

L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit

John Kiff*

Les instruments permettant de transférer le risque de crédit d'une contrepartie à une autre existent depuis longtemps¹. Par exemple, on recourt depuis des siècles à des lettres de crédit et à des garanties financières. Depuis quelques années, toutefois, l'éventail de ces instruments et de leurs usages possibles s'est considérablement élargi. L'ère moderne du transfert du risque de crédit a débuté aux États-Unis dans les années 1970 avec l'apparition de la titrisation, c'est-à-dire le reconditionnement de prêts hypothécaires à l'habitation en titres négociables. La création d'un marché secondaire des prêts bancaires a suivi, dans les années 1980. Les marchés internationaux des produits dérivés de crédit, instruments qui permettent de transférer le risque sans pour autant céder la propriété de l'actif sous-jacent, ont été créés dans les années 1990 et ont connu une expansion rapide. Ainsi, le risque de crédit est considéré aujourd'hui comme un actif négociable, même lorsque le prêteur n'est pas autorisé à vendre les actifs sous-jacents et à les retirer ainsi de son bilan.

Les instruments de transfert du risque de crédit facilitent la répartition optimale de ce risque au sein de l'économie et permettent une spécialisation, en dissociant l'octroi du crédit de l'exposition au risque. De plus, les institutions financières peuvent se servir de ces instruments pour optimiser l'utilisation de leur capital économique et réglementaire.

Le présent article décrit brièvement les différents types de produits de transfert du risque de crédit et les marchés sur lesquels ils sont négociés, puis il présente un aperçu de l'activité de ces marchés au

Canada. Nous examinons également les risques inhérents à ces instruments.

Les instruments et les marchés

L'univers du transfert du risque de crédit a évolué de telle sorte qu'il existe aujourd'hui de nombreux mécanismes pour gérer le risque de crédit, le coût du financement, la répartition du capital et la déclaration des éléments du bilan. Le choix de l'instrument employé dépend largement du but visé par le transfert et de la nature des risques de crédit transférés. Le Tableau 1 présente un aperçu des instruments de transfert du risque de crédit disponibles.

Des entrevues réalisées avec des participants au marché indiquent que ceux qui désirent transférer un risque préfèrent généralement vendre carrément l'actif en question. En retirant ce dernier de leur bilan, ils améliorent leurs ratios financiers et libèrent des fonds pouvant être utilisés à d'autres fins, dont le remboursement des dettes. Mais la vente n'est pas toujours possible ou financièrement avantageuse. Par exemple, une créance peut ne pas être transférable, pour des raisons de contraintes juridiques ou de relations avec le client; la vente peut être trop onéreuse (du fait des coûts de liquidité ou de transaction); ou l'emprunteur peut avoir le pouvoir de bloquer la vente. Tous ces facteurs ont favorisé l'essor des marchés des produits dérivés de crédit, qui permettent de transférer les risques de façon synthétique. De plus, comme c'est souvent le cas pour les créances sur cartes de crédit et les lignes de crédit personnelles, les procédures administratives et juridiques requises pour céder une créance en tant qu'actif distinct peuvent être trop lourdes par rapport aux avantages. C'est pourquoi des marchés de titrisation tels ceux des titres adossés à des actifs et des titres garantis par des créances (TGC) sont apparus².

1. Le risque de crédit désigne la possibilité qu'une contrepartie à un contrat financier manque à ses obligations, à cause d'une faillite ou pour d'autres raisons, et la possibilité que la réduction de la cote de crédit d'une contrepartie n'occasionne des pertes financières à l'autre.

* Le présent article se fonde sur les travaux réalisés par l'auteur au sein d'un groupe de travail mis sur pied par la Banque des Règlements Internationaux (BRI, 2003a), ainsi que sur ceux qu'il mène actuellement avec François-Louis Michaud (Banque de France) et Janet Mitchell (Banque Nationale de Belgique).

2. N.d.T. : « Titre garanti par des créances » traduit le terme anglais « collateralized debt obligation » (CDO).

Les produits dérivés de crédit

Les produits dérivés de crédit sont des contrats qui permettent de transférer le risque de crédit et le rendement d'un actif sous-jacent sans pour autant en céder la propriété.

Swaps sur défaillance

Les swaps sur défaillance représentent environ les trois quarts de l'encours notionnel des dérivés de crédit à l'échelle mondiale³. Ils procurent essentiellement une assurance contre divers incidents de crédit⁴. Concrètement, l'acheteur de protection verse périodiquement des primes au vendeur de protection, en contrepartie d'un montant à recevoir si un incident de crédit se produit.

