

**UNIVERSITE ROBERT SCHUMAN
STRASBOURG
FACULTE DE DROIT, DE SCIENCES POLITIQUES ET DE GESTION**

**LES
DERIVES DE CREDIT,
ANALYSE JURIDIQUE**

**Mémoire D.E.A Droit des Affaires
Année Universitaire 2002/2003
Adrian SEDLO
Sous la direction de M. le Professeur Michel STORCK et Mme Isabelle RIASSETTO**

SOMMAIRE

	Page
INTRODUCTION	3
1^{ère} PARTIE. UN REGIME JURIDIQUE DEROGATOIRE ORIENTE VERS L’EFFICIENCE DES OPERATIONS ET LA PROTECTION DES INVESTISSEURS	14
CHAPITRE 1. La recherche de l’efficience des opérations sur dérivés de crédit	15
Section 1. Une documentation contractuelle largement standardisée	16
Section 2. La neutralisation des effets du droit des procédures collectives sur les dérivés de crédit	33
CHAPITRE 2. La recherche de la protection des investisseurs	38
Section 1. La qualité des opérateurs autorisés à négocier des dérivés de crédit	39
Section 2. Le traitement prudentiel des dérivés de crédit	43
2^{ème} PARTIE. LA DIFFICULTE DE CERNER LA NATURE JURIDIQUE DES DERIVES DE CREDIT	50
CHAPITRE 1. Les incertitudes levées par la loi MAF	50
Section 1. Les dérivés de crédit sont des instruments financiers au sens de l’art. L.211-1 du Code monétaire et financier	50
Section 2. L’inapplicabilité de l’exception de jeu aux dérivés de crédit	55
CHAPITRE 2. Les incertitudes subsistant quant à la nature juridique des dérivés de crédit	61
Section 1. L’assimilation des dérivés de crédit à une sûreté personnelle	61
Section 2. Le risque de requalification d’un dérivé de crédit en un contrat d’assurance	66
Section 3. Une apparente incertitude liée à la diversité des dérivés de crédit	74

INTRODUCTION

Le terme dérivé de crédit, employé pour la première fois en 1992 lors d'une conférence de l'*International Swap and Derivatives Association* (ISDA) recouvre une nouvelle classe de produits dérivés destinés à remédier aux insuffisances des instruments et méthodes traditionnelles utilisés jusque-là par les établissements bancaires en matière de risques de crédit¹. Les raisons de l'émergence des dérivés de crédit sont multiples : la volonté de se protéger contre le risque de crédit de manière plus efficace, l'écart de plus en plus grand entre les méthodes de gestion de risques de marché (relatifs aux taux et aux changes) et celles de gestion des risques de crédit, la réglementation prudentielle des banques qui impose aux banques une adéquation des fonds propres aux risques de pertes et une gestion des actifs et des passifs beaucoup plus dynamique, la volonté des banques de générer de nouvelles lignes de crédit, la croissance exponentielle des produits dérivés de gré à gré notamment grâce à l'implication des banques dans ces produits, l'exploitation de créneaux à rentabilité supérieure aux autres activités désormais traditionnelles sur produits dérivés².

Il convient tout d'abord de rappeler que les dérivés de crédit sont avant tout des produits financiers dérivés. Ces derniers peuvent être définis comme des instruments financiers dont la valeur dépend de la variation d'un actif sous-jacent (cet actif sous-jacent pouvant être, par exemple, le cours d'une action de société, un taux d'intérêt, un cours de change entre devises, un indice économique ou financier ou encore la valeur d'un autre contrat dérivé)³.

Les produits dérivés sont en principe conclus entre deux parties (appelées chacune « contrepartie » ou *counterparty*) qui vont s'échanger des flux financiers qui varieront donc en fonction du comportement de l'actif sous-jacent qui sert de référence.

Les dérivés de crédit ont la particularité de porter sur un sous-jacent plus difficile à cerner qu'un titre, un taux ou un indice, à savoir le risque de crédit lié à une tierce personne (appelée « entité de référence » ou *reference entity* en anglais)⁴. Le risque de crédit est le risque d'une

¹ Richard Bruyère, *Les produits dérivés de crédit*, Ed. Economica, 1998, p. 21

² Richard Bruyère, *op.cit.*, p. 22

³ Richard Bruyère, *op.cit.*, p. 3

⁴ Pierre Gissinger, *La qualification juridique des dérivés de crédit*, Banque Magazine, n°631, Déc. 2001, p. 54

contrepartie doit dans l'impossibilité d'honorer une obligation lui incombant⁵. Ainsi, en cas « d'événement de crédit » (comme par exemple la faillite de cette entité de référence ou un défaut de paiement imputable à l'entité de référence sur une partie significative d'un prêt restant dû) frappant l'entité de référence ou ses obligations contractuelles, les flux financiers devant être échangés entre les parties au dérivé de crédit vont s'en trouver affectés.

Prenons concrètement le cas d'une banque dont le client est l'entité de référence. Cette banque a, par exemple, consenti un ou plusieurs prêts à l'entité de référence ou a souscrit des titres de créance émis par l'entité de référence. L'entité de référence aura comme obligation de rembourser à terme à la banque ces prêts accordés ou les titres de créance souscrits, ladite obligation de remboursement étant appelée « obligation de référence » ou *reference obligation* en anglais.

La banque, prudente, voudra se couvrir contre un risque de crédit lié à l'entité de référence, qui, s'il se matérialisait (par la survenance d'un événement de crédit), pourrait affecter le remboursement auquel s'attend la banque.

Dans ce but de couverture, la banque va chercher à acheter une protection contre le risque de crédit lié à l'entité de référence en recherchant sur les marchés financiers une « contrepartie » afin de conclure avec celle-ci une opération de dérivé de crédit. Grâce au dérivé de crédit, la banque (l'acheteur de la protection) va transférer le risque de crédit lié à l'entité de référence à la contrepartie au dérivé de crédit (appelé « vendeur de protection » ou *protection seller*). Un auteur a très justement qualifié le dérivé de crédit d'un miroir reflétant le risque de contrepartie, non pas à un moment donné mais tout au long de la vie du risque, en en suivant l'évolution et en en retraçant symétriquement toute dégradation⁶.

Ce transfert du risque de crédit opéré au moyen d'un dérivé de crédit peut prendre plusieurs formes dont les principales sont les produits dérivés sur le risque de défaut (*credit default derivatives*), les contrats d'échange sur le rendement total (*total return swaps*) et les produits dérivés sur marge de crédit (*credit spread derivatives*)

⁵ Maurice Nussenbaum, *Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés*, Les Petites Affiches n° 56, mai 1996, p. 5

⁶ Alain Gauvin, *La gestion du risque financier*, L.G.D.J. 2000, p. 14

Les produits dérivés sur le risque de défaut (*credit default derivatives*) consistent en des opérations dans lesquelles les obligations respectives des parties vont dépendre du fait de savoir si un événement de crédit affectant l'entité de référence est survenu.

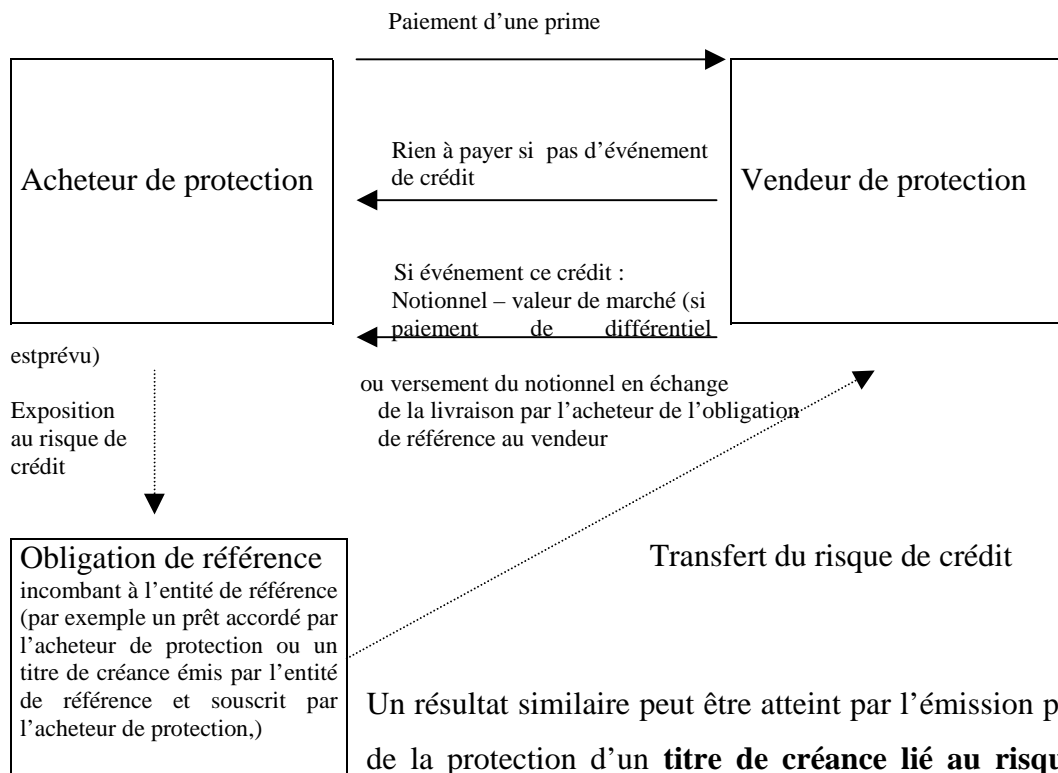
Ces événements de crédit sont fixés par les parties dans la documentation contractuelle et identifient des cas de détérioration significative du crédit de l'entité de référence.

L'événement de crédit va en principe entraîner la résiliation du dérivé de crédit et, au choix des parties, l'un des deux modes de règlement convenu entre les contreparties au dérivé de crédit, à savoir:

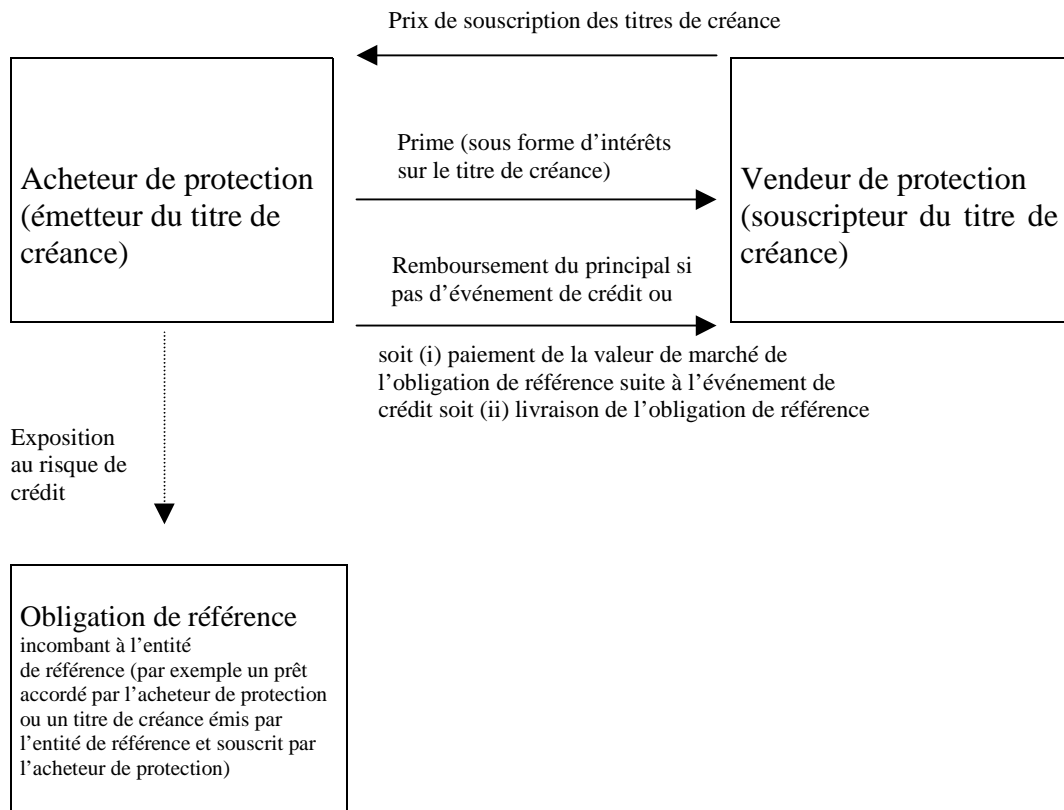
1. une évaluation de la valeur de marché de l'obligation de référence (suite à la survenance de l'événement de crédit) suivie d'un paiement du différentiel entre, d'une part, la valeur notionnelle de l'obligation de référence (fixée lors de la conclusion du contrat) et (ii) sa valeur de marché suite à l'événement de crédit (mécanisme du « paiement du différentiel » ou *cash-settlement*) ou
2. la livraison pure et simple au vendeur de la protection de l'obligation de référence (mécanisme de la « livraison du sous-jacent » ou *physical settlement*).

L'exemple type d'un produit dérivé sur le risque de défaut est celui du **contrat d'échange sur le risque de défaut (*credit default swap*)** dans lequel, en échange d'un paiement fixe, le vendeur de la protection s'engage, en cas de survenance d'un événement de crédit, à payer à l'acheteur de la protection la différence entre la valeur notionnelle de l'obligation de référence (fixé dès la conclusion du contrat) et sa valeur de marché suite à l'événement de crédit. Si le mécanisme de la livraison du sous-jacent a été choisi par les parties comme mode de règlement, l'acheteur de la protection livrera au vendeur de la protection l'obligation de référence en échange du paiement (par le vendeur de la protection) du montant notionnel prévu dès l'origine.

Schématiquement, le contrat d'échange sur risque de défaut se présente comme suit :



Schématiquement, le titre de créance lié au risque de défaut se présente comme suit :

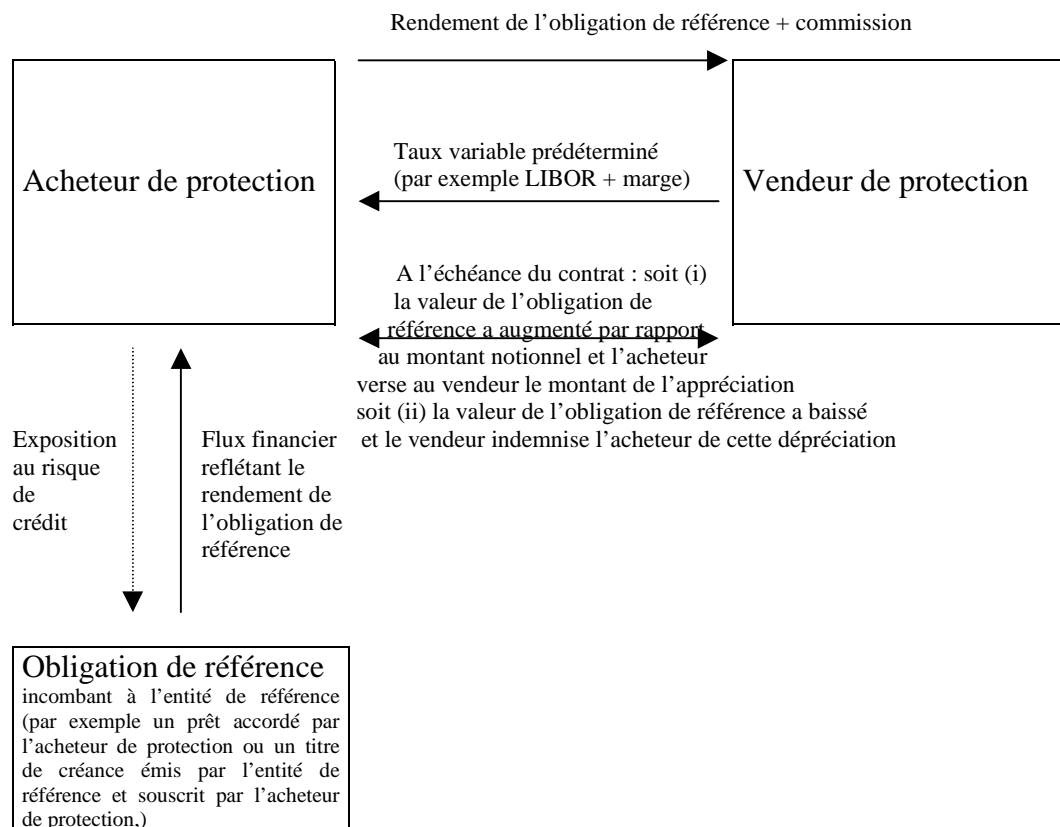


Le contrat d'échange sur le rendement total (*total return swap*) est, quant à lui, un contrat d'échange par lequel l'acheteur de la protection verse au vendeur de la protection tous les flux financiers générés par l'obligation de référence en échange de paiements dont les montants sont prévus dès la conclusion du contrat. Le vendeur de la protection (qui reçoit le rendement total de l'obligation de référence) acquiert ainsi tous les attributs économiques de l'obligation de référence sans en être lui-même le propriétaire ou le titulaire⁷.

En cas de choix d'un règlement par livraison du sous-jacent à l'échéance du terme du contrat d'échange, l'acheteur de la protection va transférer l'obligation de référence (le prêt ou le titre de créance) au vendeur et va recevoir en échange la valeur notionnelle de l'obligation de référence (déterminée lors de la conclusion du contrat).

Schématiquement, le contrat d'échange sur le rendement total se présente comme suit :

⁷ Richard Bruyère, *op. cit.*, p. 55



Les produits dérivés sur marge de crédit (*credit spread derivatives*) sont des contrats aux termes desquels, en contrepartie du paiement d'une prime par l'acheteur de la protection, le vendeur de la protection s'engage à verser à l'acheteur de la protection une indemnité en cas d'écart de taux entre l'obligation de référence et un titre très peu risqué (généralement les titres de créance émis par les grands Etats souverains).

En théorie et en l'absence d'une détérioration de la qualité du crédit de l'entité de référence ou de l'Etat souverain, le rendement de l'obligation de référence (liée à l'entité de référence) et celui de l'obligation de l'Etat souverain devraient être similaires face aux évolutions du marché.

