

Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit

Commission bancaire

Commission de contrôle des assurances

Autorité des marchés financiers

Les instruments de transfert de risque de crédit, dont les dérivés de crédit, ont connu ces dernières années une croissance rapide, ainsi qu'un intérêt de plus en plus grand de la part d'un nombre diversifié d'intervenants : banques, assurances, sociétés de réassurance, OPCVM, voire entreprises et fonds spéculatifs.

Les autorités qui participent au Forum de stabilité financière ont donc été amenées à étudier cette question ainsi que ses répercussions éventuelles. À cet égard, deux thèses s'affrontent : pour les uns, cette plus grande dispersion du risque de crédit auprès d'un spectre plus large d'acteurs pourrait être un facteur qui conforte la stabilité des systèmes financiers ; mais, pour d'autres, la diffusion du risque de crédit pourrait être génératrice de nouveaux facteurs d'instabilité si les nouveaux détenteurs de ce risque n'étaient pas à même de bien le mesurer et le gérer.

Afin de renforcer leur connaissance de ces produits, les autorités de contrôle françaises — Commission de contrôle des assurances, Commission des opérations de bourse, Commission bancaire — ont effectué une enquête au cours du second semestre 2003 auprès des établissements de crédit, des entreprises d'assurance, des sociétés de réassurance et des sociétés de gestion. Les conclusions de cette enquête, qui constitue un premier exercice conjoint des autorités françaises en matière de quantification des transferts de risque de crédit, sont présentées dans cet article.

Ces conclusions, qui ne portent que sur les agents du secteur financier, ne soulèvent pas d'inquiétudes particulières du point de vue de la stabilité financière. En effet, les transferts de risque s'effectuent très majoritairement entre grandes banques, surtout en ce qui concerne les dérivés de crédit, et font intervenir principalement de grandes banques américaines. Cette concentration des acteurs n'est pas spécifique aux dérivés de crédit ; elle se retrouve sur l'ensemble des produits dérivés.

La situation est, en revanche, plus diversifiée en matière de produits structurés, où la présence des entreprises d'assurance, de réassurance et d'OPCVM est plus significative, l'essentiel des transactions s'effectuant toutefois sur des instruments bien notés.

.../...

NB : Cet article a été rédigé par Anne Lécuyer (Secrétariat général de la Commission bancaire – Service des Affaires internationales) à partir des conclusions d'un groupe de travail conjoint Commission bancaire, Banque de France, Commission de contrôle des assurances et Autorité des marchés financiers.

Sur le plan des transactions elles-mêmes, les résultats de cette enquête soulignent l'importance de nouveaux types de risques associés à ces instruments : risques juridique et de documentation, mais aussi risques d'illiquidité pour les produits non standardisés.

Dans la perspective d'un développement de ces produits, il convient que les intervenants portent la plus grande attention à l'ensemble des risques s'y rapportant et s'attachent à en améliorer la mesure et la gestion. En outre, un effort accru de transparence financière est souhaitable dans ce domaine. Il devrait, au demeurant, contribuer à rendre ce marché plus mature, plus liquide et donc moins risqué.

Les organismes de contrôle des institutions financières françaises ont réalisé en commun, au second semestre 2003, une enquête ponctuelle relative aux instruments de transfert de risque de crédit. L'objectif de cette enquête était de mieux cerner les transferts sectoriels et géographiques des risques de crédit, en particulier à l'extérieur de la sphère bancaire vers d'autres acteurs financiers (entreprises d'assurance, OPCVM ou *hedge funds*), ainsi que d'évaluer les risques pour le secteur financier de cette activité.

Cette enquête adressée à 8 établissements de crédit, 12 entreprises ou groupes d'assurance et de réassurance et 7 sociétés de gestion françaises comprend, d'une part, les tableaux de recensement de l'activité de transfert de risque de crédit à l'échéance de juin 2003 sur une base consolidée ou agrégée et, d'autre part, une partie qualitative destinée à apprécier les stratégies et la gestion des risques liés aux instruments de transfert de risque de crédit par les

différents intervenants. Pour les groupes bancaires, les opérations sont recensées sur base prudentielle consolidée. S'agissant des groupes d'assurance, la *holding* du groupe déclare sur base agrégée les opérations des entreprises d'assurance françaises et étrangères du groupe : les déclarations des groupes d'assurance n'intègrent donc pas les opérations logées dans les OPCVM détenus. Les sociétés de gestion déclarent les opérations des OPCVM qu'elles gèrent.

Les résultats de cette étude font apparaître une grande diversité d'utilisation des instruments de transfert de risque de crédit, en fonction des secteurs d'activité. La ventilation par contreparties des instruments révèle l'existence de transfert davantage géographiques que sectoriels.

Les risques liés à l'utilisation de ces instruments demandent un renforcement des systèmes de gestion, à mesure que ces instruments sont intégrés à l'activité courante des intervenants.

1 | Une utilisation diversifiée des instruments de transfert de risque de crédit par les institutions financières françaises

1|1 Instruments utilisés par les institutions interrogées ¹

De façon à mieux appréhender l'importance relative des instruments de transfert de risque de crédit récents (dérivés de crédit et *collateralized debt obligations* – CDOs) comparativement aux instruments traditionnels (garanties, titrisations hypothécaires ou de prêts à la consommation), l'enquête conduite auprès des institutions

financières françaises repose sur une *définition large des instruments de transfert de risque de crédit* englobant :

- les *dérivés de crédit*, avec une distinction entre *swaps* sur défaut – *credit default swaps* (CDS) –, titres indexés sur un risque de crédit – *credit linked notes* (CLN) – et autres dérivés incluant, notamment, les *swaps* sur le rendement total – *total rate of return swaps* (TROR) – ou options sur écart de crédit – *credit spread options* (CSO).

¹ Cf. glossaire en fin d'étude

Sont inclus les dérivés de crédit de rang super senior conclus dans le cadre de titrisations synthétiques et généralement souscrits par des banques de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Une distinction est également introduite entre dérivés de crédit *single name* et dérivés *multiname* reposant sur un panier de sous-jacents ;

- les *garanties*. Sont recensées du côté des garanties *données* : les contrats d'assurance, les traités de réassurance et l'ensemble des engagements de garantie donnés (dont cautions et avals) par les institutions interrogées s'engageant en faveur d'un tiers à assurer la charge d'une obligation souscrite par leurs clients, lorsque ceux-ci ne peuvent y satisfaire eux-mêmes. Sont recensées, du côté des garanties *reçues*, les garanties directes et inconditionnelles accordées par une tierce partie. Le risque peut être considéré par le bénéficiaire comme pris sur la tierce partie

et non sur le client, le garant supportant dans tous les cas le risque sur le client. Sont donc exclues du champ de recensement les garanties reçues directement du client, en déduction des risques, mais n'impliquant pas de transfert du risque de crédit porté sur le client vers un tiers en cas de défaillance (par exemple, les nantissements reçus) ;

- les *instruments titrisés* distinguent les CDOs *cash* et synthétiques des formes plus traditionnelles de titrisation : titres adossés à des créances immobilières – *mortgage backed securities* (MBS) – et autres valeurs *asset backed* – *asset backed securities* (ABS). À l'achat de protection, ne sont considérées dans le cadre de la présente étude que les opérations de titrisation réalisées pour compte propre.

La part des différents instruments sur l'ensemble des transferts de risque de crédit est à *différencier selon les secteurs financiers* (cf. tableau 1).

Tableau 1
Instruments de transfert de risque de crédit utilisés par les institutions financières françaises

(en milliards d'euros à fin juin 2003)

	Achat de protection						Vente de protection					
	Établissements de crédit		Entreprises d'assurance		OPCVM		Établissements de crédit		Entreprises d'assurance		OPCVM	
	Montants notionnels	En % des montants notionnels globaux	Montants notionnels	En % des montants notionnels globaux	Montants notionnels	En % des montants notionnels globaux	Montants notionnels	En % des montants notionnels globaux	Montants notionnels	En % des montants notionnels globaux	Montants notionnels	En % des montants notionnels globaux
Dérivés de crédit	158,20	54,4	0,09	0,9	0,88	75,6	97,62	37,8	0,39	0,6	0,10	3,9
Garanties (a)	110,00	41,7	9,30	97,0	0,28	24,4	131,20	50,7	49,00 (b)	77,9	–	–
Titrisation (CDO (c), MBS et autres ABS)	14,30	3,8	0,20	2,1	–	–	29,56	11,4	13,50	21,5	6,61	93,1

(a) Pour les établissements de crédit, les montants des garanties englobent 7 établissements de crédit sur les 8 interrogés. Les pourcentages de répartition entre les différents instruments sont calculés sur la base de ces 7 établissements.

(b) Hors assurance crédit

(c) Hors dérivés de rang super senior pour les titrisations synthétiques inclus en « dérivés de crédit »

Pour les *établissements bancaires*, la part des instruments de transfert de risque de crédit les plus récents (dérivés de crédit et instruments titrisés) est significative, notamment à l'achat de protection. Néanmoins, *les garanties données et reçues continuent de représenter une part importante de l'activité* de ces institutions en matière de transfert de risque de crédit.