Les incidents de crédit sont notamment les cas de faillite, de défaut de paiement et de restructuration de la dette d'un émetteur de référence en difficulté⁵ ou, dans le cas d'États souverains, la répudiation de la dette ou l'imposition d'un moratoire sur le remboursement de celle-ci. Les indemnités peuvent prendre la forme d'un paiement forfaitaire en espèces qui équivaut généralement à la différence entre la valeur nominale de l'actif de référence et sa valeur marchande au moment où survient l'incident de crédit. Cependant, les swaps sur défaillance font normalement l'objet d'un règlement physique, l'acheteur de protection livrant l'actif de référence au vendeur de protection à sa valeur nominale.

Alors que la plupart des contrats de swap sur défaillance se fondent sur une seule entité ou un seul actif de référence, les swaps sur panier reposent sur des portefeuilles d'actifs de référence.

Autres types de produits dérivés de crédit

Le quart restant du marché des dérivés de crédit est composé des swaps sur le rendement total, des

3. Certaines définitions des dérivés de crédit englobent les opérations de titrisation synthétique et les swaps d'actifs. Dans le présent article, la titrisation synthétique est considérée comme un sous-produit de la titrisation à proprement parler, et les swaps d'actifs sont exclus de la définition de « produits dérivés » en raison de l'élément de transfert de propriété qu'ils comportent.
4. Bien que les acceptations et garanties de crédit s'apparentent aux swaps sur défaillance, elles ne constituent pas des instruments de transfert du risque de crédit au sens de la définition qu'en donne le présent article, en raison de subtilités contractuelles qui limitent leur utilité à cet égard.
5. Dans un contrat de swap sur défaillance, l'expression « restructuration de la dette d'un émetteur de référence en difficulté » désigne une modification des conditions relatives à l'actif de référence qui porte préjudice au détenteur de cet actif. Il peut s'agir par exemple de la réduction des versements de principal ou d'intérêts ou du report des paiements.

Tableau 1

Options disponibles pour le transfert du risque de crédit

Instruments types de transfert du risque de crédit ^a	Actifs sous-jacents	
TAA et PCAA	Prêts aux ménages	Prêts hypothécaires à l'habitation
		Créances sur cartes de crédit
		Prêts et crédit-bail automobiles
	Créances transférables (prêts et obligations)	Prêts hypothécaires commerciaux
		Créances clients
		Crédit-bail matériel
TGC classiques (ventes pure et simple)		Créances de sociétés
		Créances de pays à marché émergent
TGC synthétiques, TLVC, SD et OEC	Créances transférables et non transférables	Prêts à des sociétés
		Prêts à des pays à marché émergent

a. Abréviations

- TAA : titre adossé à des actifs
- PCAA : papier commercial adossé à des actifs
- TGC : titre garanti par des créances
- TLVC : titre lié à la valeur du crédit
- SD : swap sur défaillance
- OEC : option sur écart de crédit

options sur écart de crédit et des titres liés à la valeur du crédit. Les swaps sur le rendement total sont des contrats qui permettent de transférer réellement à une contrepartie le rendement total d'un actif sous-jacent. Ce genre de swap n'est guère plus qu'une opération financière ou un bail synthétique, de sorte que son statut en tant qu'instrument de transfert du risque de crédit est quelque peu discutable. Par contre, l'option sur écart de crédit fait bel et bien partie de cette catégorie d'instruments, car elle offre une protection contre une dévalorisation de l'actif sous-jacent qui n'est pas liée à l'évolution de la courbe des taux d'intérêt. Cette option est en fait un swap sur défaillance dans lequel l'incident de crédit est l'élargissement de l'écart de rendement⁶.

Le titre lié à la valeur du crédit résulte d'un montage qui combine un swap sur défaillance et les caractéristiques d'un titre à revenu fixe classique. L'émetteur s'engage à payer périodiquement des intérêts et à rembourser, à l'échéance, le capital moins un paiement si l'incident de crédit défini dans le swap sur défaillance est survenu. Le titre lié à la valeur du crédit est une option intéressante pour les investisseurs et les vendeurs de protection qui ne sont pas autorisés à négocier directement des contrats de produits dérivés⁷.

La titrisation

Les titres adossés à des actifs sont des valeurs négociables émises par une structure d'accueil au sein de laquelle sont regroupés de nombreux actifs. Divers types de montage et diverses techniques de rehaussement de crédit sont utilisés pour transformer un ensemble d'obligations qui ne sont pas nécessairement de premier ordre (il peut même s'agir d'obligations de pacotille) en titres prioritaires de grande qualité (assortis de la cote AAA, par exemple).

Les titres garantis par des créances (TGC) classiques sont très semblables aux titres adossés à des actifs, les principales différences ayant trait à la nature des actifs titrisés et au nombre de tranches subordonnées. Les titres adossés à des actifs sont généralement fondés sur des blocs de prêts à la

consommation assez homogènes (p. ex., créances sur cartes de crédit, prêts automobiles et prêts hypothécaires), tandis que les TGC sont habituellement adossés à des créances plus diversifiées de sociétés et de pays à marché émergent.