Si les rendements divergent, cela devrait indiquer une détérioration de la qualité du crédit d'une des deux entités (l'entité de référence ou l'Etat souverain), ce qui devrait entraîner le paiement indemnitaire prévu contractuellement.

Cette typologie des dérivés de crédit est bien entendu non-exhaustive. Les dérivés de crédit peuvent en effet se décliner en différentes formes de contrats et de titres⁸. L'imagination de l'ingénierie financière (notamment anglo-saxonne) en la matière ne connaît pas de limite. Nous allons d'ailleurs constater plus loin que cette diversité des dérivés de crédit et leur origine anglo-saxonne semblent *a priori* entraîner des difficultés quant à la détermination de leur nature juridique.

Les premiers dérivés de crédit ont commencé à être conçus et négociés par les banques d'affaires de Wall Street pour leur propre compte fin 1991⁹. Mais ce n'est qu'à partir de 1993 que le marché des dérivés de crédit va réellement commencer à se développer.

Depuis ses débuts, le marché des dérivés de crédit n'a cessé de croître de manière exponentielle : ainsi, le volume mondial des transactions sur dérivé de crédit est passé de 50 milliards de dollars américains en 1996 à 350 milliards de dollars en 1998 puis à 1952 milliards de dollars en 2002 et pourrait atteindre environ 4800 milliards en 2004¹⁰.

Les banques dominantes sur le marché mondial des dérivés de crédit sont les établissements américains spécialisés dans les produits dérivés (notamment *JPMorgan* suivi de *Citigroup*). Malgré l'origine américaine des dérivés de crédit, Londres constitue la principale place financière où se traitent les dérivés de crédit, celle-ci localisant la moitié des encours¹¹.

Les banques françaises ont participé à ce mouvement de croissance générale du marché des dérivés de crédit. Elles sont tenues de remettre au Secrétariat général de la Commission bancaire, à chaque date d'arrêté semestriel, l'état consolidé de leurs encours ventilés par type de produit dérivé de crédit et par nature de risque (selon que les banques agissent comme acheteur ou vendeur de protection).

⁸ Pour une typologie quelque peu plus exhaustive, cf. l'ouvrage de Richard Bruyère, *op. cit.*

⁹ Richard Bruyère, *op. cit.*, pp. 23 et 24

¹⁰ British Bankers' Association, *Credit Derivatives Report 2001/2002*

¹¹ British Bankers' Association, *op.cit.*

Il ressort ainsi de diverses études sur le sujet que les banques françaises demeurent principalement acheteuses de protection et utilisent à cette fin essentiellement des contrats d'échange sur le risque de défaut (*credit default swaps*) qui représentent 68% des encours¹².

Au niveau mondial, les établissements de crédit demeurent les acteurs prédominants sur le marché des dérivés de crédit. Néanmoins, leur part de marché tend à diminuer au profit des compagnies d'assurance et de réassurance qui représentent notamment plus d'un vendeur de protection sur trois¹³.

Nous avons vu qu'un dérivé de crédit, quelle que soit sa forme (titre ou contrat) permet de transférer le risque de crédit (lié à une entité de référence) de l'acheteur vers le vendeur de la protection. Ces produits permettent ainsi une gestion de l'exposition au risque de crédit lié à une ou plusieurs entités de référence. Une banque (acheteur de protection) peut ainsi alléger son risque sur un client en particulier (l'entité de référence), sans mettre en péril les relations d'affaires qu'elle entretient avec ce client et sans devoir en principe céder les créances qu'elle détient sur lui¹⁴. En effet, le client ignore même très souvent qu'il figurera comme entité de référence et que sa dette envers sa banque (par exemple une dette de remboursement d'un prêt ou d'un titre de créance émis par le client et souscrit par la banque) figurera comme obligation de référence dans un dérivé de crédit passé entre sa banque et une contrepartie acceptant que le risque de crédit lui soit transféré.

En ayant la possibilité de transférer tout ou partie du risque de crédit de son portefeuille de prêts accordés vers une contrepartie, la banque pourra à nouveau accorder des lignes de crédit nouvelles à ses clients ou bien tirer profit de lignes de crédit non utilisées en « achetant » du risque nouveau (en agissant comme vendeur de protection dans un dérivé de crédit)¹⁵.

Ainsi, une banque ou, plus généralement, toute personne autorisée en vertu de la loi à conclure ou à négocier des dérivés de crédit peut optimiser le profil de risque de son portefeuille grâce aux dérivés de crédit. Ces derniers constituent en effet des instruments de diversification qui peuvent ouvrir à certains intervenants sur les marchés financiers l'accès à

¹² Olivier Prato, *Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière?*, Revue de la Stabilité Financière, Nov. 2002, p. 73

¹³ British Bankers' Association, *op.cit.*

¹⁴ François Haas, *Credit Derivatives : de nouveaux instruments financiers*, Banque n° 568, mars 1996, p. 48

¹⁵ François Haas, *op. cit.*, p. 48

des marchés qui leur étaient fermés jusque-là¹⁶. Ainsi, une entreprise d'assurance pourrait par exemple vendre sa protection à une banque qui a accordé des prêts à un producteur d'automobiles, lesdits prêts servant d'obligations de référence dans le dérivé de crédit. Sans acquérir juridiquement les créances de la banque sur le producteur d'automobiles, l'entreprise d'assurance aura pris ainsi position sur le marché du prêt bancaire car elle supportera le risque de crédit lié au producteur d'automobiles qui lui aura été transféré par la banque. En cas de survenance d'un événement de crédit (par exemple un défaut de remboursement du principal ou des intérêts desdits prêts) lié au producteur d'automobiles, l'entité de référence, l'entreprise d'assurance devra indemniser les pertes subies par la banque.

Les professionnels sont unanimes pour dire que les dérivés de crédit sont d'une efficacité redoutable puisqu'ils ont notamment contribué à amortir sensiblement les effets des faillites retentissantes d'*Enron*, *Swissair* et la cessation des paiements frappant l'Argentine¹⁷.

Malgré les avantages reconnus de manière quasi unanime par la doctrine juridique et économique, diverses incertitudes freinent encore le développement des dérivés de crédit.

La première incertitude concerne le traitement prudentiel des dérivés de crédit. Comme nous allons le voir, les professionnels du secteur financier (et notamment les établissements de crédit) estiment que les dérivés de crédit sont mal pris en compte par les autorités de régulation des marchés financiers, et notamment dans le calcul des fonds propres nécessaires pour faire face aux conséquences éventuelles défavorables des risques pris par ces professionnels.

Le comité de Bâle sur la supervision bancaire (qui réunit quatre fois par an les membres des banques centrales des principaux pays industrialisés dont la France) s'emploie à édicter un traitement prudentiel adéquat à ces nouvelles techniques. Les propositions du Comité de Bâle pour une reconnaissance prudentielle accrue des techniques de réduction des risques en général et des dérivés de crédit en particulier s'articulent autour de trois axes : des exigences minimales en fonds propres, une surveillance prudentielle étroite et une transparence financière accrue¹⁸.

¹⁶ François Haas, *op. cit.*, p. 48

¹⁷ British Bankers' Association, *op.cit.*

¹⁸ Olivier Prato, *op. cit.*, p. 82

De plus, l'origine anglo-saxonne et le caractère très innovant des produits financiers dérivés en général a fait naître en France (mais également dans d'autres pays, dont notamment les pays anglo-saxons eux-même) une relative incertitude quant à la nature juridique précise de ces contrats et titres de nature financière et, corrélativement, une relative incertitude quant au régime juridique applicable à ces nouveaux instruments.

Il semblait en effet difficile de classer ces nouveaux instruments financiers (conçus dans des pays de *common law*) dans une des catégories traditionnelles de contrats ou de titres connues en France.

Leur diversité semble donc les rendre difficilement qualifiables juridiquement : en effet, certains des dérivés de crédit se présentent, comme décrit plus haut, sous forme contractuelle, d'autres sous forme de titres de créance. Les contrats font l'objet de négociations de gré à gré tandis que les dérivés de crédit sous forme de titres sont potentiellement négociables sur les marchés réglementés.

Cette incertitude quant à la nature juridique liée à leur origine et à leur diversité était d'autant plus gênante que les opérateurs français ont très tôt reconnu l'utilité de ces instruments et ont commencé à les négocier de plus en plus au fil des années quatre-vingt-dix, et ce malgré l'insécurité juridique ambiante les concernant.

La prise en compte juridique de ces nouveaux instruments financiers s'est tout d'abord réalisée au niveau européen par l'adoption de la Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Cette directive a été transposée en droit français par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières¹⁹.

Cette loi a très largement contribué à donner un cadre juridique cohérent et complet aux produits financiers dérivés de manière générale (regroupés sous la dénomination « d'instruments financiers à terme ») et aux dérivés de crédit plus précisément.

¹⁹ Dans le corps de la présente étude, il sera fait référence à cette loi en la désignant par « la loi MAF »

Parallèlement à cet encadrement juridique progressif, les associations professionnelles ont contribué à la sécurité juridique en édictant de la documentation contractuelle standardisée. On peut citer essentiellement deux organismes professionnels : l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) et l'ancienne *Association Française des Banques* (AFB) devenue la *Fédération Bancaire Française* (FBF) en 2001. Pour ce qui est plus précisément des opérations sur dérivés de crédit (sous forme contractuelle) dans lesquelles des opérateurs français interviennent, l'on peut estimer que la quasi-totalité de ces opérations sont conclues au moyen de la documentation contractuelle édictée par ces deux organismes professionnels.

Un examen approfondi du régime juridique applicable aux dérivés de crédit (qui a surtout été fixé par la loi MAF) et de la documentation contractuelle édictée par l'ISDA et la FBF permet de constater que les dérivés de crédit obéissent à un régime dérogatoire du droit commun des sociétés et du droit commun des obligations. Ce régime juridique est orienté essentiellement vers l'efficacité des opérations sur dérivés de crédit, et vers la protection des investisseurs. Ceci montre que les dérivés de crédit suivent très largement la logique du droit des marchés financiers. L'étude ce régime dérogatoire fera l'objet de la première partie de cette étude (**1^{ère} Partie**).

Il apparaît néanmoins que malgré cet effort du législateur d'encadrer juridiquement les dérivés de crédit et malgré l'effort de standardisation entrepris par les organismes professionnels, la nature juridique demeure *a priori* difficile à cerner pour la majorité des auteurs qui ont tenté une analyse juridique de ces produits, ce qui fera l'objet de la deuxième partie de cette étude (**2^{ème} Partie**).

1^{ère} PARTIE. UN REGIME JURIDIQUE DEROGATOIRE ORIENTE VERS L'EFFICIENCE DES OPERATIONS ET LA PROTECTION DES INVESTISSEURS.

En examinant notamment la typologie des contrats de dérivés de crédit, nous avons vu que ces derniers, comme tout contrat de droit commun des obligations, semblent se caractériser notamment par le fait que les conditions contractuelles des opérations se déterminent librement²⁰. A l'intérieur des produits dérivés, les auteurs opposent ainsi traditionnellement les produits dérivés négociés sur un marché réglementé et les produits dérivés négociés de gré à gré (dont font partie les dérivés de crédit). En l'absence d'une définition du marché de gré à gré en droit français ou communautaire, les produits dérivés négociés de gré à gré se définissent toujours de manière négative par rapport aux dérivés négociés sur un marché réglementés : ainsi, tous les marchés qui ne sont pas réglementés sont de gré à gré²¹. Pour distinguer ces deux types de marchés, la doctrine²² a dégagé les critères suivants (en se basant sur les caractéristiques du marché réglementé) : des règles de fonctionnement fixées et reconnues par une autorité compétente qui détermine les clauses relatives aux opérations (à l'exception du prix, de la quantité et de l'échéance), la standardisation des produits, l'existence d'une procédure et donc d'un organe d'enregistrement (et, le cas échéant, de compensation), la multilatéralité des rapports ou la fongibilité des engagements, l'éviction quasi générale de l'*intuitu personae*.

En comparant les marchés réglementés de produits dérivés (le MATIF et le MONEP) aux dérivés de crédit conclus de gré à gré, l'on pourrait penser que les différences sont tellement grandes que la négociation et la conclusion des ces produits ne sont pas régis par les mêmes branches du droit : ainsi, il semblerait de prime abord que les marchés réglementés soient soumis au droit des marchés financiers et plus précisément au droit boursier et les dérivés de crédit étant soumis au droit commun des obligations. S'il est vrai que les règles de fonctionnement pratiques diffèrent (multilatéralité, fongibilité, chambres de compensation éventuelles, automatismes de confrontations de l'offre et de la demande), un examen approfondi des dérivés de crédit permet de constater que ces produits sont de nature purement « financière » et que malgré leur caractère « de gré à gré », ils obéissent à la logique du droit

²⁰ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, Ed. Litec, 2001, n° 688

²¹ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 352

²² Séna Agbayissah, *Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré*, Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF – France II, Banque Editeur, 1999, p. 29 ; Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 353

des marchés financiers qui est totalement dérogatoire au droit commun des obligations. Ce régime dérogatoire s'explique notamment par des raisons liées aux marchés financiers pour lesquels ces produits ont été créés mais également par la qualité des personnes concluant ce genre d'opérations.

En effet, il s'avère qu'en pratique, les dérivés de crédit sont des instruments financiers utilisés essentiellement par des opérateurs commerciaux disposant d'une organisation interne très sophistiquée et ayant un accès direct aux marchés financiers (par exemple des grandes sociétés cotées), par des prestataires de services d'investissement soumis à une supervision prudentielle de la part d'autorités de contrôle des marchés financiers ou par des entreprises ou des organismes soumis à un contrôle prudentiel similaire à celui des autorités du secteur financier (par exemple des entreprises d'assurance ou de réassurance).

Le fait que les dérivés de crédit soient quasi exclusivement utilisés par des opérateurs d'un tel type a poussé le législateur ainsi que les organisations professionnelles représentatives de ces opérateurs à encadrer la négociation de ces dérivés de crédit négociés de gré à gré. Le bon fonctionnement des marchés financiers, principe fondamental du droit des marchés, l'exigeait. Cet encadrement a été entrepris en tenant compte des principes sous-tendant le droit des marchés financiers, à savoir la recherche de l'efficacité dans les opérations sur dérivés de crédit (**Chapitre 1**) et la protection des investisseurs (**Chapitre 2**).

CHAPITRE 1. La recherche de l'efficacité des opérations sur dérivés de crédit.

La recherche de l'efficacité des opérations sur dérivés de crédit passe inévitablement par une sécurité juridique qui est indispensable en droit des marchés financiers. Les opérations doivent ainsi pouvoir se réaliser sans que les contreparties n'aient à craindre une remise en cause de l'opération soit en raison d'une non-conformité de l'opération au droit en vigueur, soit en raison de la défaillance d'une des contreparties au dérivé de crédit. Pour atteindre ce but de sécurité juridique et, par ricochet, d'efficacité de l'opération, des organismes représentatifs des opérateurs en question (tels que l'ISDA et la FBF) et le législateur se sont employés ensemble à écarter tous les impacts juridiques « néfastes » sur ce genre d'opérations. Ainsi, pratiquement tous les dérivés de crédit sont conclus au moyen d'une documentation contractuelle largement standardisée (élaborée notamment par l'ISDA et la

FBF) qu'il conviendra d'étudier (**Section 1**). Le législateur s'est, quant à lui, essentiellement employé à immuniser les dérivés de crédit contre les effets du droit de la faillite (**Section 2**).

Section 1. Une documentation contractuelle largement standardisée

La quasi-totalité des dérivés de crédit sous forme contractuelle est conclue au moyen de la documentation contractuelle standardisée. D'un point de vue strictement français, deux sortes de documentations standardisées sont utilisées : la documentation standardisée FBF (§1) mais surtout celle de l'ISDA (§2). En effet, il apparaît que les opérateurs, même uniquement nationaux, agissant sur le marché des dérivés concluent peu d'opérations au moyen de la documentation FBF mais utilisent beaucoup plus largement celle élaborée par l'ISDA²³. Cette documentation, quoique standardisée, permet aux opérateurs de conclure des dérivés de crédit « sur mesure » car un mécanisme contractuel astucieux et bien pensé (et qui est dans une large mesure similaire pour la documentation FBF et ISDA) va permettre aux opérateurs de sélectionner très précisément les événements de crédit à couvrir, ainsi que les entités de référence et les obligations de référence aux risques desquelles le vendeur de la protection va être exposé en vertu du contrat (§3).

§1. La documentation contractuelle FBF.

La *Fédération Bancaire Française* (ancienne *Association Française des Banques*) a publié en août 2001 la Convention-Cadre FBF Relative aux Instruments Financiers à Terme, contrat-cadre qui, pour les dérivés de crédit, est principalement complété les Définitions Communes à Plusieurs Additifs Techniques, par l'Annexe Technique Opérations sur Evénements de Crédit, le Supplément 2001 Opérations sur Evénements de Crédit et la Confirmation d'une Opération sur Evénement de Crédit.

Le Supplément 2001 est susceptible, si les parties choisissent de l'appliquer, d'apporter des modifications dans les définitions données dans l'Annexe technique. Les Définitions Communes à Plusieurs Additifs Techniques fixent des définitions générales qui sont communes à des Additifs Techniques concernant différentes sortes de produits dérivés. Ces deux documents n'ayant souvent qu'un impact technique limité ou ne concernant pas

²³ Alain Gauvin, *op.cit*, p. 92

spécifiquement les dérivés de crédit, nous allons les exclure de la présente étude qui est destinée à faire comprendre les mécanismes contractuels essentiels des dérivés de crédit réalisés grâce aux documents FBF.

Classiquement, pour conclure un dérivé de crédit sous forme contractuelle, les contreparties concluront : une Convention-Cadre FBF Relative aux Opérations sur Instruments Financiers à Terme (dénommée ci-après « Convention-Cadre FBF ») **(A)**, une Confirmation d'une Opération sur Evénement de Crédit (dénommée ci-après « Confirmation ») **(B)** et l'Annexe Technique Opérations sur Evénement de Crédit (dénommée ci-après « Annexe Technique ») **(C)**

A. La Convention-Cadre FBF

C'est un contrat-cadre soumis au droit français qui permet de « globaliser » toutes les opérations sur instrument financier à terme conclues sous ce contrat-cadre, en précisant les principes généraux et de faire bénéficier les contreparties à ce contrat des dispositions législatives favorables applicables (notamment l'article L.431-7 du Code monétaire et financier).

