 11 septembre ont eu un impact sur les opérations de transfert de risques — dérivés de crédit et titrisations synthétiques — de deux manières principales : d'une part, en fragilisant la situation financière d'un certain nombre de vendeurs de protection, notamment les entreprises d'assurance et de réassurance, générant par là même un risque de contrepartie accru pour les acheteurs de protection ; d'autre part, en accentuant la récession démarrée aux États-Unis en 2001, provoquant de nombreuses dégradations de notations et de défaillances sur des entreprises américaines dont les dettes constituent les actifs de référence de multiples dérivés de crédit et/ou de CDO synthétiques. Ainsi, les dérivés de crédit référencés sur les signatures d'entreprises des secteurs directement affectés par les événements — transports aériens et tourisme principalement — ont été les plus touchés et ont donné lieu à l'activation des protections acquises.

Néanmoins, les événements du 11 septembre ne semblent pas avoir altéré la croissance générale du marché des dérivés de crédit. En effet, l'encours des *credit default swaps* a enregistré au second semestre 2001 une hausse de 45 % par rapport au premier semestre, avec de surcroît une liquidité souvent supérieure à celle des instruments de dette leur servant de référence. Pour les CDO,

---

ces événements ont déclenché des *credit events* et surtout des actions ciblées par les agences de notation, conduisant à des abaissements de notes de tranches de CDO et/ou des mises sous surveillance avec implication négative. Néanmoins, malgré la multiplication des défaillances constatées sur les entreprises américaines, le marché des CDO a démontré une certaine robustesse. Tout d'abord, la majorité des établissements et associations professionnelles mise sur une poursuite de la croissance des émissions de CDO. Ensuite, le nombre d'abaissements de notes observés depuis le 11 septembre demeure relativement faible par rapport au nombre total de tranches notées par les agences. Par ailleurs, dans l'ensemble, les taux de récupération des investisseurs observés sur des créances ayant subi un événement de crédit se sont avérés conformes, voire supérieurs, à ceux résultant des hypothèses prises par les agences de notation dans le cadre de leur méthodologie d'analyse des montages de type CDO. Cette résistance s'explique enfin par la stricte dilution des secteurs industriels exigée par ces dernières, avec une exposition maximum sur un secteur unique ne pouvant dépasser 10 % dans la majorité des opérations.

La faillite d'Enron, la plus importante jamais enregistrée pour une entreprise, a constitué un autre test pour le marché des dérivés de crédit dans la mesure où Enron était à la fois un vendeur de protection sur ce marché et une entité de référence dans de nombreuses opérations de dérivés de crédit et de titrisations synthétiques. En tant que vendeur de protection, sa défaillance a matérialisé pour les acheteurs de protection un risque de contrepartie induisant ces derniers à supporter le coût de remplacement des contrats. Comme entité de référence, sa défaillance, en tant qu'événement de crédit, a conduit les acheteurs de protection à activer cette dernière, générant une perte de crédit pour les vendeurs de protection et/ou les investisseurs de tranches de CDO.

Si, dans la très grande majorité des cas, les dérivés de crédit comprenant Enron comme entité de référence ont bien fait l'objet d'un règlement de la part du vendeur de protection, dans quelques cas ces contrats n'ont pas fonctionné comme espéré. D'une part, certaines banques ont dû réviser à la hausse, parfois de manière très significative, leur exposition de crédit sur Enron en raison de litiges avec des assureurs refusant d'honorer immédiatement leurs engagements. D'autre part, les vendeurs de protection ayant honoré leurs engagements n'ont pu enregistrer sur les créances Enron les taux de récupération habituellement observés et escomptés sur des titres de catégorie d'investissement en défaut. Enfin, la faillite d'Enron a révélé des pratiques hasardeuses en matière de comptabilisation des véhicules structurés, créant des incertitudes d'autant plus fortes lorsque des opérations complexes de transfert de risques sont enregistrées dans de tels véhicules.

La crise argentine a constitué, quant à elle, un test important pour les dérivés de crédit portant sur une signature souveraine. Si, dès la fin du mois de février 2002, la très grande majorité du total des *credit default swaps* référencés sur l'Argentine (11,5 milliards d'euros) ont bien fait l'objet d'un règlement, un certain nombre d'entre eux ont également été portés devant les tribunaux. En effet, pour les contrats échus avant le 24 décembre 2001, date à laquelle l'Argentine a annoncé le moratoire sur sa dette, certains vendeurs de protection estiment ne pas avoir à indemniser les acheteurs de protection au titre de la restructuration de la dette domestique argentine intervenue avant cette date, quand bien même les contrats n'étaient pas encore échus et incluaient une clause de définition de la restructuration. La crise argentine a donc rappelé combien subsistaient sur les instruments dérivés de crédit, en dépit d'une standardisation croissante de certains produits, des marges d'interprétation des clauses contractuelles telles celles relatives à la restructuration.