Dans le cas des titres adossés à des actifs, les structures d'accueil n'émettent normalement pas plus de deux tranches de titres. Par exemple, elles vendent souvent des titres prioritaires assortis de la cote AAA aux investisseurs, et des titres de rang inférieur moins bien notés (BBB par exemple) à l'initiateur. Dans le cas des montages de TGC, par contre, la structure d'accueil émet plusieurs tranches; elle vend aux investisseurs des titres prioritaires cotés AAA, des titres mezzanines notés A et des titres appartenant à une ou deux tranches subordonnées dont la cote varie de BBB à BB, ainsi que des titres de la tranche la plus basse (qui ne sont ni cotés, ni garantis) aux investisseurs et à l'initiateur. Les tranches ayant les cotes les moins élevées servent à rehausser le crédit des titres prioritaires, du fait qu'elles ne reçoivent que les flux restant une fois les paiements effectués sur les tranches prioritaires.

D'autres techniques de réduction du risque de crédit peuvent s'ajouter à celle de la subordination des tranches ou s'y substituer. Il est possible notamment de transférer à la structure d'accueil des actifs dont la valeur globale excède celle des titres émis (c'est ce qu'on appelle le surnantissement). On recourt aussi fréquemment au rehaussement de crédit par des tiers, notamment aux lettres de crédit et aux cautionnements délivrés par des institutions financières jouissant d'une cote de crédit élevée.

Dans les opérations de titrisation classiques, les actifs sont transférés intégralement (risque et propriété) à la structure d'accueil, alors que dans les opérations synthétiques, le transfert du risque s'effectue au moyen d'un ou de plusieurs swaps sur défaillance. Dans ce dernier cas, le produit de l'émission de titres sert à acheter des valeurs de qualité élevée (habituellement des titres d'État cotés AAA). Les paiements de principal et d'intérêts afférents à celles-ci, de même que les primes de swap sur défaillance versées par l'initiateur, fournissent les fonds nécessaires pour effectuer les paiements de principal et d'intérêts relatifs aux titres émis et, en cas de défaut de paiement, pour verser à l'initiateur le montant prévu dans l'accord de swap.

Le montage synthétique a l'avantage de pouvoir s'appliquer dans les situations où les actifs sous-jacents ne sont pas transférables, et il est

6. Le prix des obligations est exprimé sous forme d'écart de rendement par rapport à des instruments de référence ayant la même échéance, comme les obligations d'État et les swaps de taux d'intérêt. Cet écart compense, pour l'investisseur, le risque de crédit et de liquidité que présente le titre par rapport à l'instrument de référence. (Voir Miville et Bernier, 1999.)

7. Voir Kiff et Morrow (2000) pour de plus amples renseignements sur les swaps sur le rendement total, les options sur écart de crédit et les titres liés à la valeur du crédit.

particulièrement utile pour couvrir des lignes de crédit et autres engagements de prêt inutilisés.

L'activité sur le marché canadien du transfert du risque de crédit

La participation des sociétés canadiennes aux marchés du transfert du risque de crédit s'est développée autour de deux principaux axes : l'essor du marché intérieur et la présence sur les marchés étrangers. Au pays, il existe aujourd'hui un marché dynamique des titres adossés à des actifs, mais peu de prêts et de dérivés de crédit sont échangés sur le marché secondaire. Si les entités étrangères sont pratiquement absentes des marchés canadiens du transfert du risque de crédit⁸, certaines banques canadiennes prennent part activement à toute la gamme des opérations liées à ces marchés à l'étranger. Alors que les compagnies d'assurance étrangères sont en voie de devenir des acteurs importants sur les marchés du transfert du risque de crédit aux États-Unis et en Europe, la participation des assureurs canadiens reste marginale, tant au pays que dans le reste du monde.

Au Canada, le gros de l'activité intérieure est concentré dans le secteur des titres adossés à des actifs, en particulier le papier commercial adossé à des actifs⁹. Pour les autres types d'instruments de transfert du risque de crédit, le marché national est assez restreint. La plupart des banques canadiennes servent uniquement d'intermédiaires dans les opérations sur titres qu'elles exécutent depuis leurs bureaux de Toronto ou de Montréal. Par contre, certaines jouent un rôle actif sur les marchés américains et britanniques de la titrisation et des dérivés de crédit. Plusieurs banques, en particulier, sont très présentes sur les marchés européens des TGC synthétiques, mais il est extrêmement difficile d'obtenir des renseignements détaillés à ce sujet.

Les problèmes potentiels posés par les activités de transfert du risque de crédit pour le système financier

Le transfert du risque de crédit offre certes de nombreux avantages. Néanmoins, des problèmes

potentiels ont été mis en lumière par un rapport récent de la Banque des Règlements Internationaux (BRI, 2003a) ainsi que par certains observateurs.