Toutes sortes de produits dérivés négociés de gré à gré pourront être conclus sous ce contrat-cadre et notamment des contrats d'échange – *swaps* -, des options, des *futures*, etc. Ces contrats d'application conclus sous le contrat-cadre seront documentés dans les Confirmations que nous allons étudier plus loin.

L'article 1 de la Convention-Cadre FBF fixe les principes généraux régissant ce contrat cadre, et, par ricochet, tous les autres contrats d'application. Il y a tout d'abord le principe de la globalisation des opérations sur dérivés conclues entre les parties, principe en vertu duquel toutes ces opérations conclues au moyen des Confirmations forment un tout pour leur résiliation et leur compensation. C'est en effet l'objectif premier de ce contrat-cadre : compenser conventionnellement entre elles toutes les opérations sur produits dérivés afin de dégager un solde unique selon une méthode d'évaluation préétablie.

L'article 1 précité détermine en outre le champ d'application matériel de la convention-cadre en stipulant que cette convention-cadre ne peut régir que les instruments financiers à

terme visés à l'article L.211-1-II du Code monétaire et financier. Cela exclut de son champ les dérivés de crédit sous forme de titres – *credit linked notes* – qui sont émis généralement en vertu de contrats d'émission dont toutes les clauses font généralement l'objet de négociations et où la standardisation est quasiment absente.

En outre, la Convention-Cadre FBF détermine les incidences fiscales, les obligations précontractuelles à remplir (telles que, entre autres, être valablement constitué, avoir la capacité de contracter, avoir obtenu toutes les autorisations administratives nécessaires), mais fixe également les cas et les conditions d'inexécution ou de résiliation, de cession du contrat ou de droits résultant du contrat, mais aussi la loi applicable ou les tribunaux compétents.

B. La Confirmation FBF

La Confirmation FBF est le contrat qui documente le dérivé de crédit spécifique conclu entre deux contreparties. C'est un contrat d'application conclu dans le cadre de la Convention-Cadre FBF. C'est le contrat-pivot de cette documentation FBF qui permet de fixer précisément les droits et obligations des contreparties. C'est ici que s'exprime le « gré à gré » car c'est le seul contrat qui permet de faire du « sur-mesure ». C'est en effet dans la Confirmation FBF que les parties vont choisir les événements de crédit contre lesquels il convient de se couvrir. Les contreparties vont également y déterminer et stipuler les entités de référence et les obligations de référence susceptibles d'être affectées par un tel événement de crédit ainsi que les modalités d'exécution en cas de survenance de l'événement de crédit (c'est à dire soit une livraison de l'obligation de référence ou un paiement du différentiel entre la valeur notionnelle – ou nominale- de l'obligation de référence et sa valeur suite à la survenance de l'événement de crédit).

Rien n'empêcherait les parties de conclure un dérivé de crédit uniquement au moyen de cette Confirmation, sans la faire régir par les dispositions plus générales de la Convention-Cadre. Ceci est néanmoins très rare en pratique car les parties perdraient le bénéfice des dispositions légales favorables applicables à cette convention-cadre : aucune compensation (*netting*) des paiements immunisée contre les effets du droit de la faillite ne pourrait avoir lieu et les contreparties ne seraient liées que par les uniques dispositions de cette Confirmation.

C. L'Annexe Technique FBF

L'Annexe Technique FBF est un contrat d'application conclu parallèlement avec la Convention-Cadre et la Confirmation et qui va, par des définitions et des explications, préciser les conditions contractuelles prévues dans la Confirmation. En effet, la Confirmation n'étant qu'un document très succinct qui permet de sélectionner des termes-clés assez laconiques, la portée exacte en est précisée dans l'Annexe Technique qui est un document totalement standardisé. Outre des définitions précises des termes à sélectionner dans la Confirmation, l'Annexe Technique comporte également toutes les précisions contractuelles quant à la procédure à suivre en cas de survenance de l'événement de crédit (modalités de notification de l'événement de crédit, modalités de compensation et de calcul du solde après compensation, modalités d'exécution du paiement différentiel ou de la livraison du sous-jacent de référence) ainsi que les modalités de résolution des différends entre les parties.

Elle comporte en outre un article 7 dénommé « Déclarations des Parties », qui est destiné à écarter tous les problèmes et incertitudes juridiques pesant sur les dérivés de crédit. Selon cet article 7, les parties « déclarent et reconnaissent » notamment qu'une opération sur dérivé de crédit ne peut être assimilée à une opération de garantie ou d'assurance²⁴.

Elles déclarent également que l'une des parties peut être amenée à recevoir des informations privilégiées sur l'entité de référence dans le cadre de relations contractuelles avec cette entité et que ce contrat sur dérivé de crédit n'oblige pas cette partie à divulguer ces informations à l'autre partie. Cette clause est notamment destinée à couvrir des problèmes de confidentialité et de secret bancaire qui peuvent apparaître pour les dérivés de crédit²⁵.

Malgré la stipulation de ces clauses, il convient d'ores et déjà²⁶ de noter qu'une sécurité juridique absolue ne saurait en résulter car le juge n'est pas tenu dans sa qualification du contrat par les termes ou déclarations formulés par les parties. Ces clauses pourraient néanmoins se révéler efficaces en cas de litige éventuel entre les contreparties : ainsi, si l'une des contreparties devait invoquer la nullité du contrat en estimant par exemple qu'il s'agit

²⁴ Cf. *infra* notre étude sur les possibilités et les conséquences de la requalification d'un dérivé de crédit en opération d'assurance ou en garantie.

²⁵ Cf. *infra* notre étude sur les problèmes de secret bancaire et de confidentialité qui peuvent apparaître notamment à l'occasion de la notification d'un événement de crédit par une contrepartie à l'autre.

d'une opération de banque ou d'assurance pour laquelle la contrepartie n'avait pas les autorisations requises, l'autre partie pourrait lui opposer ces déclarations formulées dans l'Annexe Technique pour, par exemple, engager sa responsabilité contractuelle en arguant du fait qu'il a déclaré et reconnu que l'opération en cause n'était pas une opération d'assurance ou une garantie et qu'en le contestant, il est en rupture du contrat. La simple stipulation de ces déclarations, même si celles-ci ne sauraient avoir un effet opposable au juge, peuvent ainsi avoir un effet préventif (d'un litige) indéniable.

§2. La documentation contractuelle ISDA

Comme mentionné plus haut, c'est la documentation contractuelle de loin la plus usitée pour conclure des dérivés de crédit et plus généralement tous les produits financiers dérivés négociés de gré à gré, et ce tant au niveau international qu'au niveau purement national. Cette documentation a une construction similaire à celle de la documentation FBF (cette dernière étant inspirée de la première). Elle est composée de l'*ISDA Master Agreement* -auquel est annexé le *Schedule- (A)*, de la *Confirmation (B)* et des *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (C)*

A. L'ISDA Master Agreement et le Schedule.

L'*ISDA Master Agreement*, dont la dernière version date de 2002, est, à l'instar de la Convention-Cadre FBF, un contrat-cadre qui fixe le cadre juridique pour toutes les opérations sur instruments financiers dérivés négociés de gré à gré (*over-the-counter*) à effectuer dans le cadre du contrat. Comme la Convention-Cadre FBF, l'*ISDA Master Agreement* peut servir de support contractuel à toutes sortes de produits dérivés tels que les contrats d'échange (*swaps*), les options ou les *futures*.

L'*ISDA Master Agreement* fixe, comme la Convention-Cadre FBF, essentiellement les conditions générales de règlement de compensation, les questions fiscales, les obligations précontractuelles à remplir (telles que, entre autres, être valablement constitué, avoir la capacité de contracter, avoir obtenu toutes les autorisations administratives nécessaires). Elle

²⁶ Ce point sera développé dans notre étude relative au risqué de requalification du dérive de crédit en sûreté personnelle ou en contrat d'assurance.

fixe également les cas et les conditions d'inexécution ou de résiliation, de cession du contrat ou de droits résultant du contrat, mais aussi la loi applicable et les tribunaux compétents.

Le *Schedule* (qui est une annexe à l'*ISDA Master Agreement*) est le contrat permettant de prévoir des adaptations juridiques ou des ajouts à l'*ISDA Master Agreement*. L'*ISDA Master Agreement* prévoit ainsi qu'en cas de divergence entre les dispositions de l'*ISDA Master Agreement* et celles du *Schedule*, ce sont les dispositions du *Schedule* qui prévaudront²⁷.

B. La Confirmation

A l'instar de la Confirmation FBF, la *Confirmation ISDA* est un contrat qui documente chaque opération individuelle de dérivé de crédit (ou d'autre produit dérivé négocié de gré à gré) effectuée par les contreparties dans le cadre général de l'*ISDA Master Agreement*. Ici également, L'*ISDA Master Agreement* prévoit qu'en cas de divergence entre l'*ISDA Master Agreement* (y compris le *Schedule*) et la *Confirmation*, ce seront les dispositions de la *Confirmation* qui prévaudront²⁸.

Comme cela est le cas pour la Confirmation FBF (les deux confirmations fonctionnant pratiquement de manière similaire), la *Confirmation ISDA* permet d'opérer un choix entre plusieurs événements de crédit (*Credit Events*) ou obligations de référence qui sont définis et expliqués plus précisément dans les *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*.

C. Les 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions.

Elles remplissent le même rôle que l'Annexe Technique FBF car elles précisent et définissent les termes sélectionnés par les parties dans la Confirmation. En outre, elles déterminent précisément les modalités de résiliation (modalités de notification préalables, etc.) et les méthodes de calcul du solde suite à la compensation ou les modalités de la livraison du sous-jacent de référence suite à un événement de crédit. De plus, à l'instar de l'Annexe Technique FBF, les *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* contiennent des déclarations des parties (*representations and agreements*) relatives, entre autres, à leurs capacités respectives à conclure ce genre d'opérations, à leur absence de recours subrogatoire, à leur devoir de

²⁷ Clause 1(b) du ISDA 2002 Master Agreement

²⁸ Clause 1(b) du ISDA 2002 Master Agreement

confidentialité. Il convient de noter que contrairement à l'Annexe Technique FBF, aucune déclaration quant à la nature du contrat (contrat d'assurance ou garantie) n'est faite.

§3. Les principaux mécanismes contractuels de la documentation FBF et ISDA.

Les principaux mécanismes contractuels vont refléter le fait que les dérivés de crédit, malgré la place laissée à la liberté contractuelle (qui n'est qu'apparente), sont des purs produits des marchés financiers qui ne sont adaptés qu'à des opérateurs ayant un accès aux marchés financiers.

Comme expliqué dans nos développements relatifs à la description de la documentation ISDA et FBF, c'est la Confirmation qui va, dans le cas d'un dérivé de crédit, fixer précisément les droits et obligations de l'acheteur (*buyer*) et du vendeur de la protection (*seller*). Le choix entre les événements de crédit, la ou les obligation(s) de référence et de la ou les entité(s) de référence proposés dans la Confirmation est de ce fait d'une importance capitale et fait généralement l'objet d'âpres négociations (**A**). En cas d'événement de crédit, l'opération sur dérivé de crédit va être dénouée soit par une livraison physique de l'obligation de référence soit par le paiement d'un différentiel (**B**). Pour terminer, l'opération de dérivé de crédit va, à des fins de dénouement, s'inscrire dans le cadre plus général de la Convention-Cadre FBF ou de l'*ISDA Master Agreement* qui permettent de réaliser une compensation de toutes les opérations sur dérivés de crédit conclues sous le contrat-cadre afin de dégager un solde unique (« *close-out netting* ») (**C**)²⁹.

A. L'importance des choix dans les Confirmations FBF ou ISDA.

Les contreparties choisiront donc dans les Confirmations FBF ou ISDA une entité de référence ou *Reference Entity*. Comme expliqué dans l'introduction à cette étude, cette entité de référence peut, par exemple, être le débiteur de l'acheteur de la protection. Ce dernier voudra se couvrir contre le risque de crédit affectant son débiteur. Il est également possible de

²⁹ Les mécanismes contractuels ISDA et FBF étant largement similaires, cette étude des mécanismes a pris soin de faire cumulativement référence aux termes-clés utilisés par dans les documents ISDA et FBF (qui se recoupent largement). L'utilisation de majuscules dans les documentations ISDA et FBF pour des termes définis correspond aux usages (d'origine anglo-saxonne) en matière financière ; nous avons adopté la même méthode,

choisir plusieurs entités de référence (par exemple plusieurs débiteurs d'une banque). Ce choix ne pose en général pas de problèmes contractuels.

1. Le choix de l'obligation de référence

Il convient ensuite de choisir l'obligation de référence (*Obligation*) qui sont les obligations incombant à l'entité de référence et dont l'inexécution est susceptible de constituer un événement de crédit. Ce peuvent par exemple être une simple dette de paiement, une dette financière ou une dette résultant d'un titre de créance qui a été émis par l'entité de référence. Ainsi, après avoir choisi l'entité de référence, on délimite précisément, par le choix de l'obligation de référence, les dettes de l'entité de référence contre lesquelles l'acheteur de la protection veut précisément se couvrir. Souvent (mais pas toujours), l'obligation de référence sera une dette de remboursement incombant l'entité de référence à l'égard de l'acheteur de la protection.

Les contreparties au dérivé de crédit pourront choisir entre les obligations de référence suivantes :

- **Payment** (ou « **Paiement** » selon la documentation FBF): cette catégorie comprend toutes les obligations de paiement incombant à l'entité de référence et notamment les paiements dus au titre d'opérations sur instruments financiers à terme, de prêts de titre ou de prises en pension.
- **Borrowed Money** (ou « **Dette Financière** » selon la documentation FBF): ce sont les obligations de remboursement résultant d'emprunts, mais, pour ce qui concerne la documentation ISDA, à l'exclusion de tous les contrats par lesquels un actif est vendu sous la condition d'un rachat ultérieur à date et à prix (plus élevé) ultérieur (*repurchase agreements*).
- **Bond** (« **Titre de Créance** » selon la documentation FBF) : ce sont principalement des titres de créance (*debt securities*) et/ou, selon la documentation FBF, des titres de créance négociables au sens du droit français.

de sorte que les termes comportant une majuscule dans cette étude sont des termes définis dans la documentation ISDA ou FBF ;

- **Loan** (ou « **Crédit** » selon la documentation FBF): les obligations de paiement dues au titre d'une convention de crédit à durée déterminée, renouvelable ou une autre convention de crédit similaire).
- **Bond or Loan** (ou « **Titre de créance ou Crédit** » selon la documentation FBF) : l'une des deux catégories citées précédemment.

Selon la documentation ISDA, la catégorie *Bond et Loan* ou *Bond or Loan* comprend également les garanties y attachées qui sont fournies par l'entité de référence pour garantir le remboursement de sa dette. Cette extension aux garanties ne semble pas prévue contractuellement dans le documentation FBF.

En outre, les parties peuvent encore aller plus loin en sélectionnant des caractéristiques précises pour l'obligation de référence (***Obligation Characteristics*** - ou « **Caratéristiques de l'Obligation** » selon la documentation FBF-). Pour cela, ils ont le choix entre les caractéristiques suivantes :

- ***Pari Passu Ranking*** (ou « **Pari Passu** » selon la documentation FBF) : l'obligation de référence doit avoir un rang de priorité de paiement au moins *senior*. Cela exclut toute dette subordonnée.
- ***Specified Currency*** (ou « **Devise de Référence** » selon la documentation FBF) : l'obligation de référence doit faire l'objet d'un règlement dans certaines devises spécifiées dans la confirmation. A défaut d'indication, ce seront les devises ayant cours légal au Canada, aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume Uni ou l'euro qui s'appliqueront.
- ***Not Sovereign Lender*** (« **Prêteur Non Souverain** » selon la documentation FBF) : l'obligation de référence ne doit pas être due principalement à une entité souveraine (un Etat, une division politique un gouvernement ou une émanation d'une de ces entités).

- **Not Domestic Currency** (« **Devise Locale Exclue** » selon la documentation FBF) : l'obligation de référence doit être payable dans une devise autre que celle du pays dans lequel l'entité de référence est établie.
- **Not Domestic Law** (« **Loi étrangère** » selon la documentation FBF) : l'obligation de référence ne doit pas être régie par la loi du pays dans lequel l'entité de référence est établie.
- **Listed** (« **Titres Cotés** » selon la documentation contractuelle FBF) : l'obligation de référence doit être cotée, admise à la cotation ou négociée sur un marché réglementé.
- **Not Contingent** (« **Obligation Non Conditionnelle** » selon la documentation FBF) il doit s'agir d'une obligation de référence dont le montant principal à rembourser n'est pas déterminé sur base d'une formule ou d'un index et qui n'est pas soumis à une condition. Elle doit porter des intérêts fixes ou variables. Cette condition est intéressante dans la mesure où elle a donné lieu à un litige au Royaume-Uni quant au fait de savoir ce qu'il fallait entendre précisément par « non-conditionnel ». Il a ainsi été décidé par les tribunaux anglais qu'une obligation échangeable (cette faculté d'échange appartenant au porteur des titres) n'est pas à considérer comme une obligation conditionnelle et répond ainsi à la définition « *Not Contingent* » (non conditionnelle³⁰).
- **Not Domestic Issuance** (« **Emission Non Domestique** » selon la documentation FBF) : il doit s'agir d'une obligation de référence qui n'est pas émise ou offerte à la vente sur le marché du pays de l'entité de référence.

