

Le rôle des assureurs sur ce marché

Les assureurs sont actifs sur le marché des dérivés de crédit. Ils opèrent de façon différente des opérateurs financiers. Leur interprétation des clauses d'un contrat de dérivés de crédit en témoigne. Toutefois, au sein même du monde de l'assurance, compagnies multiligne et monoline ont également des approches différenciées de ce type de produit.

Cecilia Poullain
Legal counsel
Pietro Cossu
Directeur général
AGF Assurances financières

■ Les dérivés de crédit sont un produit de transfert de risque de crédit. A ce titre, ils entrent naturellement dans la sphère d'activité d'un certain nombre d'assureurs qui ont développé des compétences sur le métier du risque de crédit et d'insolvabilité. Ce métier n'est pas nouveau pour ces intervenants. Certains d'entre eux, les assureurs crédit européens, sont actifs depuis plus d'un demi-siècle, d'autres – les monolines – ont une trentaine d'années d'existence. On citera, enfin, les assureurs-cautions, secteur plus spécifique, mais bien en prise avec le métier du risque de crédit. Plus récemment, des compagnies d'assurance ou de réassurance plus traditionnelles ou non spécialisées (compagnies dites multilignes pour lesquelles l'activité «risque de crédit» ne représente qu'une partie des activités de couverture de risques de dommage) sont entrées sur ce secteur, mettant à profit les compétences d'équipes dédiées. Ceci explique qu'un certain nombre d'opérateurs du monde de l'assurance constituent aujourd'hui une contrepartie non négligeable des opérations de transfert de risque initiées par les produits de dérivés de crédit.

Les dérivés single risk délaissés au profit des dérivés sur paniers de risque

Les dérivés de crédit n'ont pas tous la même nature. Du point de vue des assureurs, et c'est sans doute là un point de démarcation eu égard au monde bancaire, deux catégories d'opérations sont à considérer : les dérivés de crédit portant sur une seule signature (*single risk*),

délaissés par les assureurs, et les dérivés portant sur des paniers de signatures.

Le monde de l'assurance est par nature plus enclin à entrer dans les opérations de transfert de risque sur des paniers de signatures (*encadré 1*). Ceci est dû à l'effet de portefeuille et au fait que ces opérations sont généralement structurées en plusieurs tranches de risques portant des niveaux de protection différents aptes à répondre à des appétits différents. Sur les *single risks*, à montant d'engagement équivalent, la sévérité d'un éventuel défaut ne laisse de place qu'à ceux des intervenants les plus aptes à gérer et suivre les risques de signature individuels. Seuls les assureurs-crédit pourraient aujourd'hui constituer une contrepartie vraiment efficace.

Les assureurs traditionnels souscrivent les tranches les plus exposées...

Il est utile à ce stade de différencier les acteurs traditionnels et les monolines. Les acteurs dits traditionnels, intervenant en assurance ou en réassurance, souscrivent les niveaux de risques les plus exposés : tranches dites *equity* ou *mezzanines*. Les acteurs de type monoline notés AAA n'entrent généralement que sur les tranches senior ou super senior. La raison de cette approche différenciée réside dans la définition du métier de chacun de ces intervenants.

Les acteurs traditionnels acceptent d'exposer leur bilan à un niveau de probabilité de pertes plus élevé et demandent en contrepartie une rémunération élevée (pouvant atteindre plusieurs cen-

taines de points de base). C'est en gérant une bonne diversification de leur portefeuille de risques adossé à un flux de revenus suffisant qu'ils pourront espérer préserver leur résultat. Dès le départ, ces intervenants acceptent un niveau de pertes probable significatif, dans les limites d'une fraction des primes encaissées. Le risque majeur pour ce type d'intervenant est le risque systémique car leur niveau de protection (couramment désigné sous le terme de *first loss*) est faible. A noter cependant que les tranches *equity* ou *mezzanines* souscrites par ces intervenants sont d'un montant largement inférieur aux tranches seniors ou super-seniors.

Dans cette catégorie, on trouve des réassureurs et des assureurs souvent déjà impliqués dans les risques de caution ou dans l'assurance crédit. Leur approche du risque *corporate* apporte un plus dans ce marché. Les opérateurs ayant le potentiel de compétence le plus pointu dans la connaissance, l'analyse et le suivi des risques de signature sont évidemment ceux qui ont le plus de chance d'opérer sur ce marché dans la durée. Les assureurs crédit ont de ce point de vue un avantage compétitif sensible.