Lacunes en matière de transparence et de divulgation

Selon le rapport de la BRI, la divulgation insuffisante de renseignements aux échelons des entités et des opérations constitue une préoccupation pouvant nécessiter une intervention de la part des autorités compétentes. En effet, il est parfois difficile, sinon impossible, de trouver des informations sur les activités de transfert du risque de crédit dans les états financiers des banques, même chez celles qui sont connues pour être très actives sur ces marchés.

Il convient de souligner, toutefois, que certaines banques canadiennes ont nettement amélioré leurs pratiques de divulgation en matière de transfert du risque de crédit depuis la publication du rapport de la BRI. Dans leur rapport annuel de 2002, par exemple, deux d'entre elles ont fourni des renseignements assez détaillés sur les accords de swaps sur défaillance qu'elles ont conclus; l'une a même dévoilé l'étendue des risques auxquels elle s'expose au chapitre du rehaussement du crédit et de la liquidité des titres adossés à des actifs¹⁰. Cela dit, des efforts supplémentaires en ce sens seraient souhaitables.

À l'échelon des transactions, il serait utile de disposer de données transparentes non seulement sur la composition des blocs d'actifs titrisés, mais aussi sur l'identité des sociétés de rehaussement de crédit. Si les agences de notation ont facilement accès à ces informations, aux fins de l'attribution des cotes de crédit, les investisseurs privés, pour leur part, ont souvent du mal à se livrer à leurs propres analyses. En particulier pour les titres adossés à des actifs, les investisseurs devraient à tout le moins savoir quelle société assure le rehaussement du crédit¹¹.

La règle d'interprétation n° 46 publiée en janvier 2003 par le Financial Accounting Standards Board (FASB) des États-Unis devrait toutefois faciliter la divulgation et la reddition de comptes à l'égard de telles activités. En avril 2003, le Conseil des normes comptables canadien de l'Institut Canadien des Comptables Agréés (ICCA) a annoncé son in-

8. Certains analystes sont d'avis que la retenue d'impôt de 10 % applicable aux intérêts versés par des Canadiens à des résidents des États-Unis peut expliquer en partie la faible présence de participants étrangers sur les marchés canadiens de la titrisation.

9. Voir l'article de Toovey et Kiff dans la présente livraison (p. 45) pour de plus amples renseignements sur le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs.

10. Voir l'article de Toovey et Kiff (p. 45) pour de plus amples renseignements sur la question du rehaussement du crédit et de la liquidité des titres adossés à des actifs.

11. L'article de Toovey et Kiff (p. 45) présente davantage d'information à ce sujet.

tention d'adopter une règle semblable. Outre qu'elle élèvera les normes en matière de transfert de risque applicables au retrait d'actifs titrisés du bilan de l'initiateur, cette mesure pourrait obliger les banques commerciales à inscrire à leurs bilans certains des actifs faisant partie des programmes d'émission de papier commercial adossé à des actifs qu'elles parrainent¹².

Des informations sur l'ensemble des activités de transfert du risque de crédit font également défaut. Entre autres, le rapport de la BRI souligne l'extrême divergence des estimations de la taille des marchés, et la question de savoir où les risques de crédit sont transférés est source de préoccupation¹³.

La société Fitch Ratings (2003) se demande par ailleurs si les systèmes d'information de gestion des participants se sont développés au même rythme que leurs activités dans ces marchés.

Complexité des instruments et dépendance envers les agences de notation du crédit

Le rapport de la BRI souligne le rôle crucial que jouent les agences de notation du crédit dans les divers marchés du transfert du risque de crédit, notamment dans ceux de la titrisation. Pour évaluer correctement de tels montages, ces agences ont dû élargir considérablement leur champ d'examen traditionnel et se prononcer, par exemple, sur les rehaussements structurels des TGC et des titres adossés à des actifs ainsi que sur les systèmes, les mécanismes de contrôle et les compétences de gestion.

Les lacunes de divulgation rendent la situation encore plus problématique, les investisseurs privés se trouvant dans la quasi-impossibilité d'analyser eux-mêmes les risques liés aux TGC et aux titres adossés à des actifs.

Les pratiques de l'abaissement systématique de note et du panachage sélectif sont deux autres préoccupations soulevées par les participants au marché en ce qui concerne la notation des TGC et des titres adossés à des actifs.

- **L'abaissement systématique de note** consiste, pour l'agence de notation qui évalue les actifs auxquels sont adossés des titres ou sur lesquels sont référencés des TGC, à réduire systématiquement les notes attribuées aux actifs sous-jacents par d'autres agences. Certains estiment que cette pratique est anticoncurrentielle et qu'elle n'a d'autre but que de contraindre les gestionnaires de TGC à obtenir, moyennant des frais, de nouvelles cotes sur les actifs sous-jacents auprès de l'agence qui évalue les TGC ou les titres adossés à des actifs.
- Le **panachage sélectif** consiste à faire coter les diverses tranches de TGC par des agences différentes. Si, par exemple, telle agence a la réputation d'évaluer plus sévèrement les tranches prioritaires, et telle autre, les tranches mezzanines, l'initiateur fait noter la tranche mezzanine par la première agence et la tranche prioritaire par la deuxième agence, pour ainsi obtenir les cotes les plus élevées pour l'ensemble du montage¹⁴.

