

# MARCHÉ DES CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS)

## La régulation est en marche



**Precillia Binabout**

Consultante senior  
VBF Consulting

L'année 2008 a été le théâtre de nombreux incidents qui ont incité les régulateurs à porter leur attention sur le marché des CDS provoquant notamment le rachat de la banque Bear Stern par JP Morgan et la faillite de Lehman Brothers. Une nouvelle régulation est en cours de mise en œuvre.

Les *credit default swaps* (CDS), d'abord utilisés comme instruments de couverture du risque de crédit puis, plus largement, comme outils de spéculation sur la santé des entreprises, ont participé à la crise systémique par effet de contagion, d'autant plus que les encours notionnels bruts s'élèvent à 27 000 milliards de dollars. Dès le sommet du 15 novembre 2008, les membres du G20 ont décidé qu'il était urgent de réguler ce marché via la création de chambres de compensation.

### BREVE DÉFINITION DES CDS

Un CDS est un instrument financier hors bilan permettant de transférer synthétiquement le risque de crédit d'un sous-jacent (entité de référence) entre un acheteur de protection et un vendeur de protection. Pour en bénéficier, l'acheteur verse au vendeur une prime périodique (l'annuité), exprimée en points de base du montant notionnel : le *spread*. Il est déterminé par le marché en fonction du risque de perte tel qu'il est alors perçu. En contrepartie, le vendeur doit dédommager l'acheteur selon les modalités

définies dans le contrat en cas d'évènement de crédit affectant le sous-jacent. Les évènements de crédit, c'est-à-dire l'ensemble des faits permettant de déclencher la protection, sont généralement :

- la faillite de l'entité de référence ;
- le défaut de paiement ;
- la restructuration de la dette ;
- le moratoire (délai de paiement).

### UNE RÉGULATION NÉCESSAIRE...

Le marché des CDS n'est pas régulé : les transactions s'y font de gré à gré (OTC) et de manière confidentielle sans qu'aucune instance ne s'assure que le vendeur dispose des fonds nécessaires, ni que le montant global des contrats ou la qualité des intervenants soient rendus publics. Dans un contexte de crise où le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque que le vendeur ne puisse honorer son contrat, augmente, ceci devient problématique.

Au sein d'un marché organisé, la chambre de compensation est la contrepartie unique de tous les acheteurs et de tous les vendeurs. Elle détient des dépôts de garantie des

acteurs et procède à des appels de marge quotidiens auprès des intervenants afin de s'assurer que les risques pris par chacun soient toujours couverts. Si l'appel de marge n'est pas suivi, la chambre de compensation dénoue d'office la position et apure les pertes avec le dépôt de garantie.

### ...PASSANT PAR UNE STANDARDISATION DES CONTRATS

Pour que la chambre de compensation fonctionne, il est essentiel que les contrats de CDS soient standardisés et harmonisés. L'ISDA (International Swaps & Derivatives Association) a établi le cadre contractuel régissant désormais les CDS.

■ **Définition des évènements de crédit.** Le débat porte aujourd'hui sur la restructuration de la dette. Dans ce cas, l'entité sous-jacente ne fait pas défaut, mais modifie les termes du contrat qui la lie aux détenteurs de ses obligations (baisse du coupon, augmentation de la maturité...). La réglementation Bâle 2 précise que les banques bénéficiant de cette clause dans leurs contrats sont totalement

“Les États-Unis ont pris une longueur d’avance sur l’Europe pour la création d’une chambre de compensation.”

exonérées de couverture du risque de crédit par des fonds propres. A l’inverse, si cette clause n’est pas contractuelle, elles sont obligées de couvrir ce risque par des fonds propres à hauteur de 40 %.

De plus, la clause de restructuration diminue la liquidité des contrats car elle multiplie le nombre de CDS existant sur un même nom et rend complexe non seulement le *pricing* de l’opération, mais aussi le règlement en cas de survenance d’événements de défaut. Cette clause est déjà retirée des contrats américains.