... alors que les monolines jouent le rôle de rehausseur de notation

Les seconds (les monolines) ont une autre approche du risque lié au rôle différent qu'elles jouent. Forte de leur notation élevée (AAA), leur activité est plus tournée vers la facilitation du placement d'une opération financière –

1. Les divers types de dérivés de crédit sur paniers de risque

- Dérivés de *Corporates* et CDO de CDO

On distingue parmi les divers types de dérivés sur paniers de risques, les dérivés sur paniers de *corporates* et les *credit default swaps* portant sur des sous-jacents structurés (CDO d'*asset backed securities* ou les CDO de CDO). La démarche de l'analyste qui va regarder l'opération chez les assureurs est différente dans les deux cas, même si elle reste guidée par des critères de diversification. Cependant, parmi les sous-jacents de CDO d'ABS, les risques sont de nature différente (prêts hypothécaires pour les *residential mortgage backed securities*, prêts à la consommation pour les *consumer loans*, etc.). La structure de ces sous-jacents ne s'apprécie évidemment pas avec les mêmes grilles

d'analyse, ce qui explique que certaines de ces opérations avec des ABS comme sous-jacents laissent moins indifférentes les monolines, rodées à ces transactions structurées. Cela n'empêche pas ces compagnies de rester rigoureuses dans les critères de diversification des sous-jacents, quand bien même ces derniers sont eux-mêmes déjà diversifiés.

- *Blind pool derivatives* et clauses de substitution
- Reste une autre catégorie : les *blind pool derivatives*, dérivés de crédit sur portefeuilles de signatures ou de sous-jacents non connus de l'acheteur de risque. S'il y a bien une chose que les assureurs n'aiment pas c'est de ne pas savoir ce qu'ils assurent. C'est une démarche générale dans les structures de prise de risque. Il est rare

que de véritables *blind pool* trouvent preneur auprès des opérateurs les plus sérieux du marché. Une catégorie intermédiaire emporte plus les faveurs de ceux qui ont à traiter avec des clients ayant un impérieux besoin de souplesse dans la gestion du portefeuille cédé : les dérivés de crédit sur portefeuille avec faculté de substitution. La substitution permet au vendeur de risque de modifier le portefeuille d'origine en remplaçant certaines créances par d'autres. Dans certains cas, la substitution n'est autorisée qu'avec l'accord préalable de l'acheteur de risque ; dans d'autres cas, l'accord préalable n'est pas requis, mais la substitution doit se conformer à des règles précises et parfois très strictes (sur les qualités de la créance nouvellement

intégrée et sur l'effet de la substitution sur le portefeuille, notamment du fait des règles de diversification). Cette substitution doit permettre aux deux parties de trouver avantage à la transaction. Elles peuvent gêner l'acheteur de risque dans la gestion globale de ses propres expositions. Elle doit donc être rémunérée en conséquence... ce qui n'est pas toujours le cas. Elle ne doit pas non plus mettre l'assureur en position d'être systématiquement arbitré par le vendeur de risque, le cas le plus grave étant lorsque cet « arbitrage » est pratiqué sur des critères de qualité des signatures. La substitution, si elle n'est pas exclue par les acteurs du monde de l'assurance, doit cependant être pratiquée avec précaution et équité.

leur garantie confère une qualité «AAA» aux actifs assurés au bénéfice de l'investisseur – ou vers le dégageant de contraintes de limites d'engagements ou de limites de fonds propres des acteurs financiers. Ces derniers vont alors bénéficier de la solidité d'une contrepartie notée AAA, dont on connaît l'intérêt pour les professionnels de la gestion des risques ou de la gestion de bilan. Dans leur évolution, les règles de Bâle ne démentent d'ailleurs pas cette approche. Ces intervenants n'ont donc plus la même logique. Il ne s'agit pas pour eux de gérer un rapport entre niveau de pertes et primes encaissées (l'indicateur est bien connu des assureurs et désigné par le terme de *loss ratio*) mais de souscrire avec une philosophie dites *zero loss*. Leur rôle et leur finalité est ici de faciliter la gestion de l'activité financière de leurs clients, et non de prendre des pertes à leur charge, même si leur exposition au risque est réelle. Réelle mais maîtrisée et protégée par des niveaux de *first loss* adéquats. La sanction du non-respect

de cette attitude vis-à-vis du risque se traduit d'ailleurs la perte de leur notation, véritable clé de leur raison d'être sur leur marché.