2. Le choix des Événements de Crédit

La détermination des événements de crédit dans la Confirmation est cruciale, car plus sa définition sera large, plus il y aura de chance qu'un tel événement puisse survenir. En outre, plus l'événement de crédit sera susceptible de survenir, plus important sera en principe le montant de la prime à payer au vendeur de la protection, car ce dernier courra un risque plus

³⁰ Londres, 13 février 2003, Nomura/CSFB, EWCH 160 (Comm), décision commentée dans *Banque et Droit* n° 89 – mai-juin 2003, pp. 32 et 33

important. Dans leurs formes standardisées, les documentations *ISDA* et *FBF* permettent en principe de choisir entre les événements de crédit suivants :

- ***Failure to Pay*** (qui est équivalent au « **Défaut de Paiement** » dans la documentation *FBF*): sont visés ici les cas de défaut de paiement affectant l'entité de référence mais uniquement des paiements d'un montant significatif. Ainsi un *Failure to Pay* n'existera que si un certain seuil matériel de défaut de paiement (connu comme la ***Payment Requirement*** ou « **Seuil de Défaut** » selon la documentation *FBF*) est atteint.

- ***Bankruptcy*** (ou « **Faillite** » selon la documentation *FBF*) : selon la documentation *FBF*, il s'agit du cas où une entité de référence devient insolvable, est incapable de payer ses dettes à leur échéance ou en raison de difficultés financières prévues ou avérées, négocie avec ses créanciers un échelonnement de ses dettes ou négocie avec ceux-ci dans le cadre d'un règlement amiable conformément aux articles L.611-3 à L.611-6 du Code de commerce. Il s'agit également du cas où l'entité de référence fait l'objet d'un jugement de redressement judiciaire, d'une cession totale de l'entreprise d'une liquidation judiciaire, d'une mesure de saisie, séquestre, attribution portant sur la majeure partie de ses biens ou si l'entité de référence voit ses organes compétents se réunir en vue de se prononcer sur une résolution relative à la dissolution, la liquidation (judiciaire ou amiable) ou le dépôt de bilan de l'entité de référence ou si l'entité subit un événement qui a un effet analogue à tous les événements mentionnés préalablement. La documentation *ISDA* définit ***Bankruptcy*** de manière à peu près similaire que la documentation *FBF* définit la « **Faillite Internationale** » : Il s'agit globalement des mêmes événements que ceux repris dans la définition de « **Faillite** » dans la documentation *FBF*, sauf qu'il est tenu compte du fait de l'origine internationale des causes ou les effets de la faillite. La distinction « Faillite »-« Faillite Internationale » telle qu'opérée par la documentation *FBF* n'existe pas dans la documentation *ISDA*.

- ***Obligation Acceleration*** (ou « **Déchéance du Terme** » selon la documentation *FBF*) : il s'agit du cas une ou plusieurs obligations de références sont devenues exigibles par anticipation suite à la survenance d'un cas de défaut autre que le non paiement à son échéance de toute somme exigible.

- ***Obligation Default*** (ou « **Défaut** » selon la documentation FBF) : une ou plusieurs obligation de référence sont devenues susceptibles d'être déclarées exigibles par anticipation suite à la survenance d'un cas de défaut autre que le non paiement à son échéance de toute somme exigible: à l'instar de l'*Obligation Acceleration*, cet événement de crédit dépend également d'un événement de défaut (autre que le non paiement). Néanmoins, il est suffisant que cet événement de défaut ait seulement été susceptible de rendre l'obligation de référence exigible et payable et ce indifféremment du fait que la échéance du terme ait effectivement eu lieu.

- ***Restructuring*** (ou « **Restructuration** » selon la documentation FBF): il s'agit ici de la survenance d'un des événements suivants : une réduction du taux ou du montant des intérêts payables, un réduction du montant du principal ou de la prime payable à l'échéance, tout report d'une date à laquelle il est prévu qu'un paiement d'un intérêt ait lieu ou que des intérêts commencent à courir ou qu'un remboursement du principal ou d'une prime ait lieu, tout abaissement du rang de priorité de paiement de l'obligation (transformant l'obligation de référence en obligation subordonnée), tout changement de la devise ou tout compromis aboutissant au paiement au moyen d'une devise non permise.

- ***Repudiation/Moratorium*** (ou « **Contestation-Moratoire** » selon la documentation FBF) : ce choix couvre les hypothèses où soit l'entité de référence (ou une autorité gouvernementale) conteste ou dénonce ou remet en cause la validité de l'obligation de référence qui est à sa charge, soit elle déclare ou impose un moratoire, une suspension ou un report des paiements.

Les possibilités de choix et les caractéristiques des obligations de référence et des événements de crédit donnés par les documentations FBF et ISDA montrent clairement que ces instruments sont destinés à des opérateurs ayant un accès aux marchés financiers ou à des participants aux marchés financiers. Cette spécificité des dérivés de crédit va également se refléter dans les modalités d'exécution des dérivés de crédit.

B. Les modalités d'exécution du dérivé de crédit.

La survenance d'un événement de crédit affectant l'obligation de référence incombant à l'entité de référence va entraîner la résiliation du dérivé de crédit et un règlement de l'opération (*settlement*). Ce règlement peut prendre deux formes : soit une « livraison » par l'acheteur au vendeur de la protection de l'obligation de référence (forcément dépréciée suite à l'événement de crédit) en échange du paiement par le vendeur de la valeur notionnelle de cet actif livré (2) soit le paiement d'un différentiel par le vendeur de la protection à l'acheteur, différentiel qui correspond à la différence entre la valeur nominale de l'obligation de référence et son prix de négociation suite à la survenance de l'événement de crédit (3). Cette procédure de règlement est néanmoins précédée d'une obligation de notification (1)

1. La procédure de notification préalable

Les documentations FBF et ISDA prévoient des principes généraux à respecter lors de notification d'un événement de crédit (a). Ces notifications peuvent néanmoins entraîner des problèmes de confidentialité et de secret bancaire (b).

a. les principes généraux

Il incombe soit à l'acheteur de la protection ou au vendeur ou aux deux (selon le choix exprimé dans la Confirmation) de notifier la survenance d'un événement de crédit à la contrepartie.

Alors que la Notification d'Événement de Crédit est toujours requise, la nécessité de faire une Notification d'Information Publique dépend du choix des contreparties. Cette notification doit citer l'information qui confirme la survenance de l'événement de crédit sélectionné dans la Confirmation. Cette information doit avoir été publiée dans un nombre prédéterminé de sources d'information françaises ou internationales (en général il s'agira de deux sources d'information).

En outre, si le vendeur désire réaliser une livraison physique d'une obligation de référence, il devra préalablement notifier son intention de livrer au moyen d'une Notification d'Intention de Livrer (ou *Notice of Intended Physical Settlement*) qui devra comporter une description détaillée du type et de la quantité de sous-jacent à livrer.

b. les problèmes de secret bancaire

Le secret bancaire a été consacré par l'article 57 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 qui se réfère à l'article 226-13 du Code pénal (ancien article 378 du Code pénal). En vertu de ces articles, le banquier doit s'abstenir de divulguer des informations sur ses clients sous peine de sanctions ou pénales. Le secret bancaire couvre uniquement des données confidentielles. Il s'agit également d'informations précises comme par exemple des informations chiffrées (par exemple le montant d'un solde de compte ou le montant d'un prêt consenti à un client)³¹. Ce secret bancaire, qui n'est que de simple protection du client, ne peut être levé qu'avec l'autorisation du client, ce dernier étant maître de son secret³².

Les notifications à réaliser dans le cadre des dérivés de crédit et décrites ci-dessus peuvent entraîner des problèmes importants de secret bancaire car elles supposent la révélation de certaines informations liées à l'entité de référence des problèmes importants. Prenons comme exemple le cas classique du banquier qui a accordé un prêt à son client et qui veut se protéger contre le risque de crédit lié à son client. A cette fin, le banquier va contracter un dérivé de crédit en qualité d'acheteur de protection avec une contrepartie (généralement un autre banquier) qui acceptera de se voir transférer ce risque de crédit en sa qualité de vendeur de protection. L'obligation de référence sera le prêt et l'entité de référence sera le client du banquier. En cas de survenance d'un événement de crédit affectant l'obligation de référence (par exemple un défaut de remboursement du prêt), le banquier peut être amené à devoir notifier la survenance de l'événement du crédit affectant l'obligation de référence. C'est cette révélation (qui comporte généralement des données chiffrées et *a priori* confidentielles) qui pose problème.

Juridiquement, il est possible de faire face à ce problème de plusieurs manières : tout d'abord, en demandant le consentement de l'entité de référence. Comme le secret bancaire est de pure

³¹ Thierry Bonneau, *Droit Bancaire*, Ed. Montchrestien, 1999, n° 412 et s.

³² Com. 11 avril 1995, Bull. civ. IV, n°121, p. 197 ; Alain Gauvin, *op.cit.*, p. 200 ; Le droit suisse estime, à l'instar du droit français, que le client reste maître de son secret. Il ne semble pas en être de même au Luxembourg où le secret bancaire semble procéder de l'ordre public de protection auquel le client ne saurait

protection, le client, maître de son secret, va pouvoir renoncer à cette protection³³. L'on peut également prévoir de codifier toutes les données relatives à l'entité de référence et à l'obligation de référence de sorte qu'aucun recoupement des informations ne permettrait de découvrir qui est l'emprunteur³⁴. L'on peut également stipuler que l'événement de crédit devra faire l'objet d'une Notice d'Information Publique. L'événement de crédit devant résulter d'une source publique d'information, l'information à communiquer n'est plus confidentielle et ne tombe ainsi plus dans le champ d'application du secret bancaire.

2. La livraison des actifs sous-jacents

La raison essentielle pour laquelle les contreparties choisissent une livraison de l'actif sous-jacent est qu'une telle livraison évite une évaluation de la valeur de l'actif sous-jacent, évaluation qui est nécessaire en cas de paiement de différentiel.

Si en cas d'événement de crédit, une telle livraison du sous-jacent de référence (*Physical Settlement*) est sélectionnée par les parties dans la Confirmation, l'acheteur doit délivrer au vendeur de la protection les obligations de référence incombant à l'entité de référence (*Deliverable Obligations*). Le sous-jacent à livrer peut avoir les mêmes caractéristiques (*Obligation Characteristics*) que celles stipulées pour l'obligation de référence ou même être l'obligation de référence qui a été prise comme base pour la survenance d'un événement de crédit. Néanmoins, le sous-jacent à délivrer au vendeur peut être différent ou avoir des caractéristiques différentes de l'obligation de référence. Le sous-jacent à livrer peut avoir, outre les caractéristiques de l'obligation de référence décrites plus haut, les caractéristiques (*Deliverable Obligation Characteristics*) suivantes : un crédit cessible (*Transferable Loan*), un crédit cessible sur accord (*Consent Required Loan*), un crédit en sous-participation directe ou indirecte (*Direct Loan Participation or Indirect Loan Participation*), un sous-jacent cessible (*Transferable*) qui peut, par exemple, être un titre obligataire ou un actif qui n'est pas au porteur (*Not Bearer*).

renoncer. Ceci pose paradoxalement des problèmes aux banques luxembourgeoises qui se voient *a priori* limitées dans leur possibilité de conclure des dérivés de crédit.

³³ Gilles Kolifraith, *Les dérivés de crédit : vers une approche juridique*, Banque & Droit n° 63, pp. 17 et 18 ; Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 708

³⁴ Alain Gauvin, *op.cit.*, p. 201

Cette livraison du sous-jacent, qui doit être analysée juridiquement en une cession de titre de créance ou d'un prêt, peut avoir des conséquences juridiques importantes et doit faire l'objet d'une grande vigilance. Imaginons en effet qu'une banque ait accordé plusieurs prêts à différentes sociétés. Ladite banque, afin de se couvrir contre le risque de crédit affectant ses clients (les sociétés), va conclure un dérivé de crédit avec une contrepartie acceptant de se voir transférer ce risque de crédit. Dans ce dérivé de crédit, la banque sera l'acheteur de la protection, la contrepartie acceptant de voir transférer le risque sera vendeur de la protection, les sociétés seront les entités de référence et les prêts serviront d'obligation de référence. A la suite d'événements de crédit affectant les obligations de référence, l'acheteur de la protection (la banque) sera tenu, si tel a été le choix des parties dans la Confirmation, de « livrer » (c'est à dire à céder) les obligations de référence au vendeur de la protection (la contrepartie). Ce dernier devient prêteur vis-à-vis des entités de référence. L'octroi de prêts étant une opération de crédit en vertu de l'article 3 de la loi bancaire du 24 janvier 1984, opérations qui sont réservées aux établissements de crédit, il y a un risque que le vendeur de la protection puisse être considéré comme exerçant des opérations de banque, activité monopolisée soumise à agrément et sanctionnée pénalement.

En pratique, il s'avère néanmoins que ces problèmes n'apparaissent que très rarement car il n'y a guère que des acteurs sophistiqués des marchés financiers qui concluront ou négocieront des dérivés de crédit. Ces acteurs disposant généralement de tous les agréments nécessaires en la matière, des problèmes tels que soulevés restent marginaux.

Ici également, les questions relatives à la livraison du sous-jacent de référence démontrent très bien que, malgré leur caractère « de gré à gré », les dérivés de crédit sont inadaptés pour des sociétés de droit commun de petite taille ou de taille moyenne. Les dérivés sont, au contraire, clairement des instruments créés pour les marchés financiers car adaptés uniquement à des acteurs des marchés financiers.

3. Le paiement du différentiel.

Comme expliqué plus haut, la survenance d'un événement de crédit affectant l'obligation de référence peut entraîner un paiement du différentiel (*Cash Settlement* en jargon ISDA), en vertu duquel le montant à payer par le vendeur à l'acheteur est égal à la différence entre la valeur nominale de l'obligation de référence et le cours auquel cette obligation est négociée

après la survenance de l'événement de crédit. Ce cours peut être déterminé soit à une date particulière (*Single Valuation Date* en jargon ISDA ou « Date d'Evaluation Simple » en jargon FBF) soit en déterminant une moyenne de cours sur plusieurs jours (*Multiple Valuation Dates* en jargon ISDA ou « Dates d'Evaluations Multiples » en jargon FBF). La raison pour laquelle la méthode de la moyenne de prix sur plusieurs jours est choisie est qu'à la suite d'un événement de crédit, le cours de l'obligation de référence risque d'être très volatile et que l'application de cette méthode de la moyenne contribue à adoucir les fluctuations afin de donner une image plus fidèle de l'impact de l'événement de crédit.

Pour déterminer le cours de l'obligation de référence, il y a principalement deux méthodes : celle de la moyenne de marché - ou *Market Value* en jargon ISDA - (où l'agent de calcul doit obtenir des fixations de cours de l'obligation de référence de la part d'au moins cinq preneurs fermes – *dealers* – qui serait fermement prêts à acquérir l'obligation de référence et prendre la moyenne de ces cours obtenus) ou celle du cours le plus haut - ou *Highest Quotation* – (où l'agent de calcul doit obtenir des fixations de cours des mêmes *dealers* mais où ne sera retenu que le ou les cours le(s) plus élevé(s)).

Comme démontré lors de l'étude de la méthode de la livraison du sous-jacent de référence, un examen de cette méthode alternative du paiement du différentiel montre également que la documentation ISDA n'est clairement destinée et adaptée qu'au seuls opérateurs des marchés financiers disposant d'une certaine sophistication et d'un accès aux systèmes de cotation et d'évaluation des marchés financiers. Comment imaginer en effet qu'une société commerciale de droit commun non-cotée ou n'ayant pas accès aux marchés financiers puisse, d'une part, s'adjoindre les services (souvent très coûteux) d'un agent de calcul et, d'autre part, espérer obtenir une offre de fixation de cours ou de prix de l'obligation de référence de la part des *dealers* spécialisés ?

C. La résiliation et la compensation conventionnelle (« Close-out netting »)

Les produits dérivés de crédit conclus au moyen de la documentation ISDA ou FBF comportent tous un mécanisme de résiliation et de compensation conventionnelle (*close-out netting*). Ce n'est néanmoins pas au niveau du dérivé de crédit lui-même (tel que documenté dans la Confirmation) mais dans le contrat-cadre ISDA ou FBF que ce mécanisme de *close-out netting* a lieu.

Ainsi, suite au dénouement du dérivé de crédit par le paiement de différentiel ou par la livraison du sous-jacent, le dérivé de crédit considéré va se trouver « globalisé » avec toutes les autres opérations conclues par les mêmes contreparties sous le même contrat-cadre afin de pouvoir faire l'objet d'un *close-out netting*.

Les conventions-cadre FBF et ISDA mettent en place une double compensation : la compensation de paiement - *payment netting* – qui a lieu au niveau du dérivé de crédit (tel que documenté par le Confirmation) et la compensation de risques (*close-out netting*) qui se réalise au niveau de la convention-cadre³⁵. En cas de survenance d'un événement de crédit sous le dérivé de crédit, il est tout d'abord procédé à une résiliation globale de toutes les opérations conclues sous le contrat-cadre. Suit alors une évaluation de chaque opération résiliée par la méthode du *mark-to-market* qui permet de dégager le montant qui aurait dû être payé ou perçu si le contrat était résilié et remplacé par un contrat équivalent (donnant les mêmes droits et obligations pour la période restant à courir). Il s'agit donc du montant de la perte subie ou du gain perçu en cas de défaut de la contrepartie et de résiliation du contrat. L'addition de ces évaluations permet de dégager un solde net global représentant la valeur de l'encours de l'ensemble des opérations au moment de la résiliation. Le *close-out netting* a une double fonction : une fonction de couverture de risque et une fonction prudentielle permettant de réduire les nécessités de fonds propres qui sont exigées des intervenants³⁶.

Ces méthodes de calcul et d'évaluation sont d'une complexité assez déconcertante et nécessitent des supports de calcul assez sophistiqués qui ne sont en principe pas à la portée des sociétés de droit commun. Ici également, le caractère essentiellement « financier » des dérivés de crédit et des produits financiers dérivés en général ressort clairement.

Section 2. La neutralisation des effets du droit des procédures collectives sur les dérivés de crédit.