■ **Montant des primes périodiques.** Les CDS devront se traiter à coupon fixe (100 ou 500 points de base) et non plus au prix de marché pour faciliter le travail des chambres de compensation et éviter le risque d’annuité, c’est-à-dire le risque de se retrouver dans l’impossibilité de couvrir totalement sa position, les *spreads* variant chaque jour. Le paiement d’une soulte permettra de compenser la différence entre le coupon fixé et le *spread* de marché. Le modèle JP Morgan, qui est maintenant détenu par l’ISDA, et les *spreads* publiés par le fournisseur externe Markit serviront de référence au *pricing* des CDS.

■ **Règlement des défauts.** Il se fera après déclaration officielle par un comité spécifique de l’ISDA actant de la survenance d’un événement de crédit selon un nouveau protocole d’enchères mis en place depuis le 16 mars 2009.

## CRÉATION DES CHAMBRES DE COMPENSATION

Les États-Unis ont pris une longueur d’avance sur l’Europe. En décembre 2008, la SEC, la Fed et la CFTC [1] ont signé un accord pour partager l’information relative à la supervision des chambres de compensation des CDS. Le 10 mars 2009, l’Intercontinental Exchange (ICE) obtenait l’agrément des différents régulateurs gouvernementaux américains pour devenir la première chambre de compensation des CDS. ICE dispose de plusieurs atouts pour se positionner en tant que *leader* :

- un partenariat avec Clearing Corp, une chambre de compensation basée à Chicago et détenue par huit des plus gros *dealers-brokers* de CDS américains dont Goldman Sachs, Morgan Stanley et JPMorgan;
- un système de *pricing* des CDS les moins liquides grâce à l’acquisition du *broker* de CDS Creditex et à un accord passé avec le spécialiste des indices de dérivés de crédit Markit.

Les membres d’ICE devront avoir un résultat net d’au moins 5 milliards de dollars et un *rating* minimal de niveau A pour compenser leurs CDS. Chacun devra contribuer à hauteur de 20 millions de dollars à un fond de garantie utilisé en cas de défaut d’un des opérateurs. La SEC se réserve le droit de revoir la réglementation des chambres de compensation à une date ultérieure. D’autres chambres de compensation pourraient voir le jour sachant que le marché de la compensation des CDS représenterait 400 millions de dollars de revenus potentiels (source Bloomberg). Le 13 mars 2009, CME [2] concurrent d’ICE a lui aussi été agréé.

[1] SEC – Securities and Exchange Commission; Fed – Federal Reserve Board et CFTC – Commodity Futures Trading Commission.

[2] CME : Chicago Mercantile Exchange.

La création d’une chambre de compensation européenne des CDS s’avère indispensable. Les CDS sur sous-jacents européens doivent être traités en zone euro pour ne pas dépendre d’organismes américains sur lesquels les autorités de contrôle financier européennes n’auront aucun pouvoir et éviter une prise de contrôle totale du marché par les Américains.

Le 22 décembre 2008, Nyse Liffe a lancé, en partenariat avec LCH. Clearnet Limited la seule chambre de compensation active en Europe sur les CDS, basée à Londres hors zone Euro. LCH. Clearnet SA, la branche française du groupe, a depuis indiqué qu’elle comptait compenser les CDS en zone euro d’ici fin 2009. Eurex, l’Européen, et ICE, l’Américain, prévoient aussi de lancer leurs plateformes en Europe d’ici mi-2009.

La création de chambres de compensation pour les CDS est une mesure sécuritaire assurant plus de transparence et de liquidité grâce à une réelle évaluation de la valeur des CDS, des contrats standardisés et des acteurs encadrés. Le risque systémique est aussi minoré du fait de la diminution du risque de contrepartie.

Les banques devront s’adapter aux nouveaux contrats et constituer des provisions pour les appels de marge. Reste aussi un aspect de régulation à revoir en matière de couverture des risques en fonds propres afin que la clause de restructuration de la dette puisse disparaître des contrats de CDS européens. Enfin certains CDS, du fait de leur complexité, continueront à être traités sur un marché OTC parallèle. Or, ces CDS sont ceux qui posent le plus générateur car peu liquides et difficilement valorisables. ■