



International Swaps and Derivatives Association, Inc.
One New Change
London EC4M 9QQ
United Kingdom
Telephone: 44 (20) 7330 3550
Facsimile: 44 (20) 7330 3555
email: isdaeurope@isda.org
website: www.isda.org

MM. Guillaume Tabourin et Philippe Troussard
Secrétariat Général de la Commission Bancaire
115 rue Réaumur
75002 Paris

Paris, le 17 février 2006

Réf. : Modalités de calcul du ratio international de solvabilité

Chers Guillaume et Philippe,

Nous revenons, comme convenu, vers vous au sujet du traitement prudentiel des dérivés de crédit dans le portefeuille bancaire, pour savoir si la Commission a eu l'opportunité de considérer plus avant l'argumentation juridique développée avec Gide Loyrette Nouel au cours de notre réunion du 3 octobre dernier relative à la révision des modalités de calcul du ratio international de solvabilité, prévu à l'Annexe 15. A ce titre, nous avons évoqué avec vous une série d'arguments tant juridiques qu'économiques.

1. Au plan juridique, il nous semble que depuis la transposition en France, en juillet dernier, de la Directive européenne 2002/47 sur les garanties financières à l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, les conditions posées à la reconnaissance des effets prudentiels des protections crédit acquises par le biais d'instruments financiers à terme susceptibles de bénéficier d'un régime de *close out netting* particulièrement favorable, mériteraient d'être reconsidérées.

En premier lieu, toute condition documentaire pour bénéficier de ce régime a disparu du texte de l'article L. 431-7 (autrement qu'à des fins de preuve). En pratique, ceci signifie non seulement qu'une simple clause de *set off* telle qu'elle existe désormais dans tous les contrats ISDA (version 2002), ou les contrats AFB ou FBF (art. 8.2.4) depuis 1994, suffit à opposer à un administrateur judiciaire français, pour autant que le droit applicable soit le droit français, la compensation des expositions résultant d'opérations financières de nature très diverses (*repos*, prêts de titres, dérivés, etc), mais aussi d'opérations non strictement financières se résolvant néanmoins par le paiement d'une somme d'argent.

En deuxième lieu, la nouvelle définition du champ d'application matériel de l'article L. 431-7 ne conditionne plus le bénéfice de ce régime dérogatoire au droit commun de la faillite à une qualification juridique particulière d'opérations financières. Dès lors que les deux contreparties sont des établissements régulés (établissements de crédit ou entreprises d'investissement notamment), ce qui par construction dans ces hypothèses sera fréquemment le cas, les obligations de livrer un instrument financier ou de payer une

somme d'argent à quelque titre que ce soit, peuvent faire l'objet d'une compensation entre elles.

En ce sens, un dérivé de crédit même transformé en garantie ou en opération d'assurance à la suite des recommandations actuelles de l'Annexe 15, ne pourrait plus échapper au jeu de cette compensation globale.

On relèvera enfin qu'en vertu de l'article L. 613-31-5 du Code monétaire et financier, en cas de faillite d'un établissement de crédit français, et par dérogation à l'application de principe de la *lex concursus*, seule la loi du contrat régit "*les conventions de compensation, celles portant cession temporaire d'instruments financiers...*", sans que la *lex concursus* régissant les effets d'une mesure d'assainissement ou de liquidation, ne vienne s'appliquer. De plus, et en vertu de l'article L. 613-31-6, "*la décision d'adopter une mesure d'assainissement ou d'ouvrir une procédure de liquidation judiciaire n'affecte pas (4°) le droit d'un créancier d'invoquer la compensation de sa créance avec celle de l'établissement de crédit, lorsque la loi applicable à la créance de l'établissement de crédit le permet*". Il en résulte qu'en ce qui concerne les conventions-cadres ISDA, régies par le droit anglais ou américain, le droit français n'aurait pas vocation à s'appliquer, et ses effets ne pourraient affecter le droit de compenser reconnu par le droit anglais ou américain.

2. Outre cette argumentation juridique, vous nous aviez par ailleurs demandé de revoir la simulation mathématique que nous vous avons transmise, permettant une comparaison chiffrée de la réduction de perte obtenue grâce à l'achat d'une couverture crédit dérivé, par rapport à une garantie.