Il n'y a pour ces monolines rien de vraiment nouveau dans cette approche du risque, si ce n'est les spécificités des règles ISDA ainsi que la dimension et la diversification des portefeuilles de risques cédés. Ces compagnies d'assurance, acteurs à part entière des marchés financiers, interviennent de manière très active sur le rehaussement d'opérations de titrisation. Lorsqu'elles garantissent le paiement à bonne date des parts de fonds de titrisation (les fonds communs de créances, en France), elles ne font pas un métier fondamentalement différent (si ce n'est dans la plus grande diversification des portefeuilles cédés). Tout se passe comme si, dans le cas présent, la créance était scindée et le risque de crédit «décorpore» de la relation contractuelle entre le prêteur et l'emprunteur, puis cédé, alors que dans la titrisation, c'est l'ensemble qui est cédé par le prêteur.

Il reste que ces deux types d'intervenants du monde de l'assurance, assureurs-crédit et multiliné, d'une part, et monoline, d'autre part, sont fortement complémentaires et permettent aux vendeurs de risque de trouver preneur pour chacune des tranches qu'ils ont structurées. C'est parce que ces deux types d'assureurs sont présents sur le marché qu'un certain nombre d'opérations peuvent se placer dans leur intégralité.

Risque d'insolvabilité ou risque de crédit ?

Quels risques l'assureur est-il prêt à assumer en matière de crédit ?

Jusqu'à-là, les assureurs-crédit n'ont jamais assuré que le risque d'insolvabilité. A l'origine, seule l'insolvabilité juridiquement constatée était considérée comme un événement susceptible de déclencher la garantie de l'assureur crédit. Cédant au pragmatisme, ce dernier est venu naturellement à garantir l'insolvabilité de fait et même à faire l'avance de trésorerie en cas de litige commercial

masquant une possible situation d'insolvabilité. Si l'assureur crédit sait traiter l'insolvabilité de fait, c'est que son implication est forte dans la vie de la créance garantie. Il peut agir en véritable propriétaire de la créance : c'est généralement lui qui la recouvre.

Les autres intervenants du monde de l'assurance, comme les monolines AAA, ont d'autres règles et peuvent être amenés à couvrir des risques plus globaux (dans les rehaussements de fonds de titrisation, la garantie porte le plus souvent sur le paiement à bonne date des sommes dues par le fonds aux investisseurs). Cette démarche est justifiée par l'analyse et le suivi systématiques et approfondis de l'ensemble des risques générés par la transaction. Elle s'explique aussi par les protections mises en place (*first loss*, surdimensionnement, etc.) qui éloignent du risque.

Les marchés financiers versus le monde de l'assurance

Ces points sont importants à souligner. La limitation des événements garantis ne relève pas de la «frilosité» parfois évoquée des assureurs. Peu d'acteurs seraient aujourd'hui capables de gérer avec autant d'efficacité les risques énormes qu'assument les assureurs crédit. Ils montrent cependant qu'à certains égards, les marchés financiers et le monde de l'assurance ne sont pas guidés par les mêmes objectifs, même s'ils sont susceptibles de se rencontrer : les opérateurs des marchés demandent parfois la couverture d'autres risques assez similaires aux risques de performance. Le secteur des monolines est assez proche de cette démarche mais reste focalisé sur des risques susceptibles d'être analysés et suivis. Or ce n'est pas toujours le cas des événements couverts jusque-là par certains dérivés de crédit.

Les règles ISDA définissent un certain nombre d'événements de crédit qui sont autant de «déclencheurs» de la garantie fournie par le *credit default swap*. Ces points seront repris plus loin en détail, mais d'ores et déjà on constate une possible non-concordance entre les règles des preneurs de risques et le souhait de certains vendeurs, comme l'indiquent les points de divergence évoqués plus haut. C'est le cas des clauses de *Re-Structuring* ou de *Obligation Acceleration*.

Restent enfin les modalités de *settlement* en cas de défaut, *physical* ou *cash*. Dans le premier cas, il y a remise de la créance de référence en cas de défaut. Dans le deuxième cas, il y a versement par l'acheteur de risque de la perte évaluée par différents *market makers*. Le premier est plus dans la philosophie des catégories d'assureurs, qui savent recouvrer parce que cela fait partie de leur métier. Le second est plus dans la philosophie de l'opérateur de marché qui n'a pas de structure de recouvrement à portée de main. Entre les deux se positionnent tous les autres opérateurs, assureurs ou non, qui vont opter pour l'une ou l'autre de ces deux possibilités.

«La définition de bankruptcy, extraite de l'ISDA Master Agreement, n'est pas forcément adaptée aux dérivés de crédit.»