Un des éléments qui permet le plus clairement de mettre l'accent sur le caractère dérogatoire par rapport au droit commun est la neutralisation du régime du droit des procédures

³⁵ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 714

³⁶ Jean-Pierre Mattout, *La sécurité et la responsabilité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré*, Les Petites Affiches, n° 56, mai 1996, p. 26

collectives face aux dérivés de crédit. C'est ici qu'apparaît la nature d'instrument du droit des marchés financiers des dérivés de crédit qui, malgré ses apparents aspects contractuels, obéit à un régime totalement dérogatoire du droit commun³⁷. Le but de cette neutralisation des effets de la faillite, qui a été achevée par la loi MAF, a clairement été de protéger les marchés financiers contre toute influence ravageuse des dispositions relatives au droit des procédures collectives. Les marchés financiers doivent bien fonctionner et les pouvoirs exorbitants du droit commun accordés par la loi de 1985 aux administrateurs judiciaires ou liquidateurs risquent d'aller à l'encontre du bon fonctionnement des marchés financiers. La faillite d'une contrepartie ne doit pas pouvoir mettre à mal les mécanismes contractuels de dénouement (et notamment ceux du *close-out netting*, c'est-à-dire la résiliation, l'évaluation et la compensation des opérations) prévus dans les conventions-cadre de place telles que la conventions ISDA et FBF³⁸. Le législateur a donc mis en place des aménagements aux effets du droit des procédures collectives pour les contrats de produits dérivés conclu au moyen de ces conventions-cadre de place.

Après avoir mis en lumière les dispositions du droit des procédures collectives qui seraient potentiellement applicables (§1), nous allons étudier comment la loi MAF a procédé à la neutralisation des effets de ces dispositions (§2).

§1. Les dispositions potentiellement applicables du droit des procédures collectives.

L'article L.621-28 alinéa 6 du Code de commerce dispose qu'une résiliation ou résolution du contrat ne peut pas résulter du seul fait de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire.

En vertu de ce même article, l'administrateur judiciaire dispose d'un véritable monopole d'ordre public pour exiger la continuation des contrats en cours³⁹. L'article L.621-49 du Code

³⁷ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 713

³⁸ Ces deux conventions-cadre sont considérées comme des conventions-cadre de place pouvant bénéficier de l'article 431-7 du Code monétaire et financier. Cela résulte d'une lettre envoyée le 23 mars 1998 par le Gouverneur de la Banque de France à l'Association Française des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement.

³⁹ Antonin Besse, Alain Gauvin, *La licéité des dérivés de crédit en droit français*, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 72, mars-avril 1999., p. 53

de commerce dispose, quant à lui, que le jugement d'ouverture du redressement judiciaire ne rend pas exigibles les créances à la date de son prononcé, ce principe étant d'ordre public.

Ces dispositions affecteraient en principe les mécanismes d'exigibilité immédiate, de résiliation prévus dans les conventions-cadre de place FBF et ISDA en cas de « Faillite » (*Bankruptcy*) car ceux-ci ne seraient ainsi pas opposables à l'administrateur. D'autre part, l'administrateur pourrait librement choisir de mettre un terme aux opérations qui sont défavorables à la société en redressement (c'est à dire celles où la société en redressement devra payer un solde compensatoire) et de continuer celles qui sont lui sont favorables (c'est à dire celles où la société en redressement doit percevoir un solde compensatoire de la part de la contrepartie). C'est ce que la pratique financière anglo-saxonne appelle le *cherry-picking*. Ainsi, si le vendeur de la protection dans un dérivé de crédit faisait l'objet d'une ouverture d'une procédure de redressement judiciaire, l'administrateur pourrait continuer le contrat jusqu'à son terme et percevoir les primes de la part du vendeur. En cas de survenance d'un événement de crédit (qui l'obligerait à verser à l'acheteur les montants stipulés), il pourrait tout simplement mettre un terme au contrat et l'acheteur de la protection se retrouverait avec une créance chirographaire à l'encontre du vendeur, créance qui peut, tout au plus, faire l'objet d'une déclaration de créance par l'acheteur à l'issue incertaine.

En outre, l'article L.621-107 du Code de commerce dispose qu'est nul tout paiement, quel qu'en soit le mode, effectué pendant la « période suspecte » pour dette non échue. L'article L.621-24 du Code de commerce interdit, quant à lui, le paiement de toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture, le paiement par compensation de créances connexes étant possible.

Il a été admis par la jurisprudence tant pour l'article L.621-107 que L.621-24 du Code de commerce que le paiement par compensation de créances était admis lorsque les créances présentaient un lien de connexité suffisante.

En l'occurrence, la connexité est créée ici de manière conventionnelle par les conventions-cadre qui globalisent les opérations en en faisant un tout pour leur résiliation et leur compensation. La doctrine s'est demandée si cette connexité créée par les conventions-cadre

de place répondait aux critères de la connexité tels que dégagés par la jurisprudence⁴⁰. Cette dernière avait en effet mis l'accent sur le fait que la connexité devait résulter d'une même opération économique dans le cadre de laquelle les parties avaient défini, au moyen d'une convention-cadre, le cadre de développement de leurs relations d'affaires⁴¹. Nul doute qu'au vu de cette jurisprudence, la connexité entre les contrats de produits dérivés conclus sous les conventions-cadre de place aurait été reconnue pour permettre une compensation⁴². Malgré cela, le législateur a préféré intervenir afin d'éviter toute incertitude au sujet de l'impact précis des dispositions du droit des procédures collectives et afin d'assurer un bon fonctionnement des marchés financiers.

§2. La neutralisation des dispositions du droit des procédures collectives depuis l'entrée en vigueur de la loi MAF.

Afin d'éviter un impact indésirable du droit des procédures collectives sur les opérations sur produits dérivés, le législateur s'est employé efficacement à neutraliser tout simplement tous les effets de la faillite. Pour cela, il a opéré en deux temps : tout d'abord, la loi n°93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers a introduit le régime dérogatoire en permettant aux contreparties de résilier et de compenser conventionnellement les créances et dettes nées dans le cadre des opérations de marchés à terme mentionnées à l'ancien article 1^{er} de la loi du 28 mars 1885. Comme cette loi de 1885 avait porté réglementation des marchés à terme organisés (auxquels échappent en principe les produits dérivés négociés de gré à gré), il restait une incertitude quant au fait de savoir si les mécanismes contractuels de résiliation et de compensation prévus dans les conventions-cadres de place (utilisées pour les dérivés de gré à gré) pouvaient bénéficier de ce régime dérogatoire⁴³. La loi MAF de 1996 a balayé toutes les incertitudes à ce sujet en incluant *expressis verbis* dans son article 52 (devenu l'article L.431-7 du Code monétaire et financier) « *les opérations sur instruments financiers...lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadres respectant les principes généraux des conventions-cadres de place nationales ou internationales* ». Les opérations sur produits dérivés négociés de gré à gré et conclues au moyen des conventions-cadre de place sont ainsi logées, pour cet aspect du régime dérogatoire au droit des procédures collectives, à la même

⁴⁰ Jean-Pierre Mattout, *Droit bancaire international*, Banque Editeur, 2^{ème} Ed. n° 476

⁴¹ Cass. com. 6 février 1996, Bull.civ., IV, n° 34

⁴² Dans le même sens : Jean-Pierre Mattout, *op.cit.* n° 476

enseigne que les dérivés négociés sur les marchés réglementés. Au vu des contreparties concluant habituellement de telles opérations de gré à gré, cette inclusion des dérivés conclus de gré à gré opérée par la loi MAF est tout à fait normale car elle contribue au bon fonctionnement des marchés financiers.

Les termes de cette loi montrent d'ailleurs que le but de celle-ci est de protéger les marchés financiers (et non les sociétés de droit commun) contre les effets du droit des procédures collectives. Ne sont en effet visés que les dérivés conclus au moyen de conventions-cadres entre deux parties au moins, l'une de ces parties au moins devant, pour bénéficier de ces dispositions, être un prestataire de services d'investissement ou une entreprise visée par l'article L.531-2 du Code monétaire et financier (entre autres, le Trésor Public, La Banque de France, La Poste, les entreprises d'assurances, les OPCVM, les fonds communs de créances, etc.). En pratique, il s'avère néanmoins que dans la grande majorité des cas, les deux contreparties sont généralement une de ces entités citées par les articles L.431-7 ou L.531-2 du Code monétaire et financier (ou une de leurs filiales ou succursales). Il se peut également qu'une société cotée de très grande taille (présentant obligatoirement toutes les garanties financières requises et un accès aux marchés financiers) va conclure pour son propre compte un dérivé. Ces dispositions de l'article L.431-7 et L.531-2 (fixant la qualité des personnes requise pour pouvoir bénéficier du régime favorable) ainsi que la pratique en matière de personnes concluant habituellement des produits dérivés montrent donc bien que ce régime juridique dérogatoire procède du droit des marchés financiers et vise à assurer le bon fonctionnement des marchés financiers.

L'article L.431-7 du Code monétaire et financier va donc neutraliser tous les effets du droit des procédures collectives en « validant » tous les mécanismes contractuels qui risquaient de se heurter à ces effets.

L'alinéa 1^{er} de l'article L.431-7 du Code monétaire et financier fixe tout d'abord le principe que les dettes et créances sont « *compensables selon les modalités prévues par les conventions-cadre et peuvent donner lieu à l'établissement d'un solde unique compensé.* » Ces dispositions valident le principe du *close-out netting*, même si, en soi, la validité même de

⁴³ Séna Agbayissah, *op.cit.*, p. 43

ce mécanisme n'a jamais été remis en cause ni par la loi ou la jurisprudence, ni par la doctrine.

Puis, l'alinéa 3 de l'article précité dispose qu'une résiliation de plein droit peut intervenir en cas d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. Cela neutralise notamment les dispositions de l'article L.621-28 alinéa 6 du Code de commerce qui, rappelons-le, prévoit qu'une résiliation ou résolution du contrat ne peut pas résulter du seul fait de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. Ainsi, les contreparties à une opération de dérivé de crédit peuvent résilier leur contrat en raison de l'ouverture à l'encontre de l'une d'entre elles d'une procédure de redressement judiciaire pour faire ressortir un solde net par compensation.

Le dernier alinéa de l'article L.431-7 du Code monétaire et financier permet de donner toute la sécurité nécessaire en disposant de manière générale et sans équivoque que « *les dispositions du livre VI du Code de commerce (relatives aux difficultés des entreprises) ne font pas obstacle à l'application du présent article* ».

Le mécanisme du *close-out netting* est donc validé et rien ne s'oppose à la résiliation, la compensation et à la fixation d'un solde net tel que cela est prévu par les conventions-cadre ISDA et FBF. Il convient néanmoins de préciser que c'est uniquement le mécanisme du *close-out netting* (dans la mesure où il permet de dégager un solde net et qu'il évite le *cherry-picking*) qui est immunisé contre les effets du droit de la faillite. Le paiement du solde net dégagé suite à l'application du *close-out netting* reste, quant à lui, toujours potentiellement soumis aux dispositions du droit des procédures collectives et devrait, le cas échéant, faire l'objet d'une déclaration de créance à l'égard de l'entité insolvable.

Nous venons de démontrer que cette recherche de l'efficacité des opérations de dérivés de crédit (au moyen de la standardisation des contrats et de l'intervention législative afin d'écartier l'impact préjudiciable que pourrait avoir le droit des entreprises en difficultés) procède de la nature des dérivés de crédit qui sont des instruments du droit des marchés financiers. Cette nature « financière », dérogeant au droit commun des obligations s'illustre également dans la protection des investisseurs, autre principe fondamental du droit des marchés financiers, qui est recherchée à l'occasion de la conclusion des dérivés de crédit.

CHAPITRE 2. La recherche de la protection des investisseurs

La recherche de la protection des investisseurs contribue à qualifier les dérivés de crédit d'instruments des marchés financiers obéissant à la logique du droit des marchés financiers : Sans la protection des investisseurs la confiance dans les marchés financiers disparaîtrait, ce qui entraverait le bon fonctionnement des marchés financiers⁴⁴. Le même principe va s'appliquer pour les dérivés de crédit, et ce malgré leur nature « de gré à gré ». Dans le cas des dérivés de crédit, la protection s'opère de diverses manières qui s'apparentent partiellement à celles utilisées pour les marchés réglementés mais qui répondent également à des spécificités des dérivés de crédit. Ce régime protecteur des investisseurs va s'exercer notamment par une limitation légale quant aux personnes autorisées à négocier les dérivés de crédit (**section 1**) ainsi que par un traitement prudentiel très encadré des dérivés de crédit (**section 2**).

Section 1. La qualité des opérateurs autorisés à négocier des dérivés de crédit.

A l'instar de ce qui se passe dans les marchés réglementés (où existe une obligation d'intermédiation pour les négociations et les cessions de valeurs cotées), l'intervention sur les marchés de gré à gré portant sur ces produits est réglementée⁴⁵. En effet, la fourniture de services d'investissement à des tiers à titre de profession habituelle portant sur les dérivés de crédit est réservée en principe aux prestataires de services d'investissement (§1). Par exception, la loi permet également à d'autres entités de fournir des services d'investissement portant sur des dérivés de crédit (§2).

§1. Le monopole de principe des prestataires de services d'investissement.

L'article L.531-10 du Code monétaire et financier instaure un véritable monopole au profit des prestataires de services d'investissement pour ce qui est de la fourniture à des tiers de services d'investissement portant sur les dérivés de crédit.

L'article L.321-1 du Code monétaire et financier dispose que les services d'investissement (portant sur les instruments financiers et donc également sur les dérivés de crédit, y compris

⁴⁴ Daniel Ohl, *Droit des sociétés cotées*, Juris-Classeur Affaires Finances, Ed. Litec, 2003, n° 11

⁴⁵ Cf. également à ce sujet Séna Agbayissah, *op.cit.*, p. 29

ceux sous forme de titre) comprennent : la réception et la transmission d'ordres pour compte de tiers, l'exécution d'ordres pour le compte de tiers, la négociation pour propre compte, la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, la prise ferme et le placement.

Il semble résulter de la combinaison de ces deux articles que toute activité, à titre professionnel, portant sur les dérivés de crédit se trouve par principe soumise au monopole⁴⁶. Ce monopole est destiné à protéger les investisseurs en les obligeant en principe à gérer les dérivés de crédit par l'intermédiaire des prestataires de services d'investissement. Ces derniers sont des personnes dont le statut est réglementé et qui sont soumises en principe à des conditions d'accès à la profession et à une surveillance prudentielle strictes.

Il convient de relever ici la difficulté qu'a pu susciter l'inclusion de « *la négociation pour propre compte* » dans les services d'investissement soumis au monopole⁴⁷. Une lecture stricte de l'article L.321-1 du Code monétaire et financier aurait en effet pu signifier qu'aucune personne autre qu'un prestataire de services d'investissement (ou une des entités mentionnées à l'article L.531-2 du Code monétaire et financier) ne pourrait contracter comme simple contrepartie un dérivé de crédit car cela violerait apparemment le monopole instauré par l'article L.531-10 précité. Une réponse ministérielle reprise apparemment à son compte par le Conseil des Marchés Financiers (CMF)⁴⁸ a tenté de délimiter la notion de « *négociation pour propre compte* » en estimant que « *une opération pour propre compte comporte plusieurs phases : le souhait de la contrepartie de réaliser l'opération, l'intervention éventuelle d'un intermédiaire qui rapproche les parties et enfin l'inscription en compte de la transaction. C'est le fait de monter une négociation, de la rendre possible en rapprochant les contreparties et d'en déterminer le cas échéant les conditions en lieu et place des contreparties qui constitue un service d'investissement. Toute entreprise, tout opérateur, ... peut être, sans aucun agrément particulier, contrepartie d'une opération réalisée avec un français* »⁴⁹.

Certains auteurs semblent voir dans cette distinction (entre une entreprise qui serait « simple contrepartie » et une entreprise réalisant une véritable ingénierie financière) les critères

⁴⁶ Alban Caillemer du Ferrage, Arnaud Duhamel, *Monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré*, Banque & Droit n° 76, p. 4.

⁴⁷ Alban Caillemer du Ferrage, Arnaud Duhamel, *op.cit.*, p. 6

⁴⁸ X. Tessier, *Délimitation de la notion de service d'investissement*, Revue CMF n° 2, octobre 1997, p. 22

déterminants de l'assujettissement au monopole de l'opération⁵⁰. Il ne semble néanmoins pas que ce critère soit à retenir pour les produits négociés de gré à gré et notamment les dérivés de crédit.

En effet, ce critère, tel que dégagé par cette réponse ministérielle ne doit pas être retenu car ne correspondant pas aux réalités de ces opérations et au texte de la loi. La « ventilation » de la notion de « négociation » en plusieurs phases (d'abord le rapprochement des parties et la négociation des termes du dérivé puis, dans un deuxième temps, la conclusion) pour déterminer ce qui est un service d'investissement n'est pas appropriée car elle aboutit à des résultats pour le moins discutables. En effet, en suivant le raisonnement du ministre, il apparaît que ce n'est que le fait de rapprocher les parties, de négocier les termes du dérivé qui constituerait un service d'investissement monopolisé. Or une telle négociation, un tel rapprochement des parties n'est en réalité jamais réalisé par l'intermédiaire *pour son propre compte* mais toujours pour le compte du client. Le ministre a manifestement omis de prendre en compte cet aspect du *pour son propre compte*. Or, ne constitue un service d'investissement au sens de l'article L.312-1 du Code monétaire et financier qu'une négociation *pour son propre compte* et non une négociation en soi (dans le sens d'un rapprochement des parties).

Une négociation pour propre compte implique clairement une prise de risque de perte incombant à la personne qui négocie pour son propre compte. La personne agit pour son compte et en son nom⁵¹ mais fournit ce service à un tiers. Cette notion vise en premier lieu trois techniques pratiquées sur les marchés réglementés, à savoir l'arbitrage, le tenue de marché et l'activité de contrepartie⁵². Dans tous ces cas, les opérateurs en question vont acquérir en leur nom et pour leur compte des titres (et en supporter les risques) afin de remplir des obligations contractuelles contractées par ailleurs vis-à-vis de tiers.

Appliquée aux dérivés de crédit (et aux produits dérivés négociés de gré à gré en général), la notion de négociation pour propre compte vise l'hypothèse où l'intermédiaire va négocier les termes et conditions du dérivé de crédit et se porter contrepartie pour son propre compte. Ce service sera néanmoins rendu à un tiers un vertu d'un contrat ou d'une obligation sous-jacente

⁴⁹ J.O., Débats A.N., 2^{ème} séance 29 mai 1996, p. 3606 repris dans Alban Caillemer du Ferrage, Arnaud Duhamel, *op.cit.*, p. 6

⁵⁰ Alban Caillemer du Ferrage, Arnaud Duhamel, *op.cit.*, p. 6

⁵¹ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 95

⁵² Pour une description de ces activités : Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 95

liée à cette conclusion du dérivé de crédit (par exemple une émission obligataire ou un prêt qui nécessite une couverture du risque, ladite couverture étant réalisée par ce dérivé).