Vous aviez souhaité que nous limitions la comparaison aux scénarios 1 (défaut de l'acheteur de protection) et 2 (défaut du vendeur de protection), excluant le scénario 3 (défaut de l'émetteur de référence).

Les scénarii 1 et 2 étant par définition miroir l'un de l'autre dans un contexte dans lequel le vendeur et l'acheteur de protection présentent la même qualité de crédit, réduire la comparaison à ces deux scénarii se limite à estimer la perte occasionnée par le remplacement du dérivé de crédit. L'hypothèse fondamentale que vous avez posée est en effet que la garantie perdurera en cas de défaut de l'acheteur de protection, alors que la couverture acquise sous forme de crédit dérivé sera soldée dans le cadre d'un accord de *netting* et devra être remplacée.

Dans la simulation que nous vous avons fait parvenir, nous estimions, prudemment, la perte encourue au titre du remplacement du crédit dérivé à 20% de sa valeur. Nous ne souhaitons pas revenir sur cette estimation, mais notons toutefois, à propos de la garantie, que le paiement des primes postérieures au défaut de l'acheteur de protection n'est pas assuré. Il est en effet probable que certains créanciers bénéficient de privilèges tels qu'ils soient susceptibles d'entraîner le non-paiement de la prime, notamment si l'émetteur de référence présente une bonne qualité de crédit. Une fois la garantie perdue, elle sera irremplaçable et la perte subie en cas de défaut de l'émetteur de référence, très supérieure à 20% du coût du dérivé.

Dans le cas où le coût de remplacement du dérivé de crédit équivaldrait au risque de perte de la garantie, les scénarii 1 et 2 se compensent parfaitement. L'avantage tiré du *netting* en cas de défaut de la contrepartie est compensé par celui tiré de l'absence de *netting* par la contrepartie défaillante. Cette conclusion peut être généralisée au cas de n'importe quel dérivé. La question fondamentale posée au régulateur est, dès lors, de savoir si l'objectif de la régulation est de minimiser les pertes encourues par la partie non défaillante, ou à l'inverse, de limiter les paiements dus par la partie défaillante. La reconnaissance du *netting* par le Comité de Bâle en 1994 nous paraît indiquer une préférence claire pour le premier de ces objectifs. La position adoptée par la Commission Bancaire en matière de *netting* des crédits dérivés va à l'encontre de la règle bâloise et n'est suivie, à notre connaissance, par aucun des principaux membres du Comité.

3. Enfin, il convient de souligner les difficultés pratiques rencontrées par les banques du fait de la réglementation de la Commission Bancaire. Avoir à documenter séparément les crédits dérivés dans le portefeuille d'investissement les oblige souvent à signer deux Accords cadres avec la même contrepartie. Or, peu de contreparties acceptent de supporter le coût et les risques afférents à la signature d'un deuxième accord : le bénéfice du *netting* est en effet réduit pour la contrepartie signataire. De ce fait, les banques françaises sont exposées pour l'achat de protection dans le *banking book* à un petit nombre de contreparties. Sur certains marchés, comme le marché asiatique, il est très difficile de trouver des vendeurs de protection. La liquidité du marché de l'achat de protection dans le *banking book* est, de ce fait, réduite, et le risque de concentration, accru. Le prix des crédits dérivés sur ce marché parallèle est moins attractif, et les banques françaises sont placées dans une situation de défaut de compétitivité par rapport à leurs concurrentes étrangères.

Conclusion

Sauf à interdire purement et simplement le recours à des dérivés de crédit ou à interdire spécifiquement le bénéfice du régime de résiliation-compensation, ce qui dans le concert des régulateurs européens marginaliserait la France et en toute hypothèse ne pourrait faire échec à la compensation dans les situations où le droit français n'aurait plus désormais vocation à régir ces questions, y compris en cas de faillite d'établissements de crédit français, le nouveau dispositif de l'article L. 431-7 rend en pratique sans fondement les exigences actuelles de l'Annexe 15.

Il nous semble que l'Annexe 15 devrait être actualisée pour tenir compte de cet environnement modifié.

Nous nous tenons à votre disposition pour toute information complémentaire.

Cordialement,

Emmanuelle Septon
Senior Policy Director
ISDA
esepton@isda.org

Richard Metcalfe
Senior Policy Director
ISDA
rmetcalfe@isda.org

Cc: Alban Caillemer du Ferrage et Philippe Goutay
Gide Loyrette Nouel