Concentration de l'intermédiation

Le rapport de la BRI fait remarquer que l'extrême concentration de l'intermédiation observée dans la plupart des marchés du transfert du risque de crédit nuit à la négociabilité des instruments. La concentration est particulièrement forte pour ce qui est des swaps sur défaillance. Aux États-Unis, par exemple, le Office of the Comptroller of the Currency indiquait dans un rapport récent que 92 % de l'encours des dérivés de crédit dans les banques du pays était groupé dans trois établissements (OCC, 2002).

À cet égard, la diminution du nombre des institutions financières cotées au moins AA (faible) pourrait aggraver la situation. Cette cote minimale revêt une importance particulière quant au risque de contrepartie présent dans les opérations de transfert du risque de crédit et aux rehaussements de crédit par un tiers. Ainsi, pour que certains titres adossés à des actifs maintiennent leurs notes de niveau supérieur, il faut confier tout rehaussement de crédit à des tiers ayant reçu la cote minimale R-1 (moyenne) ou AA (faible) de la société Dominion Bond Rating Service (DBRS). Or,

12. Voir Mountain (2003) ainsi que Parfeniuk et Azarchs (2003) pour une analyse préliminaire des répercussions qu'aura à terme la règle d'interprétation du FASB (2003).
13. Fitch (2003) présente les résultats préliminaires d'une enquête sur la vente de protection. La Financial Services Authority du Royaume-Uni a aussi exprimé des inquiétudes au sujet des transferts effectués vers des compagnies d'assurance et des sociétés non réglementées (FSA, 2002). Cependant, bien que la British Bankers Association ait estimé que les assureurs sont à l'origine de 33 % de toutes les ventes de protection sur les marchés des dérivés de crédit (BBA, 2002) – comparativement à 6 % des achats de protection –, il faut savoir que plus de 60 % de ceux-ci sont des assureurs monogammes qui se spécialisent dans les garanties financières.

14. Voir Perraudin et Peretyatkin (2002) pour une analyse du panachage sélectif.

même si la plupart des grandes banques canadiennes affichent la note R-1 (élevée) ou AA (faible), plusieurs d'entre elles ont été désignées comme plus susceptibles de voir leur cote abaissée que relevée à court terme¹⁵.

Par ailleurs, la plupart des TGC synthétiques doivent recevoir une garantie, généralement d'un nombre restreint de sociétés d'assurance monogammes notées AAA, pour que la tranche de rang le plus élevé obtienne cette même cote.

Incidence des activités de transfert du risque de crédit sur les marchés au comptant

Certains observateurs ont étudié l'incidence possible de la négociation des instruments de transfert du risque de crédit sur le cours et le rendement des titres sous-jacents de l'entité de référence. Par exemple, on avance que la couverture anticipée de positions imminentes de crédit consortial sur les marchés des swaps sur défaillance (opérations en avance sur le marché) a pour effet d'élargir les écarts pour les titres des entités sous-jacentes¹⁶. De plus, les TGC d'arbitrage, dont le but est de tirer profit des écarts de rendement « moyens » entre les tranches des TGC et les actifs titrisés¹⁷, obligent les gestionnaires à acquérir les actifs sous-jacents sur le marché avant de lancer les TGC. Ces acquisitions seraient à l'origine des augmentations de prix idiosyncrasiques des actifs sous-jacents.

Certains participants au marché soutiennent également que les fonds spéculatifs se servent des swaps sur défaillance d'une manière offensive, achetant des contrats de protection en vue de creuser les écarts sur le marché de ces titres et donner ainsi l'impression que l'entité de référence éprouve

des difficultés¹⁸. Les observations empiriques confortent la thèse selon laquelle l'élargissement des écarts dans le marché des swaps sur défaillance précède un pareil élargissement dans les marchés au comptant¹⁹, mais aucune étude n'a encore permis d'établir un lien de causalité. En fait, l'explication la plus probable de cet effet d'entraînement est qu'il est plus facile et financièrement avantageux de vendre des risques de crédit dans les marchés des swaps sur défaillance que dans le marché au comptant²⁰.

Intérêt moindre des prêteurs à apporter leur concours en cas de restructuration

Les prêteurs non couverts sont habituellement disposés à apporter leur concours lors de la restructuration de la dette d'un émetteur de référence en difficulté puisqu'ils tiennent à réduire le plus possible leurs pertes potentielles. Il n'en va pas nécessairement de même pour les prêteurs dont le contrat de protection couvre les cas de restructuration. Ceux dont la protection exclut de tels cas peuvent même être tentés d'acculer le débiteur à la faillite.