Rien n'empêcherait néanmoins une société qui n'est pas prestataire de services d'investissement de négocier les termes et de conclure un dérivé de crédit pour elle-même. La condition en serait néanmoins que cette négociation et la conclusion du dérivé ne soit pas exercée par cette société « *à titre de profession habituelle* ». Si le dérivé de crédit est conclu ponctuellement et à titre purement accessoire par rapport à son activité professionnelle principale et habituelle (par exemple pour des opérations de trésorerie), la conclusion du dérivé de crédit devrait clairement échapper au monopole. On pourrait même aller plus loin : quand bien même la conclusion du dérivé de crédit était réalisée à titre de profession habituelle, le fait de conclure un dérivé de crédit pour son propre compte sans que cette conclusion ne soit « fournie à un tiers » échapperait également au monopole qui ne vise clairement que les prestations fournies à des tiers.

Concernant les dérivés de crédit conclus sous forme contractuelle, il semble donc y avoir *a priori* beaucoup de possibilités pour déroger à ce monopole. Cela vient du fait que les législateurs européens et français ont voulu assurer une qualité des intermédiaires (fournissant leurs services à des tiers) en les soumettant à un agrément en oubliant que pour les instruments financiers à terme négociés de gré, il n'existe pas d'obligation d'intermédiation et de concentration des ordres (celles-ci n'existant que pour les marchés réglementés). Cette « lacune » n'a néanmoins pas de conséquences dramatiques puisque malgré cette possibilité théorique pour toute société de conclure un dérivé de crédit, les mécanismes contractuels décrits plus haut et prévus dans la documentation standardisée ISDA et FBF ainsi que les contraintes financières (dont, par exemple, les commissions devant être versées à l'agent de calcul) résultant de la conclusion de telles opérations dissuaderont les sociétés de petite ou moyenne taille ne disposant pas d'un accès aux marchés financiers de se lancer dans une telle aventure. En outre, les mécanismes contractuels prévus dans la documentation standardisée (et notamment le *netting*) ne seront immunisés contre les effets du droit des procédures collectives que si l'une des contreparties au moins est un prestataire de service d'investissement (ou une autre entité de qualité et de sophistication identiques). En pratique, l'on s'aperçoit qu'il n'y a guère que des prestataires de services d'investissement, des

assureurs ou des sociétés de taille conséquente (généralement cotées) qui concluent ce genre de produits dérivés, de sorte que ces exceptions résultant des lacunes de la loi n'ont qu'une portée limitée.

§2. Les exceptions de l'art. L.531-2 du Code monétaire et financier

Outre les exceptions résultant d'un raisonnement *a contrario* de la loi, l'article L.531-2 du Code monétaire et financier prévoit expressément des exceptions au monopole des prestataires de services d'investissement. Ainsi peuvent également, et entre autres, fournir des services d'investissement à des tiers le Trésor public, la Banque de France, La Poste, les entreprises d'assurance et de réassurance, les OPCVM, les fonds communs de créance.

Section 2. Le traitement prudentiel des dérivés de crédit

Les dérivés de crédit servant à transférer à une contrepartie le risque de crédit lié à une obligation de référence ou à s'y exposer (selon que l'on se place du côté du vendeur ou de l'acheteur de la protection), leur conclusion réalisée par des entités qui sont soumises, en raison de leur statut, à une surveillance prudentielle va faire l'objet d'un traitement prudentiel particulier. Le but des autorités de surveillance est de protéger les investisseurs. Cette protection des investisseurs va néanmoins s'exercer ici de manière indirecte : en réglementant strictement l'utilisation des dérivés de crédit par certains professionnels du secteur financier, on vise à protéger indirectement les investisseurs liés à ces professionnels soit en leur qualité de client (pour les prestataires de services d'investissements et les entreprises d'assurances) soit en leur qualité d'actionnaires ou de coindivisaires (pour les OPCVM). Le traitement prudentiel appliqué par les autorités de surveillance aux dérivés de crédit va varier selon que les dérivés de crédit sont conclus par des prestataires de service d'investissement (§1) des OPCVM (§2) ou des entreprises d'assurance (§3).

§1. L'utilisation réglementée des dérivés de crédit par les prestataires de services d'investissement.

Concernant les prestataires de services d'investissement, c'est la commission bancaire qui va assurer le suivi de la réglementation prudentielle (article L. 611-3 du Code monétaire et financier). La Commission bancaire dispose ainsi d'une vision complète de la surveillance

des risques de marché⁵³. Elle va notamment contrôler si l'adéquation des fonds propres et notamment les ratios de fonds propres sont respectés par les prestataires de services d'investissement. Tous ces ratios ont pour but de déterminer si les fonds propres du prestataire de service d'investissement sont suffisants pour couvrir d'éventuelles pertes enregistrées par les banques dans leurs activités courantes⁵⁴. Les prestataires de service d'investissement doivent notamment respecter un ratio de fonds propres (dit « ratio Cooke ») d'un minimum de 8%. Ce ratio prudentiel représente le rapport entre les fonds propres au numérateur et les risques associés aux créances d'un prestataire de services d'investissement au dénominateur. Les créances vont se voir appliquer des coefficients de pondération fixés selon la nature de l'emprunteur ou du garant, la localisation géographique de l'emprunteur ou du garant, la nature (bilan ou hors bilan) de l'opération⁵⁵. Pour les dérivés de crédit (et les produits dérivés en général), il convient de noter que la compensation (*netting*) est prise en compte dans le calcul du ratio de solvabilité Cooke comme facteur de réduction de risque de contrepartie⁵⁶ entraînant ainsi une réduction du montant de fonds propres nécessaires à couvrir l'opération. Il ne sera en effet tenu compte dans le calcul des fonds propres nécessaires que du solde net dégagé suite au *close-out netting* et non de tous les flux financiers dégagés, ce qui va avoir pour conséquence une baisse de l'exigence en fonds propres. La Commission bancaire permet à un acheteur de protection peut obtenir une réduction de ses besoins en fonds propres à condition que (i) le vendeur de protection soit un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement, (ii) la protection soit irrévocable et inconditionnelle, (iii) parmi les événements de crédit figurent la faillite, le défaut de paiement et la restructuration de la dette du débiteur, (iv) l'agent de calcul doit être soit l'acheteur lui-même, soit l'acheteur et le vendeur conjointement⁵⁷

Après environ une décennie d'utilisation du ratio Cooke, le Comité sur le contrôle bancaire dont les réunions se tiennent à Bâle au siège de la Banque des Règlements Internationaux (dit « Comité de Bâle ») se propose de réformer ce ratio Cooke afin de prendre en compte de façon plus claire la couverture du risque de crédit, un des points faibles du système prudentiel international. Le nouveau ratio qui devrait succéder au ratio Cooke et qui prendra certainement le nom de « Ratio McDonough » (du nom du président de la Réserve Fédérale

⁵³ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 1115

⁵⁴ Richard Bruyère, *op.cit.*, p. 14

⁵⁵ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n°1129

⁵⁶ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n°1130

⁵⁷ Giulia Rial, *Opérations sur risque de crédit*, Banque Magazine n° 642, Déc. 2002, p. 58

de New York) repose sur trois piliers : l'évaluation des risques pourra se faire selon une méthode standard plus élaborée ou selon un modèle interne pour les établissements plus sophistiqués, la création d'une pondération préférentielle à 50% pour les meilleurs risques d'entreprises, l'introduction de la notion de risque opérationnel qui prendra en considération des risques peu cernés tel que le risque de pertes de données. Le ratio de 8% par rapport aux actifs pondérés en fonction du risque devrait cependant rester en vigueur⁵⁸.

⁵⁸ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n°1135-2

§2. L'utilisation réglementée des dérivés de crédit par les OPCVM.

C'est certainement pour les OPCVM que la réglementation concernant l'utilisation par ces organismes de dérivés de crédit est la plus évoluée. Ceci s'explique facilement en raison des risques directs encourus par les actionnaires de SICAVS ou des titulaires de parts de FCP (qui sont en général des particuliers) lors de la conclusion par le FCP ou la SICAV de tels produits (notamment si l'OPCVM agit comme vendeur de protection). Le régime actuel applicable à l'utilisation des dérivés de crédit est notamment encadré par des dispositions applicables, d'une part, à tous les produits dérivés (A) mais également par des dispositions spécifiquement applicables aux dérivés de crédit (B).

A. Le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié par le décret n° 2002-278 du 26 février 2002

Pour ce qui est du régime « général » des produits dérivés conclus par les OPCVM (SICAV ou FCP), le décret n° 2002-278 du 26 février 2002 est venu modifier l'ancien décret n° 89-624 du 6 septembre 1989. Ce décret est pris en application des articles L.214-15 et s. du Code monétaire et financier (codifiant la loi du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM) et réforme le régime des instruments financiers à terme conclus par des OPCVM que ceux-ci soit négociés sur marché réglementé ou de gré à gré.

Ce nouveau décret a élargi explicitement (dans son article 2-5) la possibilité d'utilisation, sous conditions, de produits dérivés pour tous les OPCVM alors que cette utilisation était interdite aux OPCVM nourriciers (*feeder funds*)⁵⁹. Il ajoute également une seconde exception au principe selon lequel les OPCVM ne peuvent engager plus d'une fois leur actif sur les marchés à terme, réglementés ou non. Ainsi, à l'ancienne exception applicable aux fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT), est ajoutée celle des OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée (ceux dont les titres sont offerts à un cercle restreint d'investisseurs dotés d'une grande sophistication, c'est à dire en général des investisseurs institutionnels). Pour ces OPCVM, la limite d'engagement est portée à deux fois l'actif, ce

⁵⁹ L'utilisation par les fonds nourriciers de produits dérivés est soumise à trois conditions particulières qui sont très bien décrites in Fabrice Bussière, Etienne Jardel, *La réforme du décret OPCVM n°89-624 du 6 septembre 1989*, Banque & Droit n° 83, p. 4

qui paraît encore insuffisant pour certains auteurs⁶⁰. Ces exceptions sont compréhensibles car pour les FCIMT, les investisseurs sont avertis, dès leur prise de participation dans un tel fonds, du risque inhérent à un fonds qui n'investit que dans des produits dérivés à effet de levier. Concernant les OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée, il va également de soi que des investisseurs institutionnels ou disposant d'une sophistication leur permettant d'appréhender les risques inhérents à leur investissement n'ont besoin que d'une protection réduite quant à ces investissements dans des produits dérivés.

Une autre mesure importante est la prise en compte dans les ratios émetteurs de l'OPCVM des actifs sous-jacents des produits dérivés, mesure qui comporte néanmoins deux exceptions : d'une part, les contrats à terme indicatifs échappent complètement à ce nouveau régime et, d'autre part, pour les OPCVM garantis le calcul du risque émetteur du sous-jacent est réalisé au jour de la conclusion du contrat à terme (et non périodiquement, ce qui pourrait entraîner des fluctuations importantes et préjudiciables quant aux exigences relatives au ratio émetteur).

S'agissant du régime spécifiquement applicable aux produits négociés de gré à gré, il est désormais prévu que l'exposition nette d'un OPCVM au risque de crédit sur une même contrepartie ne peut excéder 10%. Cela amènera les OPCVM à diversifier leur contreparties (ce qui est dans l'esprit du principe de la répartition des risques *-risk spreading-* qui est protecteur des investisseurs).

B. La réglementation spécifique aux dérivés de crédit

S'agissant plus précisément de l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM, le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002 a précisé les possibilités de recours aux dérivés de crédit dans les OPCVM. Les sociétés de gestion ayant recours à de tels instruments disposent désormais d'un délai de trois mois pour faire approuver par la Commission des opérations de bourse un programme d'activité spécifique « dérivé de crédit ». La Commission des opérations de bourse veillera strictement à ce que ces programmes d'activité apportent la preuve d'une compétence et d'une organisation suffisantes de la société de gestion pour conclure de tels produits dérivés. Ces programmes d'activité devront prévoir des systèmes de gestion et une organisation permettant : (i) une valorisation quotidienne par la société de

⁶⁰ Fabrice Bussière, Etienne Jardel, *op.cit.*, p. 4

gestion des contrats précités afin de réaliser un marquage au marché - *mark-to-market* – (ladite valorisation devant faire l’objet d’une comparaison au moins mensuelle avec une valorisation externe), (ii) une analyse des risques, réalisée par une unité indépendante des unités commerciales et opérationnelles (iii) l’exercice d’un contrôle interne indépendant des autres fonctions opérationnelles autres que de direction générale de la société de gestion.

Ces méthodes de gestion des risques vont permettre à l’OPCVM de contrôler et de mesurer à tout moment le risque associé aux positions et la contribution de celles-ci au profil de risque général du portefeuille. L’accent sera mis par la COB sur la compétence de l’équipe analyse crédit et sur la publicité des informations relatives à la conclusion de dérivés de crédit. Les informations y relatives devront être communiquées dans la notice d’information des OPCVM, les règlements des FCP ou les statuts des SICAV, les rapports de gestion des OPCVM, les rapports de gestion de la société de gestion, les mandats, les rapports périodiques de gestion à destination des mandants⁶¹.

Toutes ces dispositions vont dans le sens d’une gestion efficace et surtout transparente du portefeuille des OPCVM : les investisseurs auront, grâce à cette réglementation, une vision transparente de l’impact des dérivés de crédit sur le portefeuille. En outre, les précautions et limitations apportées par la réglementation à la conclusion de dérivés de crédit permettent d’assurer une couverture en fonds propres appropriée aux OPCVM. La protection des investisseurs, principe fondamental du droit des marchés financiers, est ainsi assurée.

§3. L’utilisation réglementée des dérivés de crédit par les entreprises d’assurance.

Le décret n° 2002-970 du 4 juillet 2002⁶² est venu encadrer les conditions d’utilisation par les entreprises d’assurance des instruments financiers à terme. Ces limitations portent non seulement sur les personnes autorisées à contracter un produit dérivé avec une entreprise d’assurance mais aussi sur les opérations elles-mêmes⁶³. Ainsi, concernant plus précisément les produits dérivés négociés de gré à gré, une entreprise d’assurance ne pourra conclure un tel dérivé qu’avec un établissement de crédit, une entreprise d’investissement ayant son siège dans un pays membre de l’Espace Economique Européen, un établissement de pays tiers

⁶¹ Communiqué de la COB du 18 février 2003

⁶² JO du 11 juillet 2002, p. 11852

assujettis à des règles prudentielles considérées comme équivalentes selon la Commission bancaire ou enfin auprès d'une autre entreprise d'assurance ou de réassurance (dans ces deux dernier cas, un agrément de la Commission de contrôle des assurances est nécessaire). En outre, afin de limiter le risque de contrepartie, la réglementation des assurances prévoit une limite totale des engagements par contrepartie fixée à 10% de la base de dispersion (à l'instar des OPCVM). En dehors de ces cas, il est interdit à des entreprises d'assurance de conclure des opérations sur dérivés. Les opérations pouvant être effectuées par les entreprises d'assurance sont limitées à des opérations de couverture des actifs existants ou en anticipation d'un placement à effectuer ainsi qu'à des opérations de couverture de leur dette financière.

Le rôle des assureurs dans un dérivé de crédit semble désormais devoir se limiter à celui de l'acheteur de protection, ce qui semble contraire à son activité habituelle qui tend plus à vendre une protection qu'à en acheter une. Cette mesure de limitation très (trop ?) stricte démontre clairement une certaine méfiance du législateur à l'égard des dérivés en général. Elle semble infondée dans la mesure où ces organismes sont soumis à une surveillance prudentielle étroite (à l'instar des prestataires de services d'investissement). La mise en place de ratios de division de risques, de marché voire de grands risques aurait certainement été suffisante pour encadrer les conclusions de tels produits. En outre, il est incompréhensible qu'il y ait une différence de traitement des banques et des assureurs alors que les deux ont en commun de gérer le risque de crédit. Cette mesure a d'ailleurs fait l'objet de vives critiques de la part de la doctrine en la matière⁶⁴. Nul doute que le rôle des entreprises d'assurance dans la conclusion de dérivés de crédit risque de décroître sensiblement avec un tel régime restrictif.

Conclusion de la 1^{ère} Partie :

Nous avons vu que les mécanismes contractuels prévus dans les principaux contrats standardisés ainsi que les interventions du législateur afin d'immuniser ces produits contre le droit des entreprises en difficulté font des dérivés de crédit des instruments procédant du droit des marchés financiers. Ce régime est dérogatoire du droit commun des obligations, ce qui est dû à la nature profonde des dérivés de crédit : ce sont des produits qui sont habituellement conclus ou négociés par des opérateurs agissant sur les marchés financiers. En tant que tels, ce sont des instruments des marchés financiers utilisés par des acteurs des marchés financiers.

⁶³ Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, *Chronique financière et boursière*, Banque & Droit n° 85, pp. 33 et 34

Ces acteurs doivent évoluer dans un environnement juridique sécurisé et très largement encadré qui est tourné vers l'efficacité des opérations mais qui n'omet pas d'assurer la protection des investisseurs.

Malgré l'application de ce régime juridique dérogatoire au droit commun des obligations, on pourrait croire, à la lecture de la doctrine, à une relative incertitude quant à la nature et à la qualification juridique des dérivés de crédit. Un examen approfondi montre néanmoins que ces incertitudes ne sont qu'apparentes et que malgré leur technicité et leur origine anglo-saxonne, les dérivés de crédit peuvent tout à fait être rattachés à des concepts juridiques connus du droit français ou compatibles avec ce dernier. Il n'en demeure pas moins que ce sont des produits nouveaux dont la nature reste difficile à cerner en raison de leur diversité et leur origine.