Globalement, *les montants recensés pour les entreprises d'assurance concernent des garanties d'assurance délivrées par des assureurs spécialisés*. Pour ces institutions, il convient de distinguer entre :

- les *garanties d'assurance données par les assureurs-crédit*, qui portent sur le crédit commercial entre entreprises et dont le montant,

net de réassurance², peut être estimé à 398 milliards d'euros. Ces garanties sont gérées selon le principe de mutualisation des risques ;

- les *garanties financières*, de type caution, destinées principalement aux investisseurs et détenteurs d'obligations portant sur des tranches d'opérations de finance structurée, des opérations de financement d'infrastructure ou de collectivités locales. Le montant notionnel de ces garanties est estimé à 49 milliards d'euros (90 % de rehaussement de crédit) ; il semble être appelé à diminuer.

Compte tenu de la nature et des modalités de gestion des risques garantis par l'assurance-crédit, la suite de l'étude ne reprend pas cette activité et

² Ces chiffres tiennent compte des traités de réassurance en quote-part, mais pas des traités en excédent de sinistre.

se concentre sur les garanties financières données aux investisseurs.

Pour les sociétés de gestion, les investissements en parts titrisées représentent l'essentiel des volumes traités par les OPCVM à la vente de protection.

Sur les marchés des dérivés de crédit, les établissements bancaires interrogés représentent l'essentiel des volumes traités par les institutions financières françaises sous revue (cf. tableau 2) et se définissent globalement comme acheteurs nets de protection. La position nette agrégée des établissements sous revue (différence entre les montants notionnels des achats de protection et les montants notionnels des ventes de protection) est estimée à 60,6 milliards d'euros. Les instruments les plus simples et/ou les plus liquides sont majoritairement utilisés. Les CDS comptent, en effet, pour près de 88 % des transactions et les dérivés de crédit *single name* représentent, respectivement, 61,3 % et 96,0 % des achats et ventes de protection sur dérivés de crédit.

Tableau 2
Montants notionnels des dérivés de crédit traités par les banques interrogées

	(en milliards d'euros à fin juin 2003)	
	Achat de protection	Vente de protection
Credit default swaps (CDS)	130,38	93,99
Credit linked notes (CLN)	4,97	0,12
Autres dérivés de crédit	22,85	3,51
Total	158,20	97,62
Dont multiname	61,20	3,90

À fin juin 2003, les sociétés de gestion françaises interrogées définissent également la position de leurs OPCVM comme acheteuse nette de protection sur les marchés de dérivés de crédit. Cette position nette globale est estimée à 0,77 milliard d'euros. Comme pour les banques, l'essentiel de l'activité des OPCVM sur ces marchés est réalisé sur les instruments les plus liquides et les moins complexes (cf. tableau 3). La quasi-totalité des transactions recensées reposent sur des CDS et aucune société de gestion interrogée ne déclare de dérivés de crédit sur panier.

Tableau 3
Montants notionnels des dérivés de crédit traités par les sociétés de gestion interrogées

	(en milliards d'euros à fin juin 2003)	
	Achat de protection	Vente de protection
Credit default swaps (CDS)	0,880	0,10
Credit linked notes (CLN)	0,000	0,00
Autres dérivés de crédit	0,002	0,00
Total	0,880	0,10

Les entreprises d'assurance françaises ne peuvent réglementairement pas vendre de la protection contre le risque de crédit *via* des dérivés de crédit non financés. L'activité des entreprises d'assurance interrogées en matière de dérivés de crédit n'est pas significative (cf. tableau 4). Quelques opérations ponctuelles de vente de protection d'importance limitée *via* des instruments financés (CLN) sont relevées. Enfin, il est à noter que l'activité des entreprises d'assurance interrogées sur les marchés des dérivés de crédit *via* des OPCVM reste limitée. Si les données ici recensées pour les entreprises d'assurance n'intègrent pas les opérations logées dans les OPCVM détenus, ces derniers, susceptibles d'intervenir sur les marchés des dérivés de crédit, représentent un encours de l'ordre de 1,16 milliard d'euros.

Tableau 4
Montants notionnels des dérivés de crédit traités par les entreprises d'assurance interrogées

	(en milliards d'euros à fin juin 2003)	
	Achat de protection	Vente de protection
Credit default swaps (CDS)	–	–
Credit linked notes (CLN)	0,09	0,394
Autres dérivés de crédit	–	–
Total	0,09	0,394

Pour leurs investissements en parts titrisées, les institutions financières françaises marquent également une préférence pour les produits plus traditionnels (cf. tableau 5) : les détentions de MBS et autres ABS représentent, respectivement, 37,2 % et 49,7 % de l'ensemble des parts titrisées détenues (y compris les parts provenant de titrisation pour compte de tiers). Les établissements de crédit interrogés concentrent également la majorité des parts titrisées détenues par les institutions financières françaises. Néanmoins, la présence des entreprises d'assurance et des OPCVM en tant qu'investisseurs sur ce type d'instruments n'est pas négligeable.

Tableau 5
Ensemble des parts titrisées détenues par les institutions financières interrogées

	(en milliards d'euros à fin juin 2003)			
	CDO cash ou synthétiques	MBS (mortgage backed securities)	Autres ABS (asset backed securities)	Total
	(a)	(b)	(b)	
Banques	3,66	12,56	13,34	29,56
Entreprises d'assurance	2,84	5,56	5,10	13,50
OPCVM	–	0,37	6,23	6,60
Total	6,50	18,49	24,67	49,66
En %	13,10	37,20	49,70	100,00

(a) Parts mezzanines pour les titrisations synthétiques

(b) Titrisations de prêts à la consommation ou de cartes de crédit

Les achats de protection *via* des opérations de titrisation pour compte propre réalisées par les établissements bancaires sous revue confirment une concentration du marché français sur le secteur immobilier : sur un montant notionnel agrégé de 14,3 milliards d'euros d'actifs titrisés (hors parts super seniors pour les titrisations synthétiques), 59,4 % reposent sur des titrisations de prêts hypothécaires et 25,4 % sur des CDOs *cash* ou synthétiques. Parmi les CDOs recensées, la majorité des opérations correspondent à des titrisations synthétiques. La totalité des MBS recensées correspondent à des *residential mortgage-backed securities* (titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles). Enfin, les titrisations de cartes de crédit sont très minoritaires au sein des autres ABS.

1|2 Positions différenciées en fonction des secteurs d'activité

Pour les entreprises d'assurance, les montants significatifs recensés concernent des garanties d'assurance délivrées essentiellement par des assureurs spécialisés (assurance crédit ou rehaussement de crédit). Les opérations sur dérivés de crédit, ponctuelles et limitées, s'inscrivent plutôt dans une démarche d'expérimentation. Les volumes plus significatifs déclarés en parts titrisées détenues répondent à une stratégie de diversification des portefeuilles obligataires et d'augmentation du rendement.

Pour certaines sociétés de gestion, les dérivés de crédit et produits structurés deviennent une composante importante de la gestion de portefeuille des OPCVM. La position nette globale des OPCVM gérés par les sociétés de gestion interrogées, acheteuse nette de protection sur les instruments dérivés de crédit, répond à un objectif de protection des positions détenues sur un émetteur, notamment des positions en obligations convertibles. Les achats de protection permettent également d'arbitrer le *spread* entre le titre et le dérivé, en profitant de l'évolution du risque de signature ou en procédant à des arbitrages sectoriels.

Les ventes de protection, en particulier *via* les produits structurés, répondent, comme pour les entreprises d'assurance, à une stratégie de diversification des portefeuilles et d'augmentation des rendements. Par exemple, une société de gestion vend de la protection sur un nom peu présent dans son portefeuille et dont le risque n'est pas corrélé avec celui des autres positions en portefeuille, au lieu d'acquérir les titres sur ce même émetteur. Les marchés dérivés de crédit offrent donc de multiples

possibilités en termes de gestion de portefeuille, notamment celle d'accéder à des positions importantes qui ne sont pas disponibles sur les marchés obligataires.

Ces possibilités offertes par les dérivés de crédit et produits structurés en termes de gestion de portefeuille sont également utilisées par les établissements bancaires. Les stratégies des banques en matière de transfert de risque de crédit sont néanmoins plus diversifiées. Sur les marchés des dérivés de crédit, les positions nettes globales majoritairement acheteuses de protection, tant en portefeuille bancaire qu'en portefeuille de négociation (cf. tableau 6), recouvrent, en effet, des utilisations multiples des instruments de transfert de risque de crédit au sein d'un même groupe en fonction des lignes de métier ou des entités considérées, y compris dans les établissements pour lesquels l'utilisation de ce type d'instruments reste relativement marginale.