Risque de base et risque de prix

Du point de vue de la stabilité financière, le rapport de la BRI soulève des interrogations au sujet du risque de base, à savoir l'adossement imparfait des swaps sur défaillance et des instruments qu'ils sont censés couvrir. Cette imperfection tient habi-

15. La DBRS a attribué une tendance négative à trois des cinq grandes banques canadiennes notées AA (faible). La tendance indique l'orientation future de la cote de crédit établie par la DBRS.

16. Voir Armstrong (2003) pour une étude détaillée du crédit consortial. On peut sans doute considérer que ce type de crédit est une forme de transfert du risque de crédit. Le risque est cependant transféré avant l'initiation, alors que le présent article est centré sur les transferts postérieurs à celle-ci.

17. Quant aux TGC de gestion de bilan, ils permettent à l'institution qui est à l'origine des actifs et qui amorce l'opération d'améliorer ses ratios financiers ou de réduire ses besoins réglementaires en fonds propres. En général, les TGC d'arbitrage sont initiés par des banques d'investissement, des courtiers et des gestionnaires de fonds qui cherchent à tirer profit des écarts de rendement et de la négociation active des actifs titrisés.

18. Sender (2002) cite plusieurs exemples où des fonds spéculatifs semblent avoir activement acheté des contrats de protection pour se prémunir contre une éventuelle défaillance des entités qui étaient sur le point de passer à la catégorie des emprunteurs à haut risque, c'est-à-dire de recevoir de la société DBRS une cote inférieure à BBB (faible). La situation vient de ce que de nombreux investisseurs institutionnels ne sont pas autorisés à détenir des obligations à haut risque, ou ne peuvent le faire qu'à l'intérieur de certaines limites. Ces acquisitions importantes de swaps sur défaillance peuvent s'avérer très lucratives si elles agissent effectivement sur des facteurs fondamentaux qui entraînent le déclassement des obligations.

19. On trouvera dans l'Encadré 2 de l'article de Kiff et Morrow (2000) une analyse des liens entre les primes des swaps sur défaillance et les rendements à l'échéance des actifs de référence. Voir également Hull, Predescu et White (2003) pour des observations empiriques sur l'effet d'entraînement des écarts des swaps sur défaillance lorsqu'il y a détérioration du crédit. Ces auteurs montrent aussi que, lorsque les écarts des swaps sur défaillance s'amenuisent, ils ont tendance à suivre de près les écarts sur les marchés au comptant.

20. Le sondage de la BBA (2002) montre que les fonds spéculatifs achètent des contrats de protection beaucoup plus activement qu'ils n'en vendent.

tuellement à la définition des incidents de crédit, particulièrement ceux qui se rapportent aux mécanismes de restructuration et de règlement²¹.

Le rapport de la BRI souligne également, non sans inquiétude, l'état embryonnaire de la littérature relative à l'évaluation des swaps sur panier d'actifs et des montages de titrisation. Non seulement les travaux théoriques sur le sujet en sont encore à un stade très préliminaire, mais l'évaluation des corrélations des taux de défaillance, d'une importance critique pour n'importe quel modèle d'évaluation, semble encore très approximative²².

Les risques inhérents aux instruments de transfert du risque de crédit

Les risques juridiques et les problèmes de divergence des intérêts des parties sont deux autres sources de préoccupation en matière de transfert du risque de crédit.

Risques juridiques

Le principe de cession réelle des créances constitue l'un des fondements juridiques des montages de TGC classiques et de titres adossés à des actifs. En d'autres termes, la propriété des prêts et les droits reconnus par la loi sur ceux-ci devraient être intégralement transférés à la structure d'accueil afin de protéger cette dernière en cas de faillite de l'initiateur. Cette protection a été contestée sans succès devant les tribunaux, tant au Canada qu'aux États-Unis. De tels litiges ont le mérite de rappeler que nulle structure n'est entièrement à l'abri des cas de faillite et que les actifs titrisés peuvent se trouver mêlés, ne serait-ce que temporairement, à la procédure de faillite de l'initiateur. Notons toutefois que la synthétisation permet d'éviter ce type de problème puisqu'il n'y a alors aucun transfert de propriété.

Dans le marché des swaps sur défaillance, l'inclusion de la restructuration de la dette de l'entité de référence parmi les événements déclencheurs de protection suscite une certaine controverse, si bien que cet incident de crédit est parfois exclu des contrats. Le but d'une telle inclusion était d'étendre la protection à tous les incidents de crédit susceptibles de dévaloriser l'actif de référence. Or, les res-

tructions ne portent pas toujours préjudice à l'acheteur de protection; on peut donc se demander pourquoi elles devraient générer systématiquement des versements même en l'absence de défaut de paiement. Bien que l'on se soit efforcé de limiter les situations de restructuration à celles où l'émetteur de référence est en difficulté, une autre question a surgi à propos des options de livraison dont disposent les acheteurs de protection dans le cas des swaps sur défaillance à règlement physique²³. Lors de plusieurs restructurations récentes, il a été allégué que les acheteurs de protection avaient abusé de leurs options de livraison en remettant des obligations de prix inférieur, à faible taux d'intérêt contractuel et à échéance plus longue contre les prêts de valeur supérieure que les contrats étaient censés protéger²⁴. Le traitement de la restructuration est reconnu comme un enjeu important dans le rapport de la BRI, et peut-être ne pourra-t-on résoudre complètement la question, à moins que le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres ne supprime l'obligation d'inclure la restructuration comme incident de crédit pour les swaps sur défaillance²⁵.