Ces différences de positionnement n'interdisent pas les deux mondes de se rencontrer ; les nombreuses transactions sur le marché des dérivés de crédit ayant impliqué le monde de l'assurance en témoignent largement.

Le rôle des règles ISDA dans l'appréciation du risque

En acceptant le rôle d'assureur ou de vendeur de protection, l'assureur souhaite définir d'une façon précise le risque qu'il prend, et savoir comment ce risque évoluera. Un des événements de crédit satisfait ces critères, mais les autres sont plus problématiques.

L'assureur est confortable avec l'analyse du risque de l'événement de crédit *Failure to Pay* car il est défini clairement : le créancier n'est pas payé par son débiteur, donc il se retourne vers l'assureur. L'événement est objectif et externe aux parties. D'ailleurs, si le seul événement de crédit était *Failure to Pay*, le *swap* se rapprocherait beaucoup plus d'un contrat de garantie ou d'un contrat d'assurance.

Chacun des autres événements de crédit pose plus de difficultés pour un assureur, car il s'éloigne du principe indemnitaire : en effet, à travers eux, il n'est pas clair que l'assuré ait réellement subi un préjudice. On trouve ici clairement la distinction entre le principe indemnitaire et la nature synthétique du produit.

Moody's Investors Service a très justement remarqué que la définition de *Bankruptcy*, extraite de l'ISDA *Master Agreement*, n'était pas forcément adaptée aux dérivés de crédit. L'effet d'inclure *Bankruptcy* comme événement de crédit est de ramener la date possible du déclenchement du dérivé à une date plus proche que la prochaine date de paiement de l'obligation de l'entité de référence. Si l'entité de référence est en faillite, il sera probablement plus facile pour l'acheteur de protection de trouver des *Publicly Available Information* pour prouver la faillite que pour prouver le *Failure to Pay* donc on comprend la nécessité d'inclure cet événement. Mais on pourrait pousser la logique de Moody's plus loin parmi les événements qui pourraient constituer un *Bankruptcy*, il y a les événements à la suite desquels le créancier pourrait encore être payé d'une partie ou de la totalité de sa créance : pour un assureur, le moment auquel l'entité de référence ne paiera plus est la date de déclaration de la liquidation de celle-ci.

L'interprétation de la clause de restructuring

Les deux événements de crédit, *Obligation Default* et *Obligation Acceleration*, posent le même problème. Le fait qu'une entité de référence soit en défaut sur une obligation autre que financière, par exemple, une fausse déclaration, pourrait n'avoir aucun effet sur les capacités de l'entité de référence de rembourser la dette due à l'acheteur de protection.

Les diverses discussions sur le *Re-structuring*, notamment au cours de cette année, ont été largement diffusées au marché. En terme général, la question se pose de savoir comment un vendeur de protection peut évaluer qu'un acheteur de protection acceptera la restructuration de la dette de l'entité de référence, surtout si l'acheteur est couvert par un dérivé de crédit ? Cette dé-

2. Méthodes de transfert de risques

Il existe plusieurs outils juridiques parmi lesquels des compagnies d'assurance qui souhaitent intervenir sur le marché des dérivés de crédit peuvent choisir : la *credit default swap*, la garantie financière et la police d'assurance.

Dans les transactions plus structurées, plusieurs de ces contrats peuvent être exploités, notamment par l'utilisation d'un *special purpose vehicle*, dénommé dans ce contexte *transformer*, véhicule qui absorbe le risque par un *credit default swap* et le recède par une police d'assurance.

Toutes les questions sur l'utilisation des *credit default swaps* par les compagnies d'assurance françaises ne sont pas encore résolues, comme le montrent les développements ci-dessous.

Les *credit default swaps*

Economiquement, un dérivé de crédit se rapproche plus d'un contrat d'assurance ou d'une garantie qu'un produit dérivé classique. Sur le plan juridique, on trouve des éléments à la fois dans la loi bancaire et la loi des assurances qui indiquent que, même si le dérivé de crédit est caractérisé comme un instrument financier à terme, donc un produit bancaire, les compagnies d'assurance sont habilitées à jouer le rôle de vendeur de protection. On pourrait

même ajouter que si entre les mains d'un banquier, un dérivé de crédit est un instrument financier à terme, entre les mains d'un assureur, un dérivé de crédit peut être une garantie financière. Sur le plan comptable, étant donné que pour un assureur, le dérivé de crédit est simplement un outil complémentaire de transfert de risque, il semble logique qu'il ait le même traitement comptable que les autres contrats fournis par les assureurs, tels que les contrats d'assurance crédit ou les garanties financières.