En termes de gestion de portefeuille, le premier objectif est la couverture des risques de crédit : couverture de lignes de crédit individuelles ou réduction de la concentration des portefeuilles. Cette motivation principale explique une position nette globale sur les dérivés de crédit acheteuse de protection en portefeuille bancaire. Du côté des ventes de protection, l'objectif principal est la diversification des portefeuilles de crédit, notamment en prenant des risques peu présents au sein de ces portefeuilles.

Tableau 6
Position nette agrégée sur dérivés de crédit traités par les banques interrogées

	(en milliards d'euros à fin juin 2003)		
	Portefeuille bancaire	Portefeuille de négociation	Total
Credit default swaps (CDS)	38,70	- 2,31	36,39
Credit linked notes (CLN)	3,52	1,33	4,85
Autres dérivés de crédit	- 0,44	19,78	19,34
Total	41,78	18,80	60,58
En % de la position nette globale (a)	68,90	31,10	100,00

(a) Différence entre les montants notionnels des achats de protection et les montants notionnels des ventes de protection

Les opportunités offertes par les instruments de transfert de risque de crédit en termes de gestion du capital réglementaire constituent une motivation relativement moins soulignée par les banques interrogées. L'utilisation des instruments de transfert de risque de crédit, notamment *via* les titrisations pour compte propre, induit, néanmoins, une réduction des actifs pondérés et contribue, ce faisant, à l'amélioration du ratio Cooke.

Pour l'activité de négociation, l'objectif est d'abord de réaliser un profit sur le *spread* du dérivé de crédit. Les instruments dérivés de crédit sont également largement utilisés en couverture des portefeuilles d'arbitrage sur obligations classiques ou convertibles. Plus globalement, les dérivés de crédit sont considérés par les grandes banques actives sur les marchés comme un *instrument parmi d'autres de la gestion dynamique des portefeuilles de risque de crédit*, une position acheteuse de protection *via* un CDS ou un autre instrument pouvant être compensée par

une position inverse sur d'autres instruments (titres obligataires, par exemple). La position nette agrégée acheteuse de protection *via* les dérivés de crédit sur les portefeuilles de négociation des établissements bancaires français n'autorise aucune conclusion quant à l'exposition en risque des établissements sur les sous-jacents considérés.

L'utilisation des différents instruments de transfert de risque de crédit est donc multiple et relativement spécifique à chaque secteur financier considéré.

2| Réalité des transferts sectoriels et géographiques des risques de crédit

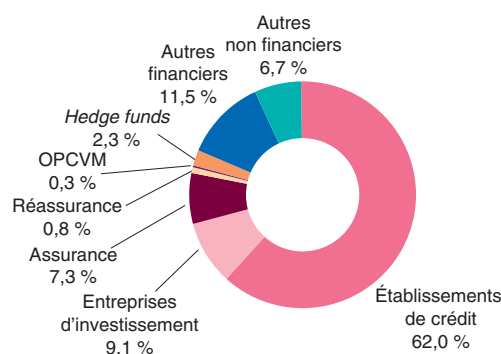
2|1 Les transferts de risque de crédit des banques vers les entreprises d'assurance et OPCVM restent relativement limités

Une des principales préoccupations des autorités de contrôle du secteur financier, liée à une utilisation croissante des instruments de transfert de risque de crédit, tient à une possible redistribution de ces risques au sein de la sphère financière, en particulier vers les entreprises d'assurance, de réassurance, OPCVM ou autres fonds.

Sur les *marchés des dérivés de crédit*, les résultats de l'enquête réalisée auprès des acteurs français soulignent le *faible volume traité par les entreprises d'assurance françaises* et une *position nette acheteuse de protection pour les OPCVM des sociétés de gestion* interrogées : les transferts de risque de crédit vers ces institutions resteraient donc limités. Cette première approche est confirmée par l'analyse de la ventilation sectorielle des contreparties des banques françaises aux achats de protection *via* dérivés de crédit (cf. graphique 1).

Le marché des dérivés de crédit paraît, en effet, un *marché essentiellement interbancaire* : 71,1 % des montants notionnels des achats de protection *via* dérivés de crédit des institutions bancaires interrogées correspondent à des transactions vis-à-vis d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement.

Graphique 1
Ventilation sectorielle des contreparties aux achats de protection *via* dérivés de crédit des banques interrogées
(en % des montants notionnels à fin juin 2003)



Les entreprises d'assurance sont contreparties de 7,3 % des achats de protection recensés, pour un volume agrégé de 11,6 milliards d'euros. À la vente de protection, les contreparties « assurance » des banques interrogées comptent pour 3,7 % des montants notionnels recensés. La position nette globale des banques françaises interrogées vis-à-vis des assureurs est acheteuse de protection pour un montant global de 7,9 milliards d'euros, soit 13 % de la position nette globale des établissements sur les marchés des dérivés de crédit.

La localisation géographique de ces contreparties « assurance », sur la base d'un critère de nationalité du groupe d'appartenance, confirme par ailleurs le faible engagement des assureurs français sur les marchés des dérivés de crédit : 86,6 % du montant notionnel des opérations ayant pour contrepartie une compagnie d'assurance (achats et ventes de protection confondus) reposent sur des transactions vis-à-vis d'entreprises d'origine américaine. Les entreprises d'assurance françaises ne comptent que pour 1,2 % des opérations recensées. Les résultats pour les entreprises d'assurance françaises se différencient donc des travaux quantitatifs conduits récemment par Fitch Ratings³, les entreprises d'assurance et de réassurance interrogées par l'agence de notation se définissant comme vendeuses nettes de protection pour des volumes significatifs. Selon les conclusions de cette étude, les acteurs assurance et réassurance interviennent davantage *via* des produits de portefeuille comme les CDO synthétiques.

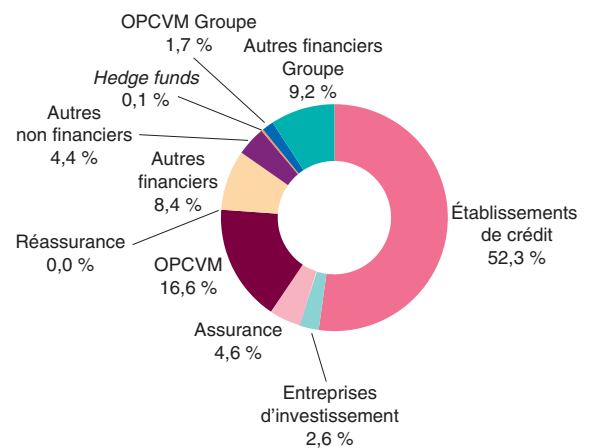
Selon les résultats de l'enquête de place française, la part des réassureurs, OPCVM et hedge funds comme contreparties aux opérations des banques françaises sur dérivés de crédit est, par ailleurs, fort peu significative à fin juin 2003, voire insignifiante dans le cas des OPCVM.

S'agissant des produits structurés (CDO, MBS et autres ABS), la part des transferts de risque de crédit vers l'extérieur de la sphère bancaire peut paraître plus significative. Les entreprises d'assurance et OPCVM français sont acheteurs de risque sur ce segment pour des volumes plus importants. Cette plus forte implication des assureurs et OPCVM français en matière d'instruments titrisés peut être vérifiée par une ventilation sectorielle des souscripteurs des parts titrisées, dans le cadre d'opérations bancaires pour compte propre (cf. graphique 2). L'identification de ces souscripteurs par les banques titrisant leurs créances est globalement difficile, les parts titrisées pouvant être placées par des intermédiaires : 49 % des montants notionnels d'actifs titrisés pour compte propre n'ont ainsi pu être ventilés selon la nature des souscripteurs de parts à l'origine de l'opération. Par ailleurs, cette ventilation ne rend compte que du marché primaire de la titrisation, les parts souscrites,

par des établissements de crédit notamment, pouvant être cédées par la suite à d'autres acteurs financiers. Néanmoins, cette ventilation indique une présence significative des OPCVM en tant que souscripteurs de parts titrisées.

Les entreprises d'assurance représentent une part moins significative des investisseurs identifiés à l'origine des opérations de titrisation pour compte propre des banques interrogées.

Graphique 2
Titrisations pour compte propre
des banques interrogées
Ventilation sectorielle
des souscripteurs de parts identifiés
(en % des montants notionnels à fin juin 2003)



Si les transferts intersectoriels de risque de crédit peuvent paraître plus marqués en matière de produits structurés, les risques conservés au sein de la sphère bancaire sur ce type d'instrument restent importants. Les établissements de crédit et entreprises d'investissement représentent, en effet, la majorité des investisseurs en parts titrisées identifiées à l'origine des titrisations pour compte propre. Par ailleurs, la ventilation des parts titrisées détenues par les institutions financières françaises (hors parts super seniors pour les titrisations synthétiques) indique que les entreprises d'assurance et OPCVM français investissent majoritairement sur des parts bien notées (cf. tableau 7).