Dans le plus récent document de consultation relatif au Nouvel accord (BRI, 2003b), il est effectivement proposé de faire de la restructuration un incident de crédit facultatif dans les cas où la banque est entièrement maître de la décision de restructurer. Comme une telle situation se présente rarement, la BRI indique qu'elle continuera d'explorer d'autres options de traitement des restructurations.

Problèmes de divergence des intérêts des parties

Tant la BRI (2003a) que Kiff, Michaud et Mitchell (2003) discutent abondamment de la façon dont les instruments de transfert du risque de crédit modifient les rapports entre emprunteurs et prê-

21. Voir Kessler et Levenstein (2001) ainsi que O'Kane et McAdie (2001) pour une discussion du risque de base.

22. La difficulté d'évaluer les corrélations des taux de défaillance et les statistiques sur les défaillances en général tient entre autres à la rareté des défaillances, notamment chez les émetteurs de titres de bonne qualité.

23. Il faut prévoir plus d'un type d'actifs livrables pour assurer l'exécution des contrats à règlement physique.

24. En 1999, la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) a apporté à la documentation type certaines modifications qui visent à restreindre les échéances des actifs pouvant être livrés en cas de restructuration. Cependant, ces modifications ne semblent pas avoir éliminé complètement les risques d'abus.

25. Le 3 mars 2003, le service de dépêches de *Creditflux* a annoncé que la CIBC poursuivait la société d'assurance monogamme Ace Capital Re Overseas Ltd. en raison du refus de cette dernière d'honorer ses engagements dans le cadre d'un swap sur défaillance référencé sur Xerox. En 2002, les banquiers de Xerox ont allongé l'échéance de certains prêts accordés à la société, déclenchant ainsi une controverse quant à savoir s'il s'agissait d'une restructuration motivée par des difficultés.

teurs en faisant intervenir de nouveaux preneurs de risques. Fort heureusement, de nombreuses caractéristiques inhérentes à ces produits limitent les problèmes de divergence d'intérêts que pourrait entraîner la multiplication du nombre des parties.

À titre d'illustration, les prêteurs peuvent être portés à protéger uniquement les actifs à risque élevé et à relâcher leurs critères de sélection ainsi que leur surveillance des emprunteurs à risque dès que ces actifs font l'objet d'une protection. Divers mécanismes permettent de contrer le problème : concours de crédit des prêteurs (p. ex., fourniture de lettres de crédit référencées sur des titres adossés à des actifs) et rehaussements structurels (p. ex., surnantissement et conservation de tranches de qualité inférieure), sans compter la volonté de l'émetteur de maintenir la réputation de qualité de ses titres.

Les problèmes de divergence d'intérêts se posent avec une acuité particulière dans le cas des TGC, ces derniers donnant aux gestionnaires de garanties une certaine latitude quant à la composition du bloc d'actifs et à l'échelonnement des opérations à l'intérieur de ce bloc. Ainsi, le gestionnaire de TGC qui est également à la source des actifs peut être tenté de remplacer des actifs arrivant à échéance par d'autres de piètre qualité qui figurent à son bilan. La probabilité d'un tel comportement peut être réduite par le recours à des conseils de gestion indépendants, l'imposition de règles sévères sur les substitutions, la transmission d'information sur les actifs titrisés, la participation du gestionnaire aux tranches les moins bien notées du montage et d'autres formes de conservation des risques²⁶.

Sommaire

Force est de reconnaître que les instruments de transfert du risque de crédit améliorent l'efficacité des marchés et la dispersion des risques. Ce faisant, ils créent toutefois certaines difficultés, dont les risques juridiques et les problèmes de divergence d'intérêts des parties, que le marché semble être en bonne voie de résoudre. Dans une perspective plus systémique, la divulgation et la transparence semblent laisser à désirer, bien que diverses instances réclament actuellement des améliorations en la matière pour un grand nombre de ces produits. Finalement, on s'inquiète de la complexité croissante des instruments ainsi que de la dépendance grandissante des participants au mar-

ché envers les agences de notation et les modèles d'évaluation des risques de type « boîte noire ».

