

Les aspects prudentiels

Les risques inhérents aux dérivés de crédit sont multiples et pas toujours appréhendés de façon adéquate. Un cadre prudentiel existe, mais il est susceptible d'affinement à l'occasion de la réforme du ratio Cooke.

Cong-Khanh Tran
Responsable de la Cellule
de contrôle des risques de marché
Secrétariat général
Commission bancaire

■ A l'instar de ce qui se passe à l'étranger, l'utilisation des dérivés de crédit dans les banques françaises s'est fortement développée, au cours de ces dernières années, sous l'effet de motivations multiples, allant du simple arbitrage réglementaire des exigences en fonds propres à la recherche d'une gestion plus dynamique et plus optimisée du risque de crédit. Les transactions réalisées jusqu'ici correspondent à deux types principaux d'interventions, effectuées respectivement :

- dans une optique de couverture des engagements du portefeuille bancaire : l'achat de protection peut concerner un «nom» donné (entreprise ou état souverain émergent), via l'acquisition d'un *credit default swap* (CDS) ou l'émission d'un *credit linked note* (CLN) mono sous-jacent standard ; il peut également porter sur un «panier» diversifié de crédits lors d'opérations de titrisation synthétique comportant plusieurs tranches de risques et d'ampleur plus ou moins importante ;

«Les modèles utilisés pour la valorisation des dérivés de crédit ont été, dans la quasi-totalité des cas, développés en interne.»

- ou, pour certains grands établissements, dans le cadre d'une activité de négociation et de structuration menée sous différentes formes : *trading* de dérivés standards (afin d'asseoir la notoriété de l'établissement et lui assurer, en cas de besoin, un accès privilégié à ce mar-

ché) ; conception et distribution de produits complexes ou de montages structurés à forte valeur ajoutée (dérivés portant sur des «paniers» d'actifs de référence tels les *First to Default*, structures à effet de levier ou à «étages»...).

Au vu des possibilités d'utilisation de ces instruments et des besoins potentiels importants des établissements pour la gestion de leurs risques de crédit, la croissance de ce marché devrait se poursuivre et s'amplifier dans le futur. Néanmoins, des précautions sont à prendre et un environnement sécurisé, tant interne qu'externe, s'avère nécessaire pour accompagner ce développement.

Les modèles peuvent se révéler inadéquats

Les risques sont en effet multiples et – au travers des constats relevés lors d'enquêtes sur place – pas forcément tous appréhendés ni mesurés de façon adéquate, étant donné la «jeunesse» relative du marché.

Le premier d'entre eux est le risque de modèle : les modèles utilisés pour la valorisation des dérivés de crédit ont été, dans la quasi-totalité des cas, développés en interne, selon des spécificités propres à chaque établissement. Pour les instruments standards et portant sur de grandes signatures, des cotations régulières de marché permettent de s'assurer, peu ou prou, de la pertinence de l'outil de valorisation utilisé. Pour les produits complexes, la liquidité n'existe pas vraiment dans la plupart des cas et la valorisation des positions repose essentiellement sur le modèle utilisé comme sur les valeurs des paramètres «exotiques» introduites (volatilités implicites des *spreads*, corrélations des taux de défaut des différents actifs de référence dans le

cas des «paniers», par exemple...). Un risque, non négligeable, d'inadéquation de l'outil utilisé existe qui se conjugue avec le risque sur qualité des données d'entrée.

Un risque de contrepartie spécifique

Les transactions réalisées avec un co-contractant génèrent un risque de contrepartie, pour lequel certains aspects sont à souligner : les expositions au risque à l'égard du vendeur ou de l'acheteur de protection sont asymétriques et doivent être mesurées de façon adéquate, ce qui n'est pas encore le cas général aujourd'hui. Le processus de collecte et d'agrégation des engagements sur une contrepartie n'intègre pas toujours ce type de transactions ; ainsi, lors d'opérations de couverture des crédits du portefeuille bancaire d'un établissement, il n'est pas rare que le risque de contrepartie sur le vendeur de protection fasse l'objet d'une autorisation spécifique de la direction générale à chaque montage, mais n'est pas pris en compte par la suite dans la détermination de l'engagement global résultant des diverses activités menées avec cette contrepartie, sous-estimant ainsi le risque d'exposition à son égard. Enfin, le risque de corrélation entre la défaillance du sous-jacent et celle de la contrepartie est à prendre en considération.

Sur le plan des risques de marché et concernant les positions de *trading*, si le risque général de taux ou de change existe, l'élément prédominant reste le risque spécifique pour lequel deux problèmes se posent : une méthode de mesure appropriée, notamment pour les produits complexes, intégrant la possi-

bilité de défaut des émetteurs de référence ; un processus adéquat de compensation du risque spécifique issu des positions de sens contraires sur le même actif sous-jacent, et constituées à la fois de «cash» ou d'options de différentes maturités.