³ Fitch Ratings, « Global Credit Derivatives: A Qualified Success », 24 septembre 2003

Tableau 7
Ventilation des parts titrisées détenues
par les institutions financières interrogées
par catégories de rating

(en % du montant notionnel global à fin juin 2003)

	AAA et AA	A et BBB	BB et en dessous	Premières pertes	Pour mémoire : total des montants notionnels en milliards d'euros
Banques	85,4	8,6	3,9	2,1	29,56
Entreprises d'assurance	78,0	12,0	10,0	0,0	13,50
OPCVM	28,5	71,5	0,0	0,0	6,60

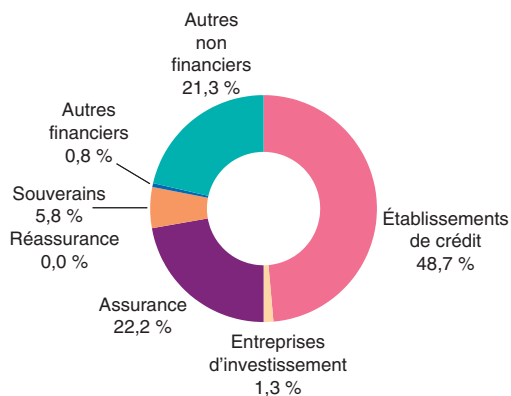
90 % des parts titrisées détenues par les compagnies d'assurance sont notées *investment grade* et, pour l'essentiel, constituées de parts notées AAA et AA. Si les OPCVM souscrivent également majoritairement des parts *investment grade*, ils détiennent parmi celles-ci davantage de parts notées A et BBB. Les banques peuvent investir dans des titres moins bien notés (3,9 % des parts titrisées détenues sont notées *speculative grade*), mais surtout retiennent les parts subordonnées des opérations de titrisation pour compte propre supportant les premières pertes en cas de défaut sur les entités de référence (2,1 % des montants notionnels des parts titrisées détenues par les banques françaises correspondent à ces parts subordonnées).

Concernant les garanties recensées, les transferts de risque de crédit vers les entreprises d'assurance paraissent naturellement plus importants. La répartition des garants des banques fait ressortir une plus forte ventilation sectorielle des vendeurs de protection (cf. graphique 3) sur ce type d'instrument, comparativement aux dérivés de crédit : si près de la moitié des garanties est accordée par des établissements de crédit, 22,2 % des montants notionnels des garanties reçues par les banques françaises interrogées le sont de compagnies d'assurance.

Les transferts de risque de crédit vers les OPCVM et entreprises d'assurance via les garanties ou produits structurés ne sont pas à négliger. En considérant l'ensemble des instruments de transfert de risque de crédit, les transferts en dehors de la sphère bancaire restent néanmoins limités.

Graphique 3
Garanties reçues déclarées
par les banques interrogées
Ventilation sectorielle des garants

(en % des montants notionnels à fin juin 2003)



2|2 Importance des risques de crédit pris ou transférés à l'étranger

En plus de l'analyse de la distribution sectorielle des risques de crédit, les enjeux pour la stabilité du système financier international requièrent de connaître la distribution géographique de ces risques. En accord avec le principe de supervision consolidée des groupes bancaires, l'étude privilégie une approche fondée sur le critère de ventilation géographique que constitue la nationalité du groupe d'appartenance des contreparties⁴. Une ventilation selon un critère de résidence des contreparties mettrait en avant les places financières de Londres et de New York à partir desquelles opèrent les grandes banques internationales sur les marchés des dérivés de crédit.

La ventilation géographique des transactions des banques françaises (achats et ventes de protection confondus) sur les marchés des dérivés de crédit souligne l'importance des transferts transfrontières (cf. graphique 4)⁵. En particulier, les risques échangés avec des contreparties d'origine américaine comptent pour 51,1 % des montants notionnels des dérivés de crédit traités par les banques françaises interrogées.

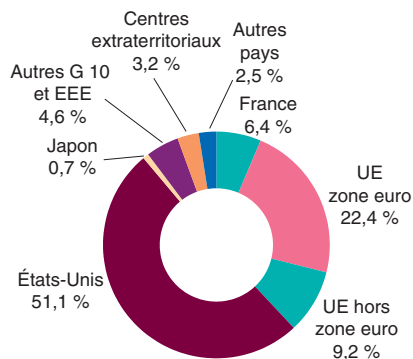
⁴ Dans le cadre de cette étude, une succursale d'une banque française résidant à Londres, contrepartie à une opération de transfert de risque de crédit, est considérée comme une contrepartie française et non comme une contrepartie de l'UE hors zone euro.

⁵ L'enquête de place sur les instruments de transfert de risque de crédit recense en centres extraterritoriaux : Aruba, Bahamas, Bahrein, Barbade, Bermudes, Îles Caïman, Gibraltar, Guernesey, Hong Kong, Île de Man, Jersey, Liban, Macao, Île Maurice, Antilles néerlandaises, Panama, Singapour, Vanuatu, Antilles britanniques (périmètre retenu par la Banque des règlements internationaux pour le calcul des créances bancaires internationales consolidées).

Les achats et ventes de protection sur dérivés de crédit vis-à-vis de contreparties de la zone euro, en particulier d'origine allemande, sont également significatifs. *A contrario*, les opérations domestiques sont limitées à 6,4 % des montants notionnels traités.

Graphique 4
Dérivés de crédit traités par les banques interrogées
 Ventilation géographique (critère de nationalité) des contreparties

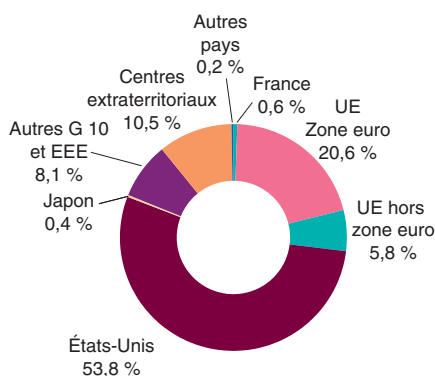
(en % des montants notionnels à fin juin 2003, achats et ventes de protection confondus)



Les risques pris vis-à-vis de contreparties d'origine américaine expliquent, pour l'essentiel, la position nette acheteuse de protection des banques françaises (cf. graphique 5).

Graphique 5
Position nette des banques interrogées
 Ventilation géographique (critère de nationalité) des contreparties

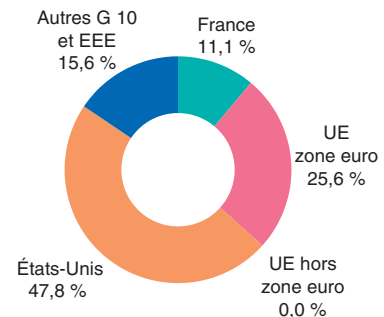
(en % du montant notionnel à fin juin 2003).



Cette importance des contreparties d'origine américaine sur les marchés des dérivés de crédit est également vérifiée pour les OPCVM français (cf. graphique 6).

Graphique 6
Dérivés de crédit traités
 par les sociétés de gestion interrogées
 Ventilation géographique (critère de nationalité) des contreparties

(en % des montants notionnels à fin juin 2003, achats et ventes de protection confondus)



La concentration des transactions de dérivés de crédit vis-à-vis des grandes banques d'investissement internationales, intermédiaires sur ces marchés, est ainsi patente. Les risques de contrepartie à l'achat de protection pour les banques et OPCVM français sont ainsi significativement concentrés sur ces acteurs dominants.

Pour les OPCVM, cette forte concentration des risques de contrepartie sur les grandes banques internationales aboutit à ce que, à un niveau agrégé, les 20 premières contreparties à l'achat de protection des OPCVM interrogés couvrent la totalité des volumes traités par les OPCVM (cf. tableau 8.1). Leurs trois premières contreparties comptent pour 60 % des montants notionnels des achats de protection par dérivés de crédit.

Pour les établissements bancaires français interrogés, les risques de contrepartie sur les vendeurs de protection paraissent plus particulièrement concentrés pour les opérations comptabilisées en portefeuille bancaire, avec également pour principales contreparties des grandes banques américaines (cf. tableau 8.2).