⁶⁴ Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, *op.cit.*, p. 34

2^{ème} PARTIE . LA DIFFICULTE DE CERNER LA NATURE JURIDIQUE DES DERIVES DE CREDIT

Beaucoup d'incertitudes ont été levées par la loi MAF du 2 juillet 1996, qui a traduit la volonté du législateur de sécuriser les activités des opérateurs agissant sur les marchés financiers et utilisant des produits financiers de plus en plus sophistiqués tels que les dérivés de crédit (**Chapitre 1^{er}**). Malgré cette volonté du législateur de faire face au développement et à la modernisation des activités financières, il s'avère après analyse que de nombreuses incertitudes semblent encore demeurer quant à la nature des dérivés de crédit (**Chapitre 2**).

CHAPITRE 1 . Les incertitudes levées par la loi MAF

Un des grands mérites de la loi MAF a été de donner aux dérivés de crédit la qualification « d'instrument financier » au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier (**Section 1**). Cette qualification juridique d'instrument financier emporte notamment application d'un régime juridique spécifique particulièrement adapté aux marchés financiers. En outre, la loi MAF a levé l'incertitude résultant de l'applicabilité aux dérivés de crédit de l'exception de jeu consacrée par l'article 1965 du Code civil (**Section 2**)

Section 1. Les dérivés de crédit sont des instruments financiers au sens de l'art. L.211-1 du Code monétaire et financier.

La doctrine estime de manière quasi unanime⁶⁵ que les dérivés de crédit constituent des instruments financiers au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier. Cet article L.211-1 ne donne pas une définition juridique uniforme des instruments financiers mais procède plutôt de manière descriptive, en postulant que les instruments financiers comprennent notamment⁶⁶ :

...

2° les titres de créances qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse.

⁶⁵ Antonin Besse, Alain Gauvin, *op.cit.*, p. 52 ; Séna Agbayissah, *op.cit.*, p. 19 ; Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 697 et n° 703

...

4° les instruments financiers à terme

...

Et l'article L.211-1 du Code monétaire et financier de préciser ensuite que les instruments financiers à terme sont :

1° les contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces ;

2° les contrats à terme sur taux d'intérêt

3° les contrats d'échange

4° Les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées

5° les contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers ;

6° tous autres instruments de marché à terme.

Nous avons vu dans lors de l'étude de la typologie des dérivés de crédit que ces derniers pouvaient prendre la forme de titres ou de contrats. Il convient donc ici d'identifier précisément la catégorie d'instrument financier dans laquelle peut être classé chaque dérivé de crédit, selon qu'il prend la forme d'un titre (§1) ou la forme contractuelle (§2).

§1. Classification des dérivés de crédits émis sous forme de titres parmi les instruments financiers

Comme indiqué dans la typologie des dérivés de crédit, les dérivés de crédit sous forme de titre (*credit linked notes*) sont des titres de créance qui sont remboursables à leur valeur nominale sauf événement de crédit, auquel cas les titres sont remboursés à un montant lié à la réduction de la valeur de l'obligation de référence. La majorité de la doctrine considère, selon

⁶⁶ Nous ne retiendrons ici que les instruments financiers cités par la loi qui sont pertinents et pertinents pour notre étude

les cas, un dérivé de crédit sous forme de titre soit comme un titre obligataire⁶⁷, soit comme un titre de créance négociable.

Quelle que soit la définition que l'on puisse en donner (titre obligataire ou titre de créance négociable), il ne fait aucun doute que les *credit linked notes* sont à considérer, au sens de l'article L.211-1-I, 2° du Code monétaire et financier, comme des titres de créance représentant chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissible par inscription en compte ou tradition. En effet, les titres obligataires et les titres de créance négociable tombant eux-mêmes dans cette catégorie, il semble aller de soi que les *credit linked notes* en font également partie.

§2. Classification des dérivés de crédit sous forme contractuelle parmi les instruments financiers.

Le souci du législateur lors de l'adoption de la loi MAF a été d'englober tous les produits dérivés dans les « instruments financiers » et même d'anticiper toute évolution future en créant une catégorie-balai dénommée « tous autres instruments de marché à terme ».

Pour ce qui est des dérivés de crédit sous forme contractuelle (qui font apparemment preuve d'une diversité sans limites), l'on peut estimer que cette volonté du législateur a été couronnée de succès car toutes les catégories sont apparemment susceptibles d'être classées dans une des catégories générales des instruments financiers à terme mentionnés à l'article L.211-1-II du Code monétaire et financier.

En analysant néanmoins ces produits de plus près, on s'aperçoit que cette possibilité de classer tous les dérivés de crédit sous forme contractuelle dans une des catégories de l'article L.211-1-II du Code monétaire et financier vient du fait que ces produits, malgré leur diversité, reposent sur quelques mécanismes fondamentaux qui ont été, de manière opportune, pris en compte par le législateur de 1996.

⁶⁷ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 704

A. Les dérivés de crédit sous forme contractuelle sont tous des contrats d'échange au sens de l'article L.211-1-II du Code monétaire et financier

Malgré leur diversité apparente⁶⁸, les dérivés de crédit sont tous construits contractuellement de sorte qu'ils aboutissent à des échanges de flux financiers dont le montant à verser variera dans le chef du vendeur de la protection en cas d'événement de crédit prédéterminé contractuellement⁶⁹.

A ce titre, ils pourraient à notre sens tous être considérés comme des « contrats d'échange » au sens de l'article L.211-1-II car ils comportent tous cet élément de l'échange de flux financiers. La documentation standardisée de la FBF ou de l'ISDA utilisée pour documenter contractuellement les dérivés de crédit se base d'ailleurs sur la terminologie utilisée dans le cadre d'échange de taux ou de devises (contrats de *swap* ou contrat d'échange en français)⁷⁰.

B. Les imprécisions doctrinales

La doctrine, se voulant plus précise, aboutit parfois à des résultats discutables dans la classification des dérivés de crédit. Les inexactitudes doctrinales se produisent notamment lorsque les dérivés de crédit sont structurés de manière à ce que les échanges de flux financiers se fassent sur base optionnelle. Dans une telle hypothèse, certains auteurs estiment que les dérivés de crédit structurés sur base optionnelle puissent être qualifiés de « contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers » au sens de l'article L.211-1 II, 5. du Code monétaire et financier⁷¹.

Cette qualification ne serait exacte que si le dérivé de crédit (structuré de manière optionnelle) entraînait une livraison physique au vendeur de la protection de l'obligation de référence sous-jacente en cas de survenance d'un événement de crédit. De plus, l'obligation de référence livrée devrait dans ce cas être elle-même un « instrument financier » au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier.

⁶⁸ Cf. *supra* description typologique dans la partie introductive à cette étude

⁶⁹ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 703

⁷⁰ Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 15

Si tel n'est pas le cas (par exemple en cas de dénouement du dérivé de crédit par règlement en espèces ou en cas de livraison physique d'un actif sous-jacent qui n'est pas un « instrument financier »), la qualification de contrat d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers ne serait pas correcte.

Il est ainsi possible selon nous de classer tous les dérivés de crédit dans la catégorie des « *contrats d'échange* » prévue à l'article L.211-1.II.3. du Code monétaire et financier, cette notion devant recouvrir les contrats d'échange de toute nature⁷². Au cas où un nouveau dérivé de crédit ne devrait pas répondre à cette définition, il conviendrait dès lors de le classer dans la catégorie des « *autres instruments de marché à terme* » de l'article L.211-II.6. du Code monétaire et financier, notion qui, de l'avis général de la doctrine, est une disposition-balai destinée à « raccrocher » tout instrument nouveau né de l'imagination des praticiens⁷³.

Pour autant qu'un dérivé de crédit puisse être rattaché à une catégorie d'instrument financier au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, les imprécisions doctrinales résultant souvent du caractère extrêmement technique de ces produits ne portent pas réellement à conséquence. Le but est en effet de faire appliquer aux dérivés de crédit le régime juridique dérogatoire au droit commun applicable aux instruments financiers étudié dans la première partie de cette étude (monopole de la fourniture à un tiers d'un service d'investissement portant sur les dérivés de crédit, neutralisation des effets du droit des faillites, etc.). La catégorie précise dans laquelle le dérivé de crédit sera classé importe finalement peu dans cette hypothèse, dès lors que le dérivé de crédit constitue bel et bien un tel instrument financier à terme.

Cette classification des dérivés de crédit dans les instruments financiers au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier s'est accompagnée d'une clarification opérée par la loi MAF quant à la vieille question de l'application ou non de l'exception de jeu aux dérivés de crédit.

⁷¹ Antonin Besse, Alain Gauvin, *op.cit.* p. 53 ; Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 15

⁷² Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 15

⁷³ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.* n° 60

Section 2. L'inapplicabilité de l'exception de jeu aux dérivés de crédit.

Conformément à l'article 1965 du Code civil, « *la loi n'accorde aucune action pour les dettes de jeu ou pour le paiement d'un pari* ». Compte tenu du caractère spéculatif que peuvent comporter les produits dérivés en général et les dérivés de crédit en particulier, la question de leur requalification en jeu ou en pari (et de l'application corrélative de l'article 1965 du Code civil qui s'en suivrait) s'est longtemps posée pour ces produits.

La légalisation de principe des marchés à terme⁷⁴ a eu lieu avec l'adoption d'une loi du 28 mars 1885. Cette première légalisation a fait suite à une longue période de condamnation du principe-même des marchés à terme, et notamment des marchés à terme conclus « à découvert », c'est à dire lorsque les parties ne disposent, au moment de la conclusion du marché à terme ni des fonds ni des titres à livrer⁷⁵ et où le règlement du marché à terme se fait par le paiement d'une simple différence).

Avec cette légalisation de principe des marchés à terme⁷⁶, le législateur de 1885 avait également pris soin d'écarter le risque de leur requalification en jeu ou en pari, notamment en raison du caractère spéculatif des marchés à terme. Une telle requalification aurait en effet entraîné pour les contreparties aux marchés à terme des conséquences fâcheuses, à savoir l'application de l'article 1965 du Code civil qui avait pour effet de ne pas donner naissance à une obligation juridiquement protégée : *Nec petitio, nec repetitio*⁷⁷.

Devant le développement et la diversité des produits dérivés, la loi de 1885 a dû être modifiée à plusieurs reprises afin de donner une sécurité juridique aux opérateurs en englobant progressivement les produits dérivés nouveaux. Puis, la loi MAF vint donner un cadre

⁷⁴ L'expression « marchés à terme » est synonyme de celle de « produits dérivés » dans la terminologie financière, cette dernière expression remplaçant progressivement la première. Cf. à ce sujet Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 635.

⁷⁵ Les marchés à terme, et notamment les marchés à terme « à découvert » étaient ainsi considérés comme des paris ou des jeux, dépourvus de cause et de réalité, qui ont tendance à fausser les cours, qui sont nuisibles à l'économie car ils détournent les capitaux vers des emplois stériles et dangereux et qui sont contraires à la morale publique car ils déchaînent la cupidité ; cf. à ce sujet les développements historiques in Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 642 et s.

⁷⁶ L'article 1 de cette loi énonçait dans sa version originelle que « *tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux...* ». Cette légalisation ne visait dans un premier temps que les marchés à terme sur effets publics et autres, sur valeur mobilières, denrées et marchandises, ainsi que tous les marchés sur taux d'intérêt. Dès 1909, la Cour de cassation a précisé que la légalisation s'appliquait à tous les marchés à terme, même ceux négociés de gré à gré : cf. Cass. seq., 24 mars 1909. D. 1909, 1, 129, obs. Lacour

juridique sûr pour l'avenir en permettant d'exclure clairement l'application de l'exception de jeu de tous les instruments financiers à terme (dont font partie les dérivés de crédit conclu sous forme contractuelle).

Un examen comparatif des dérivés de crédit par rapport au jeu et au pari fait néanmoins apparaître des différences notables (§1), et ce indépendamment des dispositions de la loi MAF et notamment l'art L.432-20 du Code monétaire et financier qui ont contribué à une grande sécurité nécessaire en la matière (§2). Cependant, la problématique de l'exception de jeu semble de prime abord rester entière pour les dérivés de crédit sous forme de titres, ces derniers n'étant pas visés par l'article L.432-20 du Code monétaire et financier (§3).

§1. Distinction analytique entre le dérivé de crédit et le jeu ou le pari.

Il est unanimement admis par la doctrine que le jeu et le pari sont deux contrats fort voisins par lesquels deux personnes se promettent sous condition une chose ou une somme d'argent, de telle sorte que l'une d'entre elles - indéterminée au départ - sera finalement créancière⁷⁸. Les deux contrats sont à ranger dans la catégorie des contrats aléatoires car chaque partie court une chance de gain et un risque de perte. Ce qui distingue ces deux contrats, c'est que la condition assortissant la promesse des parties est, dans le cas du pari, purement casuelle (c'est à dire qu'elle ne dépend pas des qualités personnelles d'une partie et, dans le cas du jeu, non purement casuelle (car elle dépend partiellement de l'adresse physique ou intellectuelle)⁷⁹.

Il est généralement admis par la doctrine que pour qualifier un contrat d'aléatoire, l'aléa doit présenter plusieurs caractères : il doit présenter un caractère intrinsèque au contrat, c'est dire que l'incertitude doit pénétrer le contrat et porter sur « l'équilibre final des prestations »⁸⁰. En outre, l'aléa doit exister dans le chef des deux contractants malgré les termes de l'article 1964 du Code civil qui pourrait laisser penser que l'aléa peut n'exister que dans le chef d'une seule partie⁸¹.

⁷⁷ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 644

⁷⁸ Jean-Louis Mouralis, Encyclopédie Dalloz Civil, *Jeu-Pari*, p. 2, n° 1

⁷⁹ Jean-Louis Mouralis, *op. cit.*, p. 2, n° 2

⁸⁰ Isabelle Riassetto, *Contrats à terme fermes et options*, Dictionnaire Joly Bourse 2000-3, n° 70 ; F. Grua, *Les effets de l'aléa et la distinction des contrats aléatoires et des contrats commutatifs*, RTD civ., 1983, n° 35

⁸¹ François Terré, Philippe Simler, Yves Lequette, *Droit civil – Les obligations*, Précis Dalloz, 8^{ème} Ed., n° 69, note de bas de page n° 3

Or, dans un dérivé de crédit, l'aléa n'est présent que dans le chef que du vendeur de la protection. Ce dernier va percevoir un flux financier fixe (sous forme de prime dans le cas d'un *credit default swap* ou d'un *credit spread derivative* ou de rendement fixe en cas de *total return swap*) versé par l'acheteur de la protection, qui, pour sa part ne connaît aucun aléa : il peut déterminer très exactement les flux qu'il devra verser au vendeur de la protection et c'est à ce dernier qu'est transféré le risque de crédit et donc l'aléa. Ainsi, les dérivés de crédit ne peuvent pas à notre sens être considérés comme des contrats aléatoires mais sont clairement à qualifier de contrats commutatifs⁸².

Ainsi, le risque de requalification en jeu et en pari et, corrélativement, l'application de l'article 1965 du Code civil, sont à écarter en ce qui concerne les dérivés de crédit⁸³. Il est intéressant de noter à ce sujet que la doctrine et la jurisprudence belges relatives à l'article 1965 du Code civil belge (qui est de teneur identique à celle des dispositions françaises) vont dans le même sens : elles exigent, pour l'application de l'exception de jeu, que les deux parties aient eu, dès l'origine, la volonté unique et commune de jouer⁸⁴.

§2. La solution apportée pour les instruments financiers à terme par l'art. L.432-20 du Code monétaire et financier.

Le législateur de 1996, lors de l'adoption de la loi MAF, a voulu éviter toute insécurité et toutes discussions futures pouvant affecter les produits dérivés au regard de l'exception de jeu.

Ainsi, l'article L.432-20 du Code monétaire et financier dispose désormais que « *les instruments financiers à terme mentionnés au II de l'article L.211-1 sont valides, alors même qu'ils feraient de dispositions législatives spéciales, pour autant que leur cause et leur objet sont licites. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent d'opérations à*

⁸² Cf. *contra* Arnaud de Lummen, *Contribution à l'étude des dérivés de crédit*, Banque & Droit n° 75, jan. – fév. 2001, p.17 ; Les contrats à terme fermes et les options négociés sur des marchés réglementés sont, quant à eux, à qualifier de contrat aléatoire. Cf. dans ce sens : Isabelle Riassetto, *op.cit.*, n° 71 et s.

⁸³ La qualification du contrat de *swap* (ou contrat d'échange) en contrat aléatoire (et l'application corrélatrice de l'article 1965 du Code civil aux contrats de *swap*) a déjà été rejetée par certains auteurs pour des raisons similaires : cf. à ce sujet la position de Jean-Pierre Mattout in *Droit bancaire international*, Banque Editeur, 2^{ème} Ed., n° 457 et 458

⁸⁴ Gilles Nejman, *Les contrats de produits dérivés*, Les dossiers du journal des tribunaux, Ed. Larcier, 1999, Bruxelles, p. 65 qui cite Cass b. Comm, 25 janvier 1989 ; Henri De Page, *Traité Elémentaire de Droit Civil Belge*, T. V, 1941, p. 314

terme, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence ».

En visant les instruments financiers à terme mentionnés au II de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, qui, à son tour, comporte la disposition-balai de « tous autres instruments de marché à terme » (laquelle disposition est, comme expliqué plus haut, destinée à englober tous les futurs produits financiers dérivés), le législateur a manifestement réussi à mettre un terme à toutes les discussions futures concernant la validité de tous ces instruments et l'application de l'article 1965 du Code civil à leur encontre.

Contrairement à la loi de 1885 (qui a dû être amendée en 1985, 1991, et en 1993 afin de tenir compte du développement de produits dérivés nouveaux), il est à parier que les nouvelles dispositions résultant de la loi MAF ne devront plus faire l'objet d'un amendement grâce à cette disposition-balai de l'article L.211-1.II.6.

La validité de tous les instruments financiers à terme semble ainsi assurée, sous réserve néanmoins de la licéité de leur cause et de leur objet. Certains auteurs ont pu estimer que les termes « *pour autant que leur cause et leur objet sont licites* » constituent à nouveau une nouvelle source d'insécurité juridique (contrairement aux dispositions de l'ancien article 1 de la loi de 1885 qui ne comportait pas une telle mention)⁸⁵. Cela n'est néanmoins pas le cas : une action pour illicéité de la cause ou de l'objet reste (et doit même rester) toujours possible, et ce même pour les produits dérivés.