En France, il est largement admis qu'un dérivé de crédit est un instrument financier à terme ; il n'est ni un contrat d'assurance, ni une garantie à première demande, ni une caution. Les arguments pour distinguer les dérivés de crédit des contrats d'assurance sont au nombre de deux.

Dans les dérivés de crédit, le montant de l'indemnisation (*le floating rate payer calculation amount*) n'est pas déterminé par la perte effective subie par l'assuré, et les parties ne tiennent pas compte de l'intérêt de l'acheteur de protection dans la non-réalisation du risque. Néanmoins, même si le dérivé de crédit ne fait pas partie des catégories traditionnelles de l'assurance, il est normal que les compagnies d'assurance soient impliquées sur ce marché

car le métier de l'assurance est plutôt de couvrir les risques, alors que le métier des banques est, a priori, de financer les besoins.

La loi de modernisation des activités financières précise que les entreprises d'assurance et de réassurance peuvent proposer des services d'investissement dans les limites des dispositions législatives et réglementaires qui les régissent. Pour justifier la participation directe d'un assureur, vendeur de protection, dans une opération de *credit default swap*, on pourrait argumenter que, pour un assureur, un dérivé de crédit n'est ni plus ni moins qu'une garantie financière, et donc le traitement comptable pour lui doit être le même que pour une police d'assurance et une garantie financière.

Les garanties financières, polices d'assurance et SPV

Pour un assureur, il existe peu de différence entre l'utilisation d'un dérivé de crédit et l'utilisation d'une garantie financière ou police d'assurance protégeant un SPV qui participe directement à un dérivé de crédit.

Dans les premières opérations de ce type, les acheteurs de protection cherchaient à améliorer leurs ratios d'adéquation de fonds propres. L'acheteur de protection signait un *credit default swap* avec une banque

OCDE. L'acheteur de protection diminuait ses besoins de fonds propres, ceux-ci ne portant non plus sur 100 % de la créance mais sur 20 %. La banque OCDE signait au même moment un contrat d'assurance avec une compagnie, et ainsi le risque de crédit sur l'entité de référence était porté par la compagnie d'assurance.

Dans d'autres cas, les banques utilisent un *transformer* – dénommé ainsi car le SPV «transforme» le dérivé de crédit en contrat d'assurance. A l'extrême, lorsque les banques cherchent plutôt à réduire leur exposition sur certains clients sans chercher d'impact sur les fonds propres, un contrat d'assurance suffirait. Quand les nouvelles règles du Comité de Bâle s'appliqueront, les banques qui cherchent à améliorer leur ratio de solvabilité ne seront plus obligées de passer par une banque OCDE ou un *transformer* – car ce qui comptera sera la qualité de crédit du vendeur de protection. Elles pourraient donc acheter de la protection directement des compagnies d'assurance qui ont une notation suffisamment élevée avec un contrat d'assurance. Un des prochains développements pour les assureurs sera de simplifier les opérations en proposant des opérations de dérivés de crédit en direct.

cision ne dépend que de la volonté de l'acheteur. Ce risque a été réduit par le supplément publié par l'ISDA en mai 2001 dans lequel il est spécifié qu'une restructuration de dette ne peut survenir que sur une obligation due à au moins trois créanciers, et les deux tiers de ces créanciers au moins doivent approuver une telle restructuration. Si le supplément s'applique, la survenance d'un événement de crédit est donc moins dépendante de la volonté d'un seul créancier. Néanmoins, l'analyse du risque ne devient pas pour autant plus évidente.

La définition de la clause successor également discutée

La définition de *Successor* a également suscité des discussions cette année. Les *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions* traitent de la fusion de l'entité de référence avec une autre entité (fusion qui pourrait se passer de diverses façons) mais ne traite pas la division d'une entité en plusieurs entités. Face à cette situation, l'avis de l'assureur est simple – il souhaite que son profil de risque reste, autant que possible, le même (si ce n'est mieux, bien sûr). Mais l'acheteur de protection aurait pu acheter un dérivé de crédit pour deux raisons – pour pouvoir couvrir son risque sur une dette spécifique, ou pour pouvoir couvrir son risque sur une entité spécifique. Si l'acheteur de protection avait l'intention de couvrir une dette spécifique, il pourrait argumenter que le vendeur de protection devrait accepter comme nouvelle entité de référence l'entité qui a pris l'obligation de payer cette dette.