Tableau 8.1
Concentration des dérivés de crédit sur les principales contreparties

(en % des montants notionnels à fin juin 2003)

	Banques				OPCVM	
	Portefeuille bancaire		Portefeuille de négociation			
	Achat	Vente	Achat	Vente	Achat	Vente
5 premières	66,0	20,5	28,9	35,5	72,8	94,1
10 premières	88,5	30,3	42,7	53,2	95,2	100,0
20 premières	93,5	39,0	57,7	68,8	100,0	-
<i>Pour mémoire :</i>						
total sur l'ensemble des contreparties						
Montants notionnels en milliards d'euros	47,30	5,52	110,00	92,10	0,88	0,10

Tableau 8.2
Ventilation des 10 principales contreparties des achats de protection des banques françaises

(en % des montants notionnels à fin juin 2003)

Portefeuille bancaire		Portefeuille de négociation	
1 - Banques commerciales américaines	30,3	1 - Banques d'investissement américaines	16,4
2 - Banques d'investissement américaines	25,1	2 - Banques commerciales américaines	8,7
3 - Banques commerciales zone euro	12,8	3 - Banques commerciales zone euro	7,1
4 - Entreprises d'assurance américaines	8,8	4 - Entreprises d'assurance américaines	5,4
5 - Banques commerciales, autres G 10 et EEE	8,4	5 - Autres financiers zone euro	2,6
6 - Entreprises de réassurance	3,3	6 - Banques commerciales, autres G 10 et EEE	2,5

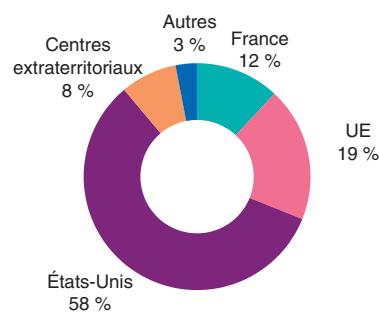
En matière de produits structurés, l'importance des transferts de risque de crédit transfrontières est plus difficile à apprécier. À la vente de protection, le véhicule émettant les parts titrisées peut faire écran aux cédants du risque. Une ventilation des parts titrisées souscrites directement auprès de *special purpose vehicles* (SPV) ou fonds communs de créances (FCC) par localisation de ces véhicules est, néanmoins, retenue comme indicateur. Pour les banques françaises sous revue, 48 % du montant notionnel des parts titrisées souscrites correspondent, à des opérations vis-à-vis de SPV localisés aux États-Unis (31 % vis-à-vis de véhicules localisés au sein de la zone euro, 7 % vis-à-vis de véhicules localisés en centres extraterritoriaux). Pour les OPCVM, 56,9 % du montant notionnel des parts titrisées souscrites correspondent à des opérations vis-à-vis de véhicules localisés au sein de la zone euro.

Les transferts de risque de crédit *via les garanties données ou reçues* ont également un caractère international marqué. En particulier, les risques pris

aux États-Unis comptent pour 58 % des montants nominaux des garanties données par les entreprises d'assurance françaises interrogées (hors assurance crédit) ; il s'agit là de garanties de rehaussement de crédit. Par ailleurs, à fin juin 2003, 8 % des garanties données par les entreprises d'assurance françaises (soit un montant notionnel de 3,8 milliards d'euros) l'ont été à des centres extraterritoriaux. Cette exposition devrait être appelée à diminuer.

Graphique 7
Garanties accordées par les entreprises d'assurance interrogées (a)
Ventilation géographique des bénéficiaires

(en % des montants notionnels à juin 2003)



(a) Hors assurance crédit

Les marchés de transfert de risque de crédit sont donc fortement internationalisés et caractérisés par une concentration significative des contreparties aux États-Unis. En particulier, les marchés des dérivés de crédit paraissent essentiellement interbancaires et significativement concentrés en termes d'acteurs sur les grandes banques d'origine américaine. Ces résultats font écho à l'analyse récente produite par l'agence de notation Standard & Poor's (« *Demystifying Banks' Use of Credit Derivatives* », 9 décembre 2003), relativisant la réalité des transferts de risque de crédit vers des acteurs non bancaires : en particulier, l'essentiel des volumes notionnels traités s'inscrit dans les portefeuilles de négociation des grandes banques internationales (banques universelles et banques d'investissement) dominant le marché.

Au-delà de l'appréciation de la réalité des transferts de risque au sein de la sphère financière, l'enquête de place, réalisée par les autorités de contrôle françaises, appelle également une appréciation des risques pris en charge par les institutions individuelles *via* l'utilisation de ces instruments.

3| Identification et suivi des risques inhérents aux instruments de transfert de risque de crédit

3|1 Hiérarchisation des risques inhérents aux instruments de transfert de risque de crédit

Interrogées sur les différents risques liés à l'utilisation de ces nouveaux instruments (dérivés de crédit et produits structurés), les institutions financières françaises reconnaissent comme particulièrement significatifs :

- le risque *légal et de documentation*. Les conditions d'exercice des dérivés de crédit sont, en effet, jugées complexes par les banques et sociétés de gestion et comme ne pouvant jamais être complètement définies par les contrats-cadres. À l'achat de protection, il en résulte un risque lié à une possible interprétation des clauses contractuelles (définition des événements de crédit, clauses de restructuration) ou à l'utilisation de failles dans la documentation par le vendeur de protection pour refuser de payer en cas d'exercice de la protection. À la vente de protection, d'éventuels conflits avec l'acheteur sont possibles, notamment sur les modalités de règlement en cas d'exercice de la protection (choix des actifs à délivrer) ;
- le *risque d'illiquidité des dérivés de crédit sur lesquels n'interviennent que relativement peu d'acteurs*, comme cela a été souligné précédemment par l'analyse de la distribution géographique des transferts de risque de crédit. Certaines institutions jugent, néanmoins, ce risque d'illiquidité moins gênant dans un cadre d'utilisation de dérivés de crédit pour des motifs de couverture et de conservation des parts titrisées jusqu'à échéance.

En plus de ces différents risques, les banques et OPCVM français se montrent également particulièrement sensibles, en tant qu'acheteurs de protection, au *risque de contrepartie* et, en tant que vendeurs de protection, au *risque de crédit* sur les sous-jacents.

Pour les banques françaises à l'origine d'instruments de transfert de risque de crédit, notamment par la structuration d'opérations de titrisation, s'ajoute à

ces différents risques un *risque de réputation*. Ce risque peut, en particulier, dériver des asymétries d'information entre les banques acheteuses de protection sur leur portefeuille clientèle et les investisseurs, preneurs de risque. L'utilisation des dérivés de crédit fait ainsi naître des préoccupations en matière d'*insider trading* (« délit d'initié »), les banques étant susceptibles de bénéficier d'informations privilégiées dans le cadre de leur activité de prêt pour des contreparties sur lesquelles elles auraient acheté de la protection. Ce risque de réputation s'accompagne d'un risque juridique lié aux possibles dépôts de plainte de la part d'investisseurs lésés. Ces préoccupations déontologiques ont récemment conduit à l'élaboration, par la profession, de « codes de bonnes pratiques » relatifs à l'utilisation des dérivés de crédit en matière de gestion de portefeuille ⁶.

À l'ensemble de ces risques, s'ajoutent, pour les institutions bancaires, le *risque de modèle pour les produits structurés* et le *risque de divergence entre le prix des instruments et celui des sous-jacents pour les credit default swaps*.

Enfin, s'agissant des *entreprises d'assurance* françaises, dont l'activité en matière de transfert de risque de crédit concerne essentiellement les garanties d'assurance, le principal risque lié à ces garanties données est le *risque de défaut* placé au cœur de l'analyse. En particulier, les rehausseurs de crédit souscrivent des risques nominaux importants avec une très faible probabilité de réalisation.

3|2 Des risques suivis et mesurés par les institutions financières

La plupart des risques potentiels liés à l'utilisation des instruments de transfert de risque de crédit (risque de contrepartie, risque de crédit, risque légal et de documentation, risque de marché et risque de liquidité) sont *connus, suivis et mesurés* par les institutions financières interrogées.

Pour limiter le *risque légal et de documentation*, la plupart des banques, OPCVM et entreprises

⁶ Joint Market Practices Forum, « Statement of Principles and Recommendations regarding the Handling of Material Non-public Information by Credit Market Participants », 2003

d'assurance ont recours à des contrats standardisés. Au sein des banques, ces contrats font l'objet d'une analyse et d'une validation par les départements juridiques. La plupart des contrats dérivés de crédit sont ainsi conclus sous convention FBF (Fédération bancaire française) ou ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Pour les institutions les moins engagées sur les marchés dérivés de crédit (en particulier, les entreprises d'assurance), la part des contrats non couverts par ce type de conventions est marginale. Pour les banques actives sur les marchés dérivés de crédit pour des motifs de négociation, la part des contrats standardisés peut être moindre, car ces contrats sont difficiles à transférer. Pour les opérations de titrisation, la structure de l'opération (séniorité, mécanismes de répartition entre les tranches...) fait l'objet d'études, de même que les risques juridiques liés à la localisation du véhicule.

Il est à noter que les institutions financières françaises ont peu, jusqu'à présent, eu à faire face à des défaillances de crédit (parmi les événements rapportés par les institutions interrogées : Enron, Moulinex, Swissair, Railtrack, Worldcom ou British Energy). Dans tous les cas, aucune difficulté particulière n'a été rencontrée dans le dénouement des opérations, suivant les procédures définies par les contrats ISDA ou par les contrats spécifiques conclus avec les contreparties. Les événements de crédit sont suivis et communiqués, une fois connus, aux différents départements en charge des démarches nécessaires à l'exercice des dérivés de crédit.