## 5 | Le renforcement des exigences nécessite des efforts au niveau international

Si les risques multiples associés à l'utilisation croissante des instruments dérivés de crédit font l'objet d'un contrôle et d'un suivi internes par les établissements ainsi que d'exigences prudentielles par les régulateurs, les aléas rencontrés sur ce marché invitent à rechercher un renforcement des modes de gestion tant internes qu'externes de ces instruments.

Au niveau international, ces deux techniques majeures de transfert de risques que constituent les dérivés de crédit et la titrisation synthétique sont ainsi pleinement intégrées dans les réflexions menées par un certain nombre d'instances pour lutter contre les risques systémiques tel, le Forum de stabilité financière ou encore le Comité global

---

sur la stabilité financière (*Committee on the Global Financial System, CGFS*). Ce dernier a ainsi créé, en septembre 2001, un groupe de travail dédié à l'analyse des implications de l'utilisation de ces techniques en matière de stabilité financière et dont le rapport est attendu à la fin de cette année.

Par ailleurs, dans le cadre de la réforme du ratio de solvabilité, le Comité de Bâle sur la supervision bancaire s'emploie à forger un traitement prudentiel adéquat à ces nouvelles techniques et destiné à favoriser l'harmonisation des règles internationales en la matière. Conformément à la philosophie d'ensemble du nouvel accord, les propositions du Comité de Bâle relatives à une reconnaissance prudentielle accrue des techniques de réduction des risques en général et des dérivés de crédit en particulier s'articulent autour de trois axes : des exigences minimales en fonds propres, une surveillance prudentielle étroite et une transparence financière accrue.

En premier lieu, la détermination de nouvelles exigences en fonds propres devrait avoir deux effets principaux sur le marché des dérivés de crédit : d'une part, favoriser l'achat de protection contre les risques élevés, d'autre part, renforcer le processus de diversification des acteurs. En effet, la révision de la grille des pondérations en approche standard (0 % à 150 %) ainsi que l'échelle des pondérations envisagées en approche notations internes (jusqu'à plus de 600 %) vont inviter les établissements à la fois à diminuer leur achat de protection sur des créances de bonne qualité, du fait de la forte diminution des exigences en fonds propres associées à ces dernières, et inversement à accroître leur achat de protection sur des créances de mauvaise qualité, du fait de l'augmentation des exigences en fonds propres associées à ces dernières et plafonnées dans le ratio actuel à 100 %. Quant à la diversification des acteurs, celle-ci devrait être accélérée compte tenu de l'élargissement substantiel de l'éventail des vendeurs de protection dits « éligibles » — c'est-à-dire ceux permettant à une banque acheteuse de protection de réduire ses exigences en fonds propres — à l'ensemble des entreprises, dont les compagnies d'assurance et de réassurance notées au minimum A par une agence.

En second lieu, l'exercice d'un processus de surveillance prudentielle plus individualisé devrait permettre aux contrôleurs bancaires de mieux apprécier la qualité et la robustesse des politiques et procédures spécifiques mises en place par les banques à l'égard de l'utilisation d'instruments de

transfert de risques. Cette surveillance, qui peut prendre plusieurs formes — rapports, contrôles sur pièces et sur place, ... —, pourra notamment conduire une autorité de contrôle à imposer à une banque des exigences en fonds propres supplémentaires lorsque cette dernière présentera un profil de risque particulier dans l'utilisation de ces techniques (absence de mise à jour des procédures de gestion des instruments, concentration excessive des protections acquises sur une même contrepartie, ...).

Enfin, en définissant un certain nombre d'informations financières que devront publier les banques, le nouveau ratio de solvabilité devrait permettre à l'ensemble des acteurs sur ce marché ainsi qu'aux différentes autorités de contrôle de disposer d'informations relatives notamment à la diversification des vendeurs de protection (localisation géographique et sectorielle, nature des contreparties, voire contreparties elles-mêmes) et indispensables à un suivi efficace des risques, à la fois du point de vue individuel et systémique. Certains groupes bancaires se sont d'ailleurs déjà lancés dans cet exercice de communication financière en publiant, par exemple, le pourcentage de leurs portefeuilles couverts par des dérivés de crédit, le type de contrats conclus et la notation des contreparties utilisées.

Tout comme il nécessite un effort au niveau international, ce renforcement des modes de gestion et de suivi des opérations de transferts de risque ne saurait être pleinement efficace sans une déclinaison transectorielle.

En effet, le développement rapide des dérivés de crédit et plus généralement des techniques de transfert de risques — titrisation *cash* et synthétique, transferts alternatifs tels les produits dérivés climatiques ou les obligations catastrophes — tend, comme précédemment mentionné, à intensifier les liens intersectoriels, en particulier entre le secteur des banques et celui des assurances. D'où la nécessité d'un suivi commun ou concerté de ces techniques par les contrôleurs bancaires et d'assurances.