Ces inquiétudes se trouvent atténuées dans une certaine mesure par le degré d'activité encore faible de ces marchés, surtout par comparaison à d'autres tels que ceux des produits dérivés de taux d'intérêt et de change. À titre d'exemple, l'encours notionnel des dérivés de crédit ne représente qu'environ 2 % de celui des swaps de taux d'intérêt et de devises²⁷. En outre, nombreux sont les prêteurs pour qui la gestion du risque à la source demeure le moyen privilégié de parvenir au profil visé de risque de crédit²⁸.

Bibliographie

Armstrong, J. (1997). « L'évolution de l'activité bancaire au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 11-38.

——— (2003). « The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context », document de travail n° 2003-15, Banque du Canada.

Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2003a). *Credit Risk Transfer*, rapport présenté par un groupe de travail mis sur pied par le Comité sur le système financier mondial, Bâle, BRI (janvier).

——— (2003b). *Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres*, troisième document soumis à consultation par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Bâle, BRI (avril).

British Bankers' Association (BBA) (2002). *BBA Credit Derivatives Report 2001/2002*, Londres, BBA.

Financial Accounting Standards Board (FASB) (2003). *Consolidation of Variable Interest Entities – An Interpretation of ARB No. 51*, FASB, règle d'interprétation n° 46 (janvier).

27. D'après les données de l'ISDA (2003), l'encours notionnel des dérivés de crédit était de 2 billions de dollars É.-U. à la fin de 2002, alors que celui des dérivés de taux d'intérêt et de change s'élevait à 100 billions de dollars É.-U. Il se peut cependant que la valeur des risques potentiels transférés à l'aide des dérivés de crédit, par rapport à celle des risques transférés par d'autres types de dérivés, soit supérieure à la valeur déduite de la simple comparaison des encours notionnels. À titre d'exemple, la faillite d'une entité de référence aurait vraisemblablement une incidence beaucoup plus grande sur la valeur d'un dérivé de crédit que même les plus graves incidents provoqués par une évolution défavorable des taux d'intérêt ou du taux de change.

28. C'est ce que démontrent, par exemple, les résultats du sondage réalisé par Rutter Associates, qui sont résumés dans Smithson et coll. (2002).

26. Nazarian (2002) présente une analyse des pratiques potentiellement abusives des gestionnaires de TGC et certaines pistes de solutions.

- Financial Services Authority (FSA) (2002). « Cross-Sector Risk Transfers », document de travail, Londres, FSA.
- Fitch Ratings (2003). *Global Credit Derivatives: Risk Management or Risk?*, rapport spécial, 10 mars. Document disponible à l'adresse <<http://www.fitchratings.com>>.
- Hull, J., M. Predescu et A. White (2003). « The Relationship Between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements », document de travail, Université de Toronto (mars).
- International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) (2003). *ISDA 2002 Year-End Market Survey*, New York, ISDA, 19 mars. Document disponible à l'adresse <<http://www.isda.org>>.
- Kessler, M., et L. Levenstein (2001). *Credit Default Swaps versus Financial Guarantees – Are the Risks the Same?*, Moody's Investors Service (juin).
- Kiff, J., F.-L. Michaud et J. Mitchell (2003). « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, à paraître.
- Kiff, J., et R. Morrow (2000). « Les produits dérivés de crédit », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-12.
- Miville, M., et A. Bernier (1999). « Le marché des obligations de sociétés au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-9.
- Mountain, J. (2003). « FASB's SPE-cial Delivery on Consolidation Accounting », *Heads Up*, vol. 10, Deloitte & Touche, 4 février.
- Nazarian, D. (2002). *Structural Features Aimed at Enhancing CDO Ratings Stability: An Overview*, rapport spécial, Moody's Investors Service (juillet).
- Office of the Comptroller of the Currency (OCC) (2002). *Bank Derivatives Report: Third Quarter 2002*, Washington, OCC (décembre). Document disponible à l'adresse <<http://www.occ.treas.gov>>.
- O'Kane, D., et R. McAdie (2001). « Explaining the Basis: Cash versus Default Swaps », *Lehman Brothers Structured Credit Research* (mai).
- Parfeniuk, L., et T. Azarchs (2003). *FIN 46 Likely to Have Impact on Major Canadian Banks*, Standard & Poor's, 16 avril.
- Perraudin, W., et V. Peretyatkin (2002). « EL and DP Approaches to Rating CDOs and the Scope for 'Ratings Shopping' ». In : *Credit Ratings: Methodologies, Rationale and Default Risk*, sous la direction de M. K. Ong, Risk Books.
- Sender, H. (2002). « Deals & Deal Makers: A Market Backfires, and Investors Pay », *Wall Street Journal*, 5 décembre, p. C1.
- Smithson, C., S. Brannan, D. Mengle et M. Zmiewski (2002). *Results from the 2002 Survey of Credit Portfolio Management Practices*, Rutter Associates, 17 octobre. Document disponible à l'adresse <<http://www.rutterassociates.com>>.
- Toovey, P., et J. Kiff (2003). « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux », *Revue du système financier* de la Banque du Canada, présente livraison.