Pour éviter autant que faire se peut d'être exposées à un risque d'illiquidité, les institutions financières françaises utilisent de façon privilégiée des CDS *single name*, instruments les plus standardisés. Par ailleurs, pour les établissements bancaires, le risque d'illiquidité est à apprécier différemment en fonction de l'activité considérée. Dans le cadre de la gestion de portefeuille, les positions sont définies sur un horizon long. La problématique de liquidité n'intervient potentiellement que dans le choix des actifs sous-jacents. L'absence de liquidité sur certains actifs peut être ainsi un frein à la politique de gestion du portefeuille ; en particulier, le coût de l'achat de protection par CDS peut être prohibitif pour certains noms. Pour l'activité de négociation, la liquidité des instruments est prise en compte dans la gestion des positions et des tailles détenues. Pour les banques les plus actives sur les marchés des dérivés de crédit, une organisation intégrée, où l'obligataire et les CDS sont traités par les mêmes opérateurs, facilite la gestion de la liquidité. Le calcul d'une réfaction, mis à jour régulièrement et tenant compte de la largeur

de la fourchette de cotation du dérivé de crédit, peut également favoriser un suivi du risque de liquidité.

Peu d'établissements mentionnent des mécanismes de secours en cas d'illiquidité temporaire du marché. Pour les institutions faiblement exposées, un retrait en cas d'illiquidité temporaire du marché peut être jugé possible. Au sein des banques, les départements de contrôle des risques peuvent, par ailleurs, appliquer indépendamment des provisions sur les noms illiquides. Enfin, certaines sociétés de gestion opérant sur le marché de la titrisation élaborent des ratios de liquidité interne, maximum fixé pour l'importance relative de ces instruments par rapport à l'actif net du fonds, et respectent les limites externes fixées par les agences de notation. Le plan de secours de liquidité est prévu pour chaque portefeuille et ne porte pas spécifiquement sur les instruments de transfert de crédit : il est, par exemple, intégré dans des stress tests dont les résultats sont pris en compte pour définir les limites de risques.

Quant aux risques de contrepartie, les banques françaises mettent particulièrement l'accent sur la sélection sévère des contreparties aux opérations sur dérivés de crédit. Pour les banques, ces risques sont appréciés de façon habituelle comme n'importe quel autre risque de contrepartie, avec prise en compte de la présence ou non d'un collatéral. Les sociétés de gestion font également valoir la rigoureuse sélection qu'elles opèrent sur les contreparties des opérations des OPCVM qu'elles gèrent sur dérivés de crédit ou de titrisation. Celle-ci s'opère la plupart du temps, comme pour les autres risques de contrepartie, dans les arbitrages réalisés par le *front office* ou les comités de crédit et fait l'objet de limites internes globales (positions *cash* acheteuses et couvertures ou positions en CDS). L'analyse du risque de contrepartie est également menée de façon traditionnelle : étude du secteur, analyse de la position concurrentielle et du risque financier de l'émetteur.

Pour les opérations de titrisation, sont également analysés par les sociétés de gestion le *special purpose vehicle* (SPV), la contrepartie *swap* dans le SPV et le gestionnaire du véhicule. La notoriété sur les opérations envisagées et la liquidité offerte sont également prises en compte. Le processus de sélection concernant les opérations sur les dérivés de crédit est le fait des deux parties. La société de gestion et les fonds gérés font, en effet, également l'objet d'une analyse poussée de l'organisation, du processus de gestion et de suivi des risques par les « *credits officers* » des contreparties. Des instructions interdisent certaines opérations (*rating* minimal des contreparties et parfois interdiction ferme de

certain types de produits, comme les crédits classés en douteux). Des limites de risques spécifiques sont, en outre, parfois fixées (par types d'instrument, *rating* des contreparties et durées pour les titrisations).

Face au risque de crédit à la vente de protection, les institutions financières françaises opèrent sur des sous-jacents bien notés et significativement diversifiés. Sur les dérivés de crédit, une appréciation des risques de crédit est donnée par une ventilation des sous-jacents aux dérivés utilisés en vente de protection par catégories de notation ou par secteurs (appréciation de la concentration des entités de référence). L'approche par notation (cf. tableau 9) fait apparaître une différence marquée, dans la notation des sous-jacents des protections accordées, entre les banques et les OPCVM. Si, dans les deux cas, les protections accordées portent majoritairement sur des sous-jacents notés *investment grade*, les OPCVM ont davantage d'expositions sur les moins bonnes signatures de cet univers, ainsi que sur les signatures *speculative grade*. En particulier, 22,7 % des montants notionnels des dérivés de crédit traités par les sociétés de gestion dans le cadre de ventes de protection reposent sur des sous-jacents notés *speculative grade* (stratégie d'augmentation du rendement). Les sous-jacents identifiés ici comme non notés correspondent essentiellement à des dérivés de crédit *multiname*.

Tableau 9
Ventilation par notations des sous-jacents des dérivés de crédit à la vente de protection

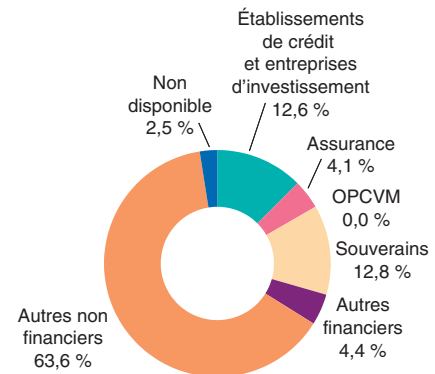
(en % des montants notionnels à fin juin 2003)

	Établissements de crédit	OPCVM
AAA et AA	18,7	38,4
A et BBB	65,1	36,0
BB et en dessous	7,3	22,7
Non notés	8,9	2,9
<i>Pour mémoire :</i>		
Total		
Montants notionnels en milliards d'euros	97,62	0,10

La ventilation sectorielle des sous-jacents aux dérivés utilisés en vente de protection (cf. graphiques 8) indique pour les banques et les OPCVM une forte concentration sur le secteur non financier.

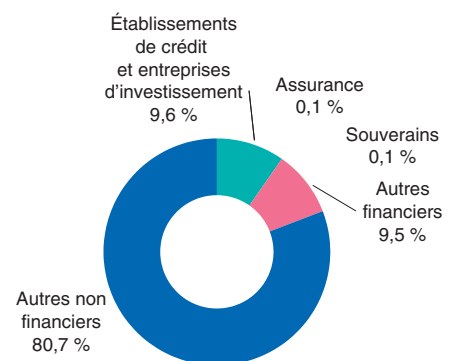
Graphique 8.1
Ventilation sectorielle des sous-jacents aux dérivés de crédit des banques interrogées
Vente de protection

(en % des montants notionnels agrégés à fin juin 2003)



Graphique 8.2
Ventilation sectorielle des sous-jacents aux dérivés de crédit des OPCVM gérés par les sociétés de gestion interrogées
Vente de protection

(en % des montants notionnels agrégés à fin juin 2003)



Néanmoins, le recensement des noms des principales entités de référence ne fait pas paraître de concentration marquée sur certains secteurs économiques. Les entités de référence des opérations sur dérivés de crédit des banques françaises sont diversifiées entre les grandes entreprises des secteurs de l'industrie, des télécommunications ou de l'électronique.

En matière de *parts titrisées* (CDO, MBS et autres ABS), la ventilation sectorielle des sous-jacents souligne une *plus forte importance des sous-jacents recensés en catégorie « financiers »*. Les parts détenues identifiées comme appartenant aux secteurs « établissements de crédit/entreprises d'investissement » ou « autres financiers » comptent ainsi pour, respectivement, 33,0 % et 57,1 % des montants notionnels des parts titrisées détenues par les OPCVM des sociétés de gestion interrogées. Dans le cas de *certaines entreprises d'assurance ou établissements de crédit*, il est, de plus,

à noter que *la nature sectorielle des instruments détenus n'est pas connue*. Néanmoins, la notation de ces sous-jacents est très majoritairement *investment grade*.

Les risques de crédit sur les sous-jacents à la vente de protection sont donc à différencier selon les types d'instruments considérés et les institutions financières. Globalement, l'analyse des entités de référence ne fait pas apparaître de concentration marquée, mais reflète, notamment pour les OPCVM, une stratégie d'augmentation du rendement.

4| Nécessité de systèmes adéquats de gestion des risques liés aux instruments de transfert de risque de crédit

4|1 Systèmes de gestion des risques des institutions financières françaises

Les stratégies des institutions financières françaises en matière de transfert de risque de crédit sont relativement spécifiques à chaque secteur financier. *Les systèmes de gestion des risques mis en place par les établissements sont différenciés, le degré de sophistication des systèmes de gestion allant de pair avec l'implication des différentes institutions en matière de transfert de risque de crédit.*

Pour les *banques françaises*, une distinction est à introduire entre, d'une part, les établissements traitant les transferts de risque de crédit dans les procédures habituelles de la banque et, d'autre part, ceux disposant d'un cadre de gestion distinct pour les dérivés de crédit.