Au niveau international, ce suivi trouve une traduction concrète tant au sein des travaux du *Joint Forum*, forum tripartite regroupant les contrôleurs bancaires, d'assurances et de bourse, que dans ceux menés par ces derniers. Ainsi l'Association internationale des contrôleurs d'assurances (*International Association of Insurance Supervisors* —

---

IAIS) a mis en place un groupe de travail sur les transferts de risque parallèle à celui du CGFS, les deux instances partageant régulièrement les avancées réalisées.

Au niveau national, ce suivi peut parfaitement être effectué par l'étroite coopération entre autorités de contrôle spécialisées dans chacun de ces deux secteurs. En France, cette coopération renforcée entre

la Commission bancaire et la Commission de contrôle des assurances, formalisée dans une charte signée le 24 octobre 2001 par les Présidents des deux autorités, s'est naturellement portée sur ce sujet transversal. Cette coopération s'est élargie cette année à la Commission des opérations de bourse, chargée de la surveillance prudentielle des sociétés de gestion, dans le cadre du groupe de travail animé par le Trésor sur le traitement des dérivés de crédit dans les OPCVM.

*Comme toute technique financière nouvelle, le développement des dérivés de crédit exige une grande vigilance de la part des intervenants, qui doivent encore renforcer leurs systèmes de contrôle afin d'assurer une meilleure maîtrise de leurs risques. Pour ce qui les concerne, les autorités de contrôle des établissements de crédit et des assurances poursuivent, dans le cadre de leur coopération, leurs efforts pour parvenir à une plus grande harmonisation internationale et à un meilleur suivi des transferts de risque entre secteurs.*

---

## Bibliographie

Basel Committee on Banking Supervision (2001) : « The New Basel Capital Accord », *Consultative Document*

Bendernagel (D-A). et Nasr (O.) (2001) : « Legal documentation and the restructuring debate », *Credit derivatives 2001 – Issues and Opportunities, Risk Waters Group*

British Bankers' Association (2002) : *BBA Credit Derivative Report 2001-2002*

Clementi (D.) (2001) : « Recent developments in securities markets and the implication for financial stability », *Bank of International Settlements Review* n° 15

Commission bancaire (1998) : « Traitement prudentiel des dérivés de crédit », *Bulletin de la Commission bancaire* n° 18, avril

Commission bancaire (1997) : « Instruments dérivés de crédit », *Documents de discussion et d'étude* n° 1, juin

Coyne (P.), D'Erchia (P.) et Trick (J-F.) (2001) : « Impact of WTC Disaster on Credit Derivatives and Synthetics », *Standard and Poor's, Structured Finance*, 2 octobre

Financial Services Authority (2002) : « Cross-sector risk transfers », FSA UK, *Discussion Paper*, mai

Firth (S.) et Nasr (O.) (2001) : « The impact of Basel II on credit derivatives », *Credit derivatives 2001 – Issues and Opportunities, Risk Waters Group*

Gontarek (W.) (1998) : « Hedging with Credit Derivatives: Practical Applications and Considerations », *Credit Derivatives*, Ed. Risk Books

Huel (P.) (2002) : « Montée des crédits dérivatives », Ambassade de France aux États-Unis, Mission économique service financier, *Wall Street Watch* n° 104, 8 mars

International Monetary Fund (2002) : « How Effectively is the Market for Credit Risk Transfer Vehicles Functioning When Global Economic Growth is Slow? », *Global Financial Stability Report*, chapitre III

International Swaps and Derivatives Association (1999) : *ISDA Credit Derivatives Definitions*

Joint Forum (2001) : *Risk Management and Regulatory Capital, Cross Sectoral Comparison*

Khakee (N.) et Ryan (M.) (2001) : « Enron Exposure Evidence in the Credit Derivative Market », *Standard and Poor's, Corporate Ratings*, 30 novembre

Macaskill (J.) (2002) : « Derivatives boost the bottom line », *International Finance Review, Review of the Year*

Marteau (D.) et Dehache (D.) (2000) : *Les produits dérivés de crédit – Typologie, principes d'évaluation, principales utilisations*, Ed. Eska

Matthieu (P.) et d'Hérouville (P.) (1998) : *Les Dérivés de Crédit – Une nouvelle gestion du risque de crédit*, Ed. Economica

Poullain (C.) et Cossu (P.) (2001) : « Dérivés de crédit : le rôle des assureurs sur le marché », *Banque Stratégie*, octobre

Ross (M.) and Davies (C.) (2000) : « Credit derivatives and insurance – a world apart? », *International Securities Quarterly*

Rule (D.) (2001) : « Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview », *Bank of England, Financial Stability Review*, décembre

Tolk Jeffrey (S.) (2001) : « Understanding the risks in credit default swaps », *Structured Finance, Special Report, Moody's*, 16 mars

Tran (C. K.) (2001) : « Dérivés de crédit : les aspects prudentiels », *Banque Stratégie*, octobre