En effet, nous avons vu que les produits dérivés peuvent se baser sur toutes sortes d'éléments sous-jacents (une valeur mobilière, un indice, la variation d'un taux, le risque de crédit et même le temps qu'il fait pour les dérivés de crédit, etc.). Un produit dérivé se basant sur un élément sous-jacent illicite serait illicite à son tour. Les termes « *pour autant que leur cause et leur objet sont licites* » ne font que rappeler ces principes généraux du droit des obligations qui, même sans mention expresse de la loi, trouveraient de toute façon à s'appliquer. A notre sens, lesdits termes n'ajoutent donc aucune incertitude ou insécurité juridique.

⁸⁵ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 647

§3. La question des dérivés de crédit émis sous forme de titres au regard de l'exception de jeu.

Pour ce qui concerne plus précisément les dérivés de crédit émis sous forme de titres (*credit linked notes*), le problème relatif à l'exception de jeu semble rester entier, car, comme mentionné plus haut, l'article L.432-20 du Code monétaire et financier ne mentionne que les instruments financiers à terme dont les titres de créance comme les *credit linked notes* ne font manifestement pas partie.

Rien ne s'opposerait *a priori* à ce que les *credit linked notes* soient considérés comme un jeu ou un pari au sens de l'article 1964 du Code civil et entrent dans le champ d'application de l'article 1965 du Code civil consacrant l'exception de jeu. En effet, même s'il prend la forme d'un titre, ce dernier constate un droit de créance du titulaire du titre sur l'émetteur, ladite créance étant remboursée aux conditions définies dans le contrat d'émission⁸⁶. Ce contrat d'émission, qui définit les conditions d'émission, de souscription et de remboursement du titre, serait en théorie susceptible d'être requalifié en un jeu ou un pari et, en tant que tel, soumis à l'application de l'article 1965 du Code civil.

Il n'en est cependant rien : d'une part, comme pour les dérivés de crédit sous forme contractuelle, les contrats d'émission relatifs à un dérivé de crédit ne sont pas des contrats aléatoires car l'aléa n'existe que dans le chef du vendeur de la protection (le souscripteur des *credit linked notes*). Le montant du remboursement du principal qui sera perçu par le vendeur de la protection à l'échéance des *credit linked notes* de la part de l'émetteur des *credit linked notes* (qui est l'acheteur de la protection) va dépendre de la survenance d'un événement de crédit. L'acheteur de la protection, quant à lui, sait qu'au cas où aucun événement de crédit ne survient, il devra verser à l'échéance (*maturity*) au vendeur de protection le principal (augmentés d'intérêts fixes représentant en réalité les primes de risque) au souscripteur des *credit linked notes*. Si un événement de crédit en relation avec l'obligation de référence survient, il devra soit transférer l'obligation de référence (si une livraison du sous-jacent est prévue), soit verser la valeur de marché de l'actif sous-jacent selon une méthode de calcul prédéterminée (*cf.* la typologie des dérivés de crédit dans l'introduction).

⁸⁶ Daniel Ohl, *op.cit.* n° 134

Ainsi, l'acheteur de la protection (l'émetteur des *credit linked notes*) connaît exactement le montant maximal qu'il devra éventuellement payer dans le cadre de l'émission des *credit linked notes*, à savoir le montant correspondant au remboursement du principal (augmenté d'intérêts sous les *credit linked notes*). Il connaît ainsi précisément l'étendue de ses prestations qu'il devra et les avantages qu'il peut en retirer, ce qui a pour conséquence que le contrat d'émission est à considérer comme un contrat commutatif⁸⁷.

Par ailleurs, même si les conditions d'une qualification de contrat aléatoire puis de jeu ou de pari devait être retenue, l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil ne pourrait pas s'appliquer car tant la jurisprudence que loi excluent, soit expressément, soit tacitement, l'application de l'article 1965 du Code civil justice aux titres de créance (dont les *credit linked notes* font partie).

Tout d'abord, la jurisprudence a estimé que l'article 1965 du Code civil était inapplicable à une remise de somme d'argent pour opérations de bourse, opération qui est licite⁸⁸. Ainsi, tous les *credit linked notes* négociés en bourse échapperaient à l'application de l'article 1965 du Code civil.

De surcroît, pour ce qui est des titres obligataires⁸⁹, l'article L.228-54 du Code de commerce dispose que « *les représentants de la masse...ont seuls qualité pour engager... toutes actions ayant pour objet la défense des intérêts communs des obligataires...* » et que « *les actions en justice dirigées contre l'ensemble des obligataires d'une même masse ne peuvent être intentées que contre le représentant de cette masse* ». Ce texte prévoit donc expressément une action en justice pour des litiges tirés du contrat d'émission d'obligations. Dans ces conditions, il serait difficilement admissible de ne pas accorder ce même droit aux contreparties d'un dérivé de crédit sous forme de titre de créance. L'article 1965 du Code civil étant inapplicable à une émission d'obligation, il ne peut donc qu'en être de-même pour les *credit linked notes*.

⁸⁷ Cf. concernant la distinction entre contrat commutatif et aléatoire François Terré, Philippe Simler, Yves Lequette, *op.cit*, n° 69

⁸⁸ Paris, 4 juillet 1967, D. 1967. 712

⁸⁹ Nous verrons plus loin que les *credit linked notes* sont à qualifier de titres obligataires

Malgré ces clarifications apportées par le législateur et qui ont permis de remédier à des problèmes cruciaux pour la place financière (tels que l'exception de jeu), il semble encore rester des zones d'ombre que le législateur n'a pas encore pris soin de clarifier.

CHAPITRE 2. Les incertitudes subsistant quant à la nature juridique des dérivés de crédit.

Comme nous l'avons vu, la loi MAF a réussi à lever un bon nombre d'incertitudes liées aux dérivés de crédit. Néanmoins, la nouveauté et la diversité des dérivés de crédit ainsi que leur origine anglo-saxonne ont eu comme conséquence que de nombreuses questions sont restées ouvertes quant à ces produits complexes. La doctrine qui tente une analyse juridique des dérivés de crédit diverge sur des points cruciaux qui n'ont pas été réglés ou pris en compte par le législateur. D'importantes incertitudes subsistent ainsi sur le risque de requalification des dérivés de crédit en sûreté personnelle (**section 1**), en contrat d'assurance (**section 2**) et sur la nature juridique exacte des dérivés de crédit (**section 3**)

Section 1. L'assimilation des dérivés de crédit à une sûreté personnelle.

La confusion entre les dérivés de crédit et les garanties est due notamment au fait que les dérivés de crédit sont actuellement traités sur le plan prudentiel comme des garanties⁹⁰, notamment au regard du calcul du ratio Cooke. Si, économiquement, les garanties personnelles aboutissent pour un créancier à des résultats similaires à ceux obtenus par un acheteur d'une protection dans un dérivé de crédit, les différences d'un point de vue juridique demeurent grandes. Avant d'examiner les enjeux d'une assimilation des dérivés de crédit à un cautionnement ou à une garantie autonome (§1), il conviendra de distinguer le dérivé de crédit d'un cautionnement (§2) puis d'une garantie autonome (§3)

§1. Les enjeux d'une assimilation

L'article 10 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 dispose en substance que les opérations de banque sont frappées d'un monopole au bénéfice des établissements de crédit. La violation de monopole est sanctionnée pénalement par l'article 75 de la loi bancaire. Est notamment

⁹⁰ Pierre Gissinger, *op.cit.*, p. 55

considérée comme une opération de banque l'opération de crédit qui, aux termes de l'article 3 de la loi bancaire peut résider dans « *un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie* ». En cas de requalification en cautionnement ou en garantie, le vendeur de protection devrait ainsi être un établissement de crédit, faute de quoi il serait susceptible d'enfreindre théoriquement le monopole bancaire.

§2. Dérivé de crédit et cautionnement

Une requalification d'un dérivé de crédit en cautionnement aurait des conséquences fâcheuses : en cas de nullité ou d'un vice juridique affectant l'obligation de référence (dont le risque est transféré au vendeur de la protection), le dérivé de crédit lui-même, en tant qu'obligation accessoire à l'obligation de base, serait affecté ou encourrait en théorie la nullité. Les dérivés de crédit étant des instruments du droit des marchés financiers (lequel droit exige un bon fonctionnement et l'efficacité des marchés financiers), une telle requalification aurait, au vu des montants en jeu, des inconvénients évidents.

Une analyse approfondie fait clairement apparaître que les dérivés de crédit ne sauraient être assimilés juridiquement à un cautionnement.

Le cautionnement est le contrat par lequel une personne, appelée caution s'engage envers un créancier à payer la dette de son débiteur en cas de défaillance de celui-ci⁹¹. En effet, l'article 2011 du Code civil dispose que « *celui qui se rend caution d'une obligation, se soumet envers le créancier à satisfaire à cette obligation, si le débiteur n'y satisfait pas lui-même* ».

Les différences entre le cautionnement et le dérivé de crédit sont faciles à démontrer : alors que le cautionnement est un contrat unilatéral et accessoire qui suit exactement le sort de l'obligation principale (en vertu des articles 2012 et 2013 du Code civil), le dérivé de crédit (notamment sous forme contractuelle) est un contrat principal et synallagmatique.

Ce caractère accessoire du cautionnement a comme conséquence que la caution qui est poursuivie directement par le créancier (sans que le débiteur soit au préalable poursuivi) peut faire arrêter la poursuite en obligeant le créancier à discuter d'abord dans ses biens le débiteur

⁹¹ Philippe Simler, *Cautionnement et garanties autonomes*, Ed. Litec, 2000, n° 9

principal. Ce bénéfice de discussion prévu par l'article 2021 du Code civil n'existe pas pour le dérivé de crédit : l'obligation de payer incombant au vendeur de la protection en cas d'événement de crédit devra être remplie nonobstant toute action dirigée ou non contre l'entité de référence car les deux contrats sont juridiquement déconnectés.

Le caractère accessoire du cautionnement permet en outre à la caution d'opposer au créancier toutes les exceptions tirées de l'obligation de base que le débiteur principal pourrait opposer (vices de consentements, compensation, prescription). Rien de tel dans le dérivé de crédit : les deux rapports de droit étant totalement déconnectés, le vendeur de la protection ne pourrait opposer que des exceptions tirées du rapport contractuel résultant du dérivé de crédit et non du rapport entre l'acheteur de la protection et l'entité de référence. Malgré l'utilisation du terme « dérivé », il n'y a ainsi aucun lien contractuel entre le dérivé de crédit et l'obligation de référence⁹². L'acheteur peut ainsi avoir voulu choisir telle entité de référence uniquement pour s'exposer sur le marché sur lequel l'entité de référence est active. Le cautionnement quant à lui suppose l'existence d'une obligation principale valable entre un créancier et son débiteur.

Une autre différence marquante réside dans le fait que le cautionnement ne sert qu'à garantir une défaillance de paiement alors que le dérivé de crédit sert à la couverture d'un risque de crédit qui peut inclure, outre une défaillance dans un paiement, l'état d'insolvabilité, une baisse de notation ou même la restructuration ou la renégociation de l'obligation incombant à l'entité de référence (qui peut être un signe avant-coureur d'une dégradation du crédit de l'entité de référence). Les événements pouvant donner lieu à paiement (*triggering events*) par le vendeur de la protection sont ainsi beaucoup plus nombreux et plus larges que dans le cas du cautionnement qui ne vise que la défaillance dans le paiement.

Par ailleurs, la caution pourra exercer l'action subrogatoire sur le fondement de l'article 2029 du Code civil dans le cas d'un cautionnement. En revanche, suite au paiement par le vendeur de protection d'un montant convenu en cas d'événement de crédit affectant l'entité de référence, le vendeur de protection ne sera en principe pas subrogé dans les droits de l'acheteur de la protection vis-à-vis de l'entité de référence (et notamment son droit de

⁹² Cf., dans ce sens, un arrêt de la Cour d'appel de Versailles du 5 décembre 1996 Coverland c/ Compagnie St. Gobain qui semble ne voir aucun lien contractuel entre le produit dérivé et l'élément sous-jacent ; cf. également Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 16.

créance éventuel), sauf si un lien contractuel est créé entre le vendeur de la protection qui, suite à un événement de crédit, se verra livrer l'obligation de référence. Ainsi, alors que la subrogation légale a lieu de plein droit pour le cautionnement sur le fondement de l'article 2029 du Code civil, la subrogation dans le dérivé de crédit est subordonnée à la livraison au vendeur de l'obligation de référence par l'acheteur de la protection⁹³. Il convient de noter cependant que ce recours subrogatoire n'existera que si le dérivé de crédit est conclu en droit français et au moyen de la documentation FBF. En effet, la documentation FBF et ISDA divergent sur ce point du recours subrogatoire en ce que la documentation ISDA (qui ne prévoit, dans sa version standardisée, que la possibilité de soumettre le produit dérivé au droit anglais ou au droit de New York) exprime clairement qu'aucun recours subrogatoire n'existe vis-à-vis d'un tiers qui n'est pas partie au dérivé de crédit⁹⁴.

§3. Dérivé de crédit et garantie autonome

Une garantie autonome est un engagement de payer une certaine somme, pris en considération d'un contrat de base et à titre de garantie de son exécution, mais constitutif d'une obligation indépendante du contrat garanti et caractérisé par l'inopposabilité des exceptions tirées de ce contrat⁹⁵.

En raison du caractère indépendant de la garantie à première demande par rapport à l'obligation à garantir, la garantie à première demande semble se rapprocher plus du dérivé de crédit que le cautionnement. En examinant de plus près les deux mécanismes, on s'aperçoit néanmoins qu'il n'en est rien : en effet, divers éléments permettent de les distinguer.

La première différence n'est que « psychologique » et n'a pas d'incidence juridique tangible : dans le cas d'une garantie autonome (comme cela est d'ailleurs le cas pour le cautionnement), le garant est toujours lié (généralement de manière contractuelle) au débiteur à garantir, ce qui n'est en principe pas le cas pour un dérivé de crédit. Le cautionnement ou les garanties à première demande sont des mécanismes juridiques où l'aspect triangulaire (créancier – débiteur – garant) et notamment une relation patrimoniale étroite entre le garant et le débiteur

⁹³ Cf. à ce sujet la documentation FBF et notamment l'article 7.3 de l'Annexe Technique Opérations sur Événement de Crédit qui stipule que « *Chaque Partie reconnaît et déclare qu'une Opération sur Événement de crédit ne crée aucun lien direct ou indirect ni aucun droit de recours à l'encontre de l'Entité de Référence, du Sous-Jacent de Référence, sauf en cas de livraison* ».

⁹⁴ Cf. la Section 9.1(b)(ii)2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*

de l'obligation à garantir sont primordiaux. Cet aspect contractuel triangulaire est totalement absent du dérivé de crédit : l'acceptation par le vendeur de protection du transfert du risque de crédit ne trouve en général pas sa source (psychologique) dans un lien contractuel entre le vendeur de protection et l'entité de référence, mais elle procède plutôt de l'analyse de la santé économique de l'entité de référence (et plus précisément du risque de crédit) faite par le vendeur de protection et de la spéculation de ce dernier sur le fait que le crédit de l'entité de référence ne se dégradera pas. En outre, comme expliqué plus haut, la conclusion d'un dérivé de crédit par le vendeur de protection peut avoir pour cause sa volonté de s'exposer au risque d'un marché sur lequel il n'exerce pas d'activité.

L'aspect contractuel triangulaire dans la garantie autonome a en outre comme conséquence que la garantie, même autonome, reste une garantie. Ainsi, elle ne jouera pas lorsque la dette éventuelle du donneur d'ordre est manifestement inexistante et que la demande du créancier de payer est manifestement abusive ou frauduleuse⁹⁶. Rien de tel dans le dérivé de crédit : l'obligation de payer en vertu du dérivé de crédit ne saurait être remise en cause par un quelconque vice de l'obligation de référence qui est totalement indifférent⁹⁷. Si les conditions de paiement fixées dans le dérivé de crédit sont remplies, le paiement doit avoir lieu, quel que soit le sort de l'obligation de référence.

En outre, le rapport contractuel triangulaire entraîne une extinction de la créance en cas de paiement effectué par le garant sous la garantie autonome, alors qu'un paiement effectué sous le dérivé de crédit n'affecte pas l'obligation de référence qui reste totalement indépendante. Souvent même, le débiteur de l'obligation de référence ne sait pas que son obligation ou lui-même est l'objet d'un dérivé de crédit.

Un auteur⁹⁸ met l'accent sur le fait que la garantie à première demande est un contrat *sui generis* résultant de la volonté de contractuelle des parties. Il enchaîne en estimant qu'en l'absence de la volonté des parties, il serait difficile de voir dans un contrat une garantie. L'article 7.2 de l'Annexe Technique Opérations sur Evénement de Crédit prévoyant expressément qu' « *une Opération sur Evénement de Crédit constitue un engagement*

⁹⁵ Philippe Simler, *op.cit.* n° 856

⁹⁶ Marie-Noëlle Jobard-Bachelier, *Droit civil, sûretés, publicité foncière*, Ed. Dalloz, 11^{ème} édition, p. 31

⁹⁷ Sauf bien sûr si l'obligation de référence a un objet ou une cause illicite

⁹⁸ Gilles Kolifraith, *op. cit.* p. 17

financier distinct » et qu'elle « *ne peut être assimilée à une opération de garantie ou d'assurance* », le dérivé de crédit ne saurait être requalifié en contrat de garantie.

Cet argument ne semble pas convaincant : il appartient en effet aux tribunaux de rechercher et de rétablir la qualification correspondant à la volonté des parties⁹⁹, et ce conformément aux dispositions de l'article 1156 du Code civil qui dispose clairement que « *on doit dans les conventions rechercher quelle a été la commune intention des parties, plutôt que de s'arrêter au sens littéral des termes* ». En outre, l'article 1161 du Code civil dispose que « *toutes les clauses des conventions s'interprètent les unes par les autres, en donnant à chacune le sens qui résulte de l'acte entier* ». Ainsi