Dans le premier cas, le traitement des dérivés de crédit repose sur les outils de gestion classique du risque de l'établissement ou fait référence aux « *guidelines* » de la ligne de métier qui les utilise. *Les opérations sont intégrées dans les limites existantes en termes de risque de contrepartie et de risque de marché*, dépouillées par les *back offices* compétents, les expositions résultantes étant intégrées au cadre de *reporting* courant. Le processus de traitement (*booking/confirmation*) fait l'objet de contrôles internes réguliers, au même titre que les autres produits de gré à gré.

Dans le second cas, les dérivés de crédit sont traités dans le cadre d'une architecture-système dédiée.

L'exécution et le suivi des opérations sur les dérivés de crédit, au titre de l'activité de négociation, sont réalisés dans le cadre d'une infrastructure spécialisée : desks, équipes de middle office, de back office avec centres de résultat dédiés, système informatique spécialisé pour suivi des risques avec une méthodologie et des indicateurs propres pour calcul du risque de crédit. Les principaux intervenants peuvent traiter le risque sur CDS via un système séparé du risque de taux et intégrant, par ailleurs, l'exposition obligataire pour disposer d'une vue synthétique par entités de référence. Le système peut comprendre un calcul des risques automatisé et des liens automatiques avec les autres systèmes de reporting, de paiement et de contrôle des risques.

La gestion du risque de contrepartie s'inscrit dans le cadre normal du système de limites, mais, pour certains établissements, elle fait l'objet d'un contrôle spécifique de l'exposition sur les entités de référence basé sur une méthodologie et des limites *ad hoc*.

Le risque de marché est suivi et contrôlé par les départements de contrôle des risques selon les procédures habituelles par une équipe dédiée, les positions étant soumises à des limites préexistantes (*Value at Risk – VaR*, risque émetteur, *spread* de crédit), mais aussi, pour certains établissements, spécifiques (risque de base ou risque exotique du type corrélation).

En matière de *gestion des opérations de titrisation par les originateurs*, les montages sont réalisés par des équipes dédiées et font l'objet d'accords spécifiques au plus haut niveau, prenant en compte les différents risques possibles (risque de crédit, risque opérationnel, risque légal et de documentation...).

Au sein des sociétés de gestion, la gestion des risques liés aux dérivés de crédit et aux opérations de titrisation ne bénéficie pas encore d'équipes dédiées, mais elle est intégrée dans le cadre du suivi du risque de crédit et de contrepartie. Le développement d'outils de gestion de risque appropriés est, cependant, un pré-requis avant toute intervention des sociétés dans le domaine des dérivés de crédit : un programme d'activité spécifique à l'utilisation de ces instruments doit être approuvé par l'Autorité des marchés financiers (cf. encadré 1).

Pour les dérivés de crédit, le risque de marché est pris en compte, de la même façon que pour les autres produits dérivés et les autres positions sensibles aux

spreads de crédit (obligations, titres de créances négociables). Les risques sont appréhendés au niveau de chaque OPCVM et à celui de la société de gestion. Certaines sociétés de gestion ont pu mettre en place un *front office* dédié aux opérations complexes (dérivés de crédit, *equity swap*).

Quant à l'exécution, au suivi et au contrôle des opérations sur dérivés de crédit, les opérations sont soumises aux cellules en charge d'analyser les risques liés à la qualité de crédit du sous-jacent (risque de volatilité importante du *spread*, risque de défaut). Ces opérations s'inscrivent dans les limites internes globales fixées au risque de contrepartie et au risque de marché et sont traitées par les *back offices*

Programme d'activité spécifique à l'utilisation des dérivés de crédit

Le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002 a précisé les modalités d'utilisation des dérivés de crédit dans les OPCVM de droit français. Il introduit, notamment, la nécessité pour les sociétés de gestion assurant directement, ou par délégation, la gestion de tels OPCVM de faire valider un programme d'activité spécifique par l'Autorité des marchés financiers. La validation de ce programme d'activité doit intervenir avant toute intervention de la société de gestion dans le domaine des dérivés de crédit.

La trame de ce programme d'activité spécifique « dérivé de crédit » est décrite dans la communication de la Commission des opérations de bourse en date du 18 février 2003. Elle comprend en particulier :

- une description du périmètre d'activité envisagé par la société de gestion (types d'instruments utilisés), ainsi que les modalités d'élaboration et de suivi des limites relatives aux entités de référence, des collatéraux et des conventions-cadres utilisés ;
- une description des stratégies envisagées ;
- une définition des activités de gestion qui utiliseront des dérivés de crédit à court terme ;
- une description de la clientèle visée et des modalités de commercialisation des produits concernés ;
- une description des autres activités liées aux dérivés de crédit comme celles liées à la gestion ou au conseil de véhicules de titrisation synthétique ;
- une description des moyens humains et techniques pour l'exercice de cette activité. Une attention particulière est portée aux outils de valorisation utilisés par les sociétés de gestion concernées, qui doivent faire la preuve qu'elles sont en mesure de valoriser, de manière indépendante de leurs contreparties, l'ensemble des instruments utilisés. Cette valorisation doit être comparée au moins mensuellement avec une valorisation externe ;
- une vérification de l'existence de compétences juridiques ou d'analyse de crédit, nécessaires à l'exercice de l'activité « dérivés de crédit » envisagée ;
- une vérification de l'adéquation du contrôle des risques. En particulier, doivent être décrites les limites opérationnelles utilisées et, le cas échéant, les calculs de VaR utilisés ou la description des paramètres retenus pour la réalisation de stress tests.

correspondants. Elles sont calculées par OPCVM, pour satisfaire aux exigences réglementaires, et au niveau de la société de gestion. Des limites spécifiques sont également fixées aux produits dérivés complexes (modification des « add on » ajoutés au nominal en fonction de la maturité...).

Pour les entreprises d'assurance interrogées, les opérations sur les marchés des dérivés de crédit sont très peu nombreuses et font l'objet d'un suivi spécifique. En ce qui concerne les garanties d'assurance, il est à noter que la gestion du risque des assureurs-crédit repose sur le principe de mutualisation des risques, qui est la technique traditionnelle de l'assurance. Elle n'est cependant pas appliquée par les rehausseurs de crédit, qui souscrivent des risques très concentrés et visent une « sinistralité zéro », ce qui suppose une très rigoureuse sélection des risques ainsi que des capitaux propres élevés. Enfin, l'analyse et le suivi des parts titrisées s'apparentent globalement à ceux, habituels, des titres obligataires. Certaines entreprises ont, cependant, mis en place un suivi plus particulier pour ces titres.

4|2 Le renforcement des systèmes de gestion est un préalable au développement de l'activité

À fin juin 2003, les montants notionnels des dérivés de crédit et opérations de titrisation traités par les institutions françaises restent relativement limités, rapportés à l'ensemble de leur activité (cf. tableaux 10).

Tableau 10.1
Rapport des montants notionnels des instruments aux bilans des institutions interrogées

	(en % à fin juin 2003)	
	Établissements de crédit	Entreprises d'assurance
Achat de protection		
Dérivés de crédit	6,9	0,01
Titrisation pour compte propre	0,6	0,02
Total	7,5	0,03
Vente de protection		
Dérivés de crédit	4,2	0,05
Détention de parts titrisées (CDO, MBS, autres ABS)	1,3	1,82
Total	5,5	1,87

NB : Les montants notionnels des dérivés de crédit recensés pour les OPCVM des 7 sociétés de gestion interrogées représentent 0,10 % des bilans de l'ensemble des OPCVM français à l'achat de protection, 0,01 % à la vente de protection. Les parts titrisées détenues représentent 0,30 % des bilans de l'ensemble des OPCVM français.

Tableau 10.2
Rapport des montants notionnels des instruments aux risques de crédit et encours de crédit consolidés

	(en % à fin juin 2003)	
	Montants notionnels en % des risques de crédit (a) des banques interrogées	Montants notionnels en % des encours de crédit (b) des banques interrogées
Achat de protection		
Dérivés de crédit	20,2	8,1
Titrisation pour compte propre	1,8	0,7
Total	22,0	8,8
Vente de protection		
Dérivés de crédit	12,4	5,0
Détention de parts titrisées (CDO, MBS, autres ABS)	3,8	1,5
Total	16,2	6,5

(a) Les risques de crédit sont définis comme les actifs pondérés repris au dénominateur du ratio de solvabilité par les banques interrogées

(b) Les encours de crédit sont ici définis comme la somme au bilan des encours comptables des opérations avec la clientèle (hors interbancaire) et opérations sur titres sur une base consolidée au 31 décembre 2002.

Pour les institutions bancaires interrogées, une distinction serait à introduire selon l'implication des différents établissements interrogés sur les marchés de transfert de risque de crédit. Néanmoins, à un niveau agrégé, la position nette des établissements (i.e. différence entre les montants notionnels des achats de protection par dérivés de crédit ou titrisation et les montants notionnels des ventes de protection par dérivés de crédit et produits titrisés) est estimée à 2,0 % du total des bilans consolidés agrégés, à 2,3 % des encours de crédit consolidés agrégés (encours calculés à décembre 2002) et à 5,8 % des risques de crédit définis comme la somme des actifs pondérés retenus au dénominateur du ratio international de solvabilité. De plus, s'agissant de montants notionnels, les encours recensés ne reflètent pas l'exposition aux risques de marché liés aux instruments (cf. tableau 11). Les valeurs de marché associées aux dérivés de crédit traités en portefeuille de négociation par les banques françaises sont très faibles.