Des marges d'interprétation subsistent sur les clauses contractuelles

Les risques juridiques, quant à eux, sont de plusieurs ordres. Par leur complexité relative et par la diversité des clauses contractuelles applicables qui comportent parfois des marges d'interprétations, les dérivés de crédit offrent de nombreuses possibilités de contestation en cas d'activation de la protection par l'acheteur. Ces possibilités sont, pour certaines, difficilement maîtrisables en l'absence d'une jurisprudence avérée ou d'un environnement juridique clairement défini et fonctionnant de manière impartiale (cas de contrats conclus avec des contreparties de pays émergents et soumis au droit local en cas de contentieux, par exemple). Les conséquences résultant de contestations peuvent d'ailleurs être amplifiées par l'enchaînement d'achats et de ventes sur le même sous-jacent auprès de différentes contreparties.

«Le risque de corrélation entre la défaillance du sous-jacent et celle de la contrepartie est à prendre en considération.»

Par ailleurs, pour les montages structurés vendus à des investisseurs, des possibilités de perte totale du capital existent et doivent être connues de ces derniers ; à supposer que toutes les précautions juridiques aient été prises pour

dégager la responsabilité de l'établissement, un risque commercial demeurerait néanmoins, qui pourrait obliger ce dernier à dédommager ses bons clients en cas de sinistres.

Un risque opérationnel multiforme

Les diligences administratives concernant la mise en place des dérivés de crédit et leur suivi en cours de vie requièrent une grande rigueur (dans le contrôle exhaustif des termes du contrat, par exemple), beaucoup de vigilance (pour s'assurer notamment que l'adéquation entre la couverture et la position à couvrir perdure, malgré la survenance de modifications affectant les sous-jacents de référence telle une annulation ou une renégociation...) ainsi qu'une forte réactivité en cas d'apparition d'un événement de crédit. Par ailleurs, l'intégration encore souvent incomplète des systèmes de front-office et de back-office utilisés pour ces activités entraîne de multiples saisies manuelles, propices à la survenance d'erreurs plus ou moins graves.

Le cadre prudentiel est en cours d'affinement

Un cadre prudentiel existe déjà en France, mais est susceptible d'affinement dans le futur à l'occasion de la réforme du ratio Cooke, dans le sens d'une meilleure appréhension des risques résiduels et d'une harmonisation plus forte des différentes réglementations nationales.

Concernant l'environnement qualitatif de fonctionnement, les activités sur les dérivés de crédit sont astreintes aux conditions générales de maîtrise des risques définies par le règlement relatif au contrôle interne (Règlement 97-02, actualisé en juillet 2001). Pour le calcul des fonds propres prudentiels, le traitement de ces instruments n'a pas été explicitement prévu, tant dans la CAD que dans l'Accord actuel de Bâle. Des précisions, compatibles avec la réglementation existante et conçues dans une optique de prudence, ont été apportées par le Secrétariat général de la

Commission bancaire et concernent essentiellement les points suivants :

- la fixation des coefficients à appliquer pour le calcul des *add-on* dans l'évaluation du risque de contrepartie ;
- l'appréciation du degré d'efficacité de la protection apportée par l'utilisa-

«Les activités sur les dérivés de crédit sont astreintes aux conditions générales de maîtrise des risques définies par le règlement relatif au contrôle interne.»

tion en couverture de ces instruments et sa prise en compte en vue d'allègement des exigences en fonds propres ; entrent en ligne de compte à cet effet : la nature et la qualité du pourvoyeur de protection ; la palette des événements de crédit couverts ; le caractère inconditionnel ou non de la garantie ; l'existence de décalages (*mismatches*) éventuels entre la position à couvrir et la couverture (écarts de maturité, dissemblance d'actifs, différence de devises...);

- les critères de classification dans le portefeuille de négociation.

Sur ces différents aspects, d'autres pays (Etats-Unis, Angleterre, Allemagne...) ont également adopté des mesures intérimaires pour le fonctionnement respectif de leur marché. Si celles-ci procèdent des mêmes préoccupations, elles ne sont pas, néanmoins, toujours concordantes entre elles, générant ainsi au cours du temps des risques non négligeables de distorsions de concurrence. En concertation étroite avec la profession, l'élaboration en cours du nouvel Accord de Bâle abordera, de manière plus précise, ces différentes questions et permettra ainsi de mieux harmoniser les positions réglementaires des différents pays dans ce domaine. ●