Par contre, si le souci de l'acheteur de protection était de couvrir la globalité des obligations d'une entité, plusieurs solutions sont possibles :

- le dérivé de crédit se divise en plusieurs opérations, chacune avec comme entité de référence une des nouvelles entités ;
- l'entité qui a pris la majorité des obligations de l'entité de référence devient l'entité de référence ;
- l'entité avec la meilleure notation après la division devient l'entité de référence.

La première solution semble la plus

juste pour les deux parties, car elle a un impact moindre en termes de risque. Au moment de la rédaction de cet article, il semble cependant qu'une solution intermédiaire entre la première et la deuxième pourrait être acceptée par le marché.

Prendre en compte la possibilité de substitutions

Les acheteurs de protection souhaitent généralement avoir la possibilité d'effectuer des substitutions pour avoir de la flexibilité dans la gestion de leur risque. Dans les premières opérations de CDO, l'acheteur de protection acceptait parfois de sortir les titres du portefeuille si la notation de ces titres se dégradait en dessous d'un certain niveau. La Commission bancaire a précisé que ce type d'opération n'était pas acceptable dans la mesure où le risque de la banque n'était pas réellement couvert.

Actuellement, afin de maintenir la qualité de crédit du portefeuille, les parties fixent un cadre aux caractéristiques du portefeuille qui doivent être respectées chaque fois qu'il y a une substitution. Les caractéristiques habituellement exigées, à la fois pour la constitution du portefeuille et pour les substitutions, sont que la concentration du risque sur une seule entité et ses filiales soit limitée à un certain pourcentage du portefeuille ; que l'exposition soit diversifiée par région géographique et industrie ; que les titres soient répartis par niveau de notation, soit issues des agences de notation, soit issues de l'échelle interne de la banque, par exemple, 40 % des titres sont AAA, 20 % sont AA, etc ; et que la maturité des titres soit limitée en durée. Les contreparties insistent normalement sur l'inclusion de certaines limites absolues – par exemple, que si le *first loss* est entamé, les substitutions deviennent impossibles.

Règlement : trouver un compromis entre cash et physical settlement

Le principe indemnitaire est un concept de base pour les assurances : l'assureur paie la perte subie par l'assuré, ni plus, ni moins, sauf cas de contrat d'indemnisation forfaitaire. Dans les dérivés de crédit, ce principe

n'est pas respecté – et c'est une des raisons pour laquelle les dérivés de crédit ne sont pas qualifiés comme contrat d'assurance et pour laquelle on utilise un *transformer* qui, lui, va subir une perte indemnisée par l'assureur. Mais l'assureur souhaite cependant que le montant payé suite à un événement de crédit soit aussi près du dommage subi que possible. Toute la difficulté dans les deux systèmes de règlement, *Cash Settlement* et *Physical Settlement*, est de trouver un compromis entre le souhait de l'acheteur de protection de se faire payer au plus vite et au moment où le prix de marché est au plus bas, et le souhait du vendeur de protection d'attendre que le marché se stabilise après un événement de crédit. L'assureur peut ainsi être mieux protégé en cas de livraison physique des titres.

Les assureurs n'ont cependant pas forcément la capacité de gérer les créances et peuvent préférer le *Cash Settlement*. Souvent, dans ce cas, l'évaluation du titre en défaut peut se faire sur une période plus longue que celle prévue dans les *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*. Toutefois, si le titre ne peut pas être évalué dans la période prévue, alors l'évaluation peut se faire sur une autre obligation de l'entité de référence ou, si cette évaluation n'est pas possible, un expert indépendant détermine le prix du titre. Mais même si le titre est évalué pendant une période de deux ou trois mois, est-ce que cette évaluation représente la «vraie» valeur du titre après l'événement de crédit ? Cette question se pose surtout si l'événement de crédit est un *Restructuring*, où la valeur du marché peut baisser substantiellement immédiatement après l'événement et ensuite remonter pendant une période de temps plus ou moins longue.

Si une livraison physique se produit, l'assureur est mis devant le fait accompli. Avant de recevoir la créance, il n'a pas le droit d'intervenir dans la gestion de la créance. Dans le cas qui risque d'arriver le plus fréquemment, une restructuration de dette, l'assureur se trouve créancier après que la restructuration a pris effet. Étant donné que l'assureur est le porteur de risque final, pourquoi ne pas lui donner un droit de consultation sur les décisions portant sur les événements qui pourraient devenir un événement de crédit ? ●