Tableau 11
Dérivés de crédit traités par les banques en portefeuille de négociation

	(en milliards d'euros à fin juin 2003)	
	Achat de protection	Vente de protection
Credit default swaps (CDS)	- 0,46	0,95
Credit linked notes (CLN)	0,01	0,00
Autres dérivés de crédit	0,44	0,01
Total	- 0,01	0,96

Pour les entreprises d'assurance, l'utilisation des dérivés de crédit et opérations de titrisation reste très faible, comparée au total d'actifs des institutions.

Cependant, un *développement du recours à ce type d'instruments de transfert de risque de crédit n'est pas à exclure.*

Pour certains établissements, le produit net bancaire dégagé par l'activité d'intermédiation sur instruments de transfert de risque de crédit représente déjà une *part significative des revenus globaux de l'activité de trading* (jusqu'à 10 %). L'impact des transferts de risque de crédit est, de plus, jugé *significatif sur la politique de crédit* des établissements les plus engagés sur ces marchés. En tant qu'acheteurs nets de protection, l'impact en termes de solvabilité est positif dans la mesure où ces instruments autorisent une gestion plus active du risque et une économie en fonds propres réglementaires. Les contrôleurs seront sur ce point particulièrement attentifs à la réalité des transferts de risque de crédit. Dans le cadre d'opérations de titrisation, les transferts de risques des banques plus apparents que réels (cas de supports implicites accordés aux investisseurs) seront traités sévèrement.

Par ailleurs, les transferts de risque de crédit impactent les stratégies des principaux intervenants en termes de distribution et de gestion du crédit. Ces instruments sont, en effet, présentés comme favorisant un développement de l'activité à un rapport de rendement/risque contrôlé, sans avoir recours à des ventes de crédit ou à une baisse de l'octroi de nouveaux crédits. L'existence d'une liquidité sur le marché du crédit permet également de comparer plus systématiquement le coût du crédit et le risque par rapport au marché.

Dans le cadre des relations avec la clientèle, les instruments de transfert de risque de crédit sont décrits comme autorisant *d'avantage de souplesse dans le développement commercial* : possibilité de prendre davantage de risques sur les clients jugés prioritaires, référence connue des acteurs et dans les négociations de financement avec la clientèle, ou plus grande responsabilisation des équipes du *front office* sur le coût réel du risque de crédit. L'ensemble de ces éléments pourrait induire pour les banques une possible augmentation du volume traité, notamment en termes de gestion de portefeuille, avec pour objectif de limiter la volatilité des résultats et du capital et d'optimiser le RoE (rendement sur actions).

Certaines entreprises d'assurance envisagent de recourir au marché des dérivés de crédit afin de couvrir une partie de leur portefeuille obligataire contre le risque de défaut. Les garanties données par les entreprises d'assurance semblent, par ailleurs, appelées à diminuer. Il apparaît que les

assureurs sont de plus en plus intéressés par les parts de créance titrisées.

Enfin, les sociétés de gestion pourraient également développer l'activité des OPCVM en matière de transfert de risque de crédit, notamment comme instrument de couverture des portefeuilles obligataires. Pour certaines sociétés de gestion, l'utilisation des dérivés de crédit est devenue une composante importante de la gestion des OPCVM, que ce soit en matière de modulation et de suivi du risque de contrepartie, de diversification de leurs positions en élargissant l'accès à des signatures pour lesquelles il est difficile de trouver du papier, ou de stratégies d'arbitrage entre des signatures. À l'avenir, une diversification de leur activité vers des produits plus complexes (CDO ou produits « panier ») pourrait se dessiner si la liquidité de ces produits s'améliore.

Le maintien ou le renforcement de systèmes adéquats de gestion de risques est un préalable à ce développement de l'activité, en particulier à mesure que le recours à des instruments plus complexes, de type CDO, s'accroît.

Pour les *banques les plus engagées* sur les marchés de transfert de risque de crédit, l'impact de ces instruments sur le contrôle et le suivi du risque de contrepartie a ainsi été significatif, le développement de la gestion du risque de crédit ayant d'ailleurs été parallèle au développement des transferts de risque de crédit. Ces derniers *font désormais partie intégrante du processus de gestion et d'optimisation du risque de crédit.*

Pour d'autres institutions ne disposant pas de cadre de gestion distinct, les activités sur instruments de transfert de risque de crédit bénéficieront des *travaux lancés pour la mise en application de Bâle II* : modification et renforcement des systèmes d'information, détermination et suivi des limites, modifications des outils de gestion et de contrôle du risque opérationnel. Le développement des transferts de risque de crédit pose, en effet, la question d'un suivi adapté pour s'assurer de la pertinence globale et de la cohérence des décisions prises, aussi bien en termes de couverture que de rééquilibrage du portefeuille de crédit, ce qui suppose un système centralisé de gestion du portefeuille.

Pour les sociétés de gestion, les outils de gestion appropriés se développent dans le cadre réglementaire spécifique des dérivés de crédit. Au 30 septembre 2003, 20 programmes d'activité spécifiques avaient été déposés par des sociétés de gestion, 16 ayant été approuvés à cette date par la Commission des opérations de bourse.

Dans le cadre d'une coopération entre les autorités de contrôle des institutions financières, une meilleure appréhension de la réalité des transferts de risque de crédit au sein et à l'extérieur de la sphère financière française a pu être fournie.

L'utilisation des instruments de transfert de risque de crédit reste, en fait, relativement différenciée selon les secteurs financiers et les stratégies suivies. En particulier, l'intervention des entreprises et groupes d'assurance français est majoritairement le fait d'acteurs spécialisés et reste limitée en dehors de la sphère traditionnelle d'assurance-crédit. Les transferts de risque de crédit paraissent, par ailleurs, fortement internationalisés, essentiellement interbancaires et relativement concentrés sur des contreparties américaines (grandes banques à vocation internationale sur les marchés des dérivés de crédit).

L'implication des OPCVM et entreprises d'assurance, quoique plus modeste, n'est néanmoins pas à négliger. En particulier, l'utilisation des dérivés de crédit est sans doute appelée à devenir une composante importante de la gestion d'un certain nombre d'OPCVM. La connaissance des risques inhérents aux différents instruments ainsi que le renforcement des systèmes de gestion des risques restent donc, pour l'ensemble des acteurs, un pré-requis au développement de ce type d'activité.

Glossaire

Swaps sur défaut – 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.

Titres indexés sur un risque de crédit – 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'intérêt 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, soit par un règlement en espèces.

Swaps sur le rendement total – 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.

Options sur écart de crédit – 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 ou de vendre, à un niveau déterminé, un actif sous-jacent.

Valeurs asset-backed – Asset backed securities (ABS)

Dans les structures de titrisation classique, l'établissement transfère les actifs sur lesquels une protection est achetée à un véhicule *ad hoc* (*special purpose vehicle* – SPV, ou fonds commun de créances). Ce véhicule émet des titres à destination de tiers investisseurs, vendeurs de protection, et achète les actifs avec le produit de l'émission. Le terme ABS désigne à la fois l'opération de titrisation et les titres émis dans le cadre de ces opérations. La structure de l'opération est identique à un CDO, mais les actifs sous-jacents sont plus homogènes (par exemple, crédits à la consommation ou cartes de crédit).

Titres adossés à des créances immobilières – Mortgage backed securities (MBS)

Titrisation de créances hypothécaires ou titres émis dans le cadre de ces opérations. Si les créances titrisées sont de nature résidentielle, le terme RMBS (*residential mortgage backed securities*) est employé. Si les créances titrisées sont de nature commerciale, celui de CMBS (*commercial mortgage backed securities*) est utilisé.

Collateralized debt obligations (CDO)

Dans le cadre de CDO, le risque de crédit est transféré de l'acheteur de protection à un SPV, soit par un transfert d'actifs, soit de manière synthétique *via* un dérivé de crédit. Dans le cadre d'une opération synthétique, l'établissement achète de la protection en concluant, d'une part, un dérivé de crédit de rang senior, généralement avec une contrepartie bancaire et couvrant le portefeuille à hauteur d'environ 90 %, et, d'autre part, un dérivé de crédit de rang junior, généralement avec un véhicule *ad hoc* et couvrant le portefeuille à hauteur d'environ 10 %. Le véhicule émet plusieurs tranches de titres représentatives du risque pris auprès de l'acheteur de protection et se définissant chacune par un niveau de subordination.

NB : Cf. également : Commission bancaire et Commission de contrôle des assurances, « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », Revue de la stabilité financière, novembre 2002 ; J. Kiff, F.-L. Michaud, J. Mitchell, « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », Revue de la stabilité financière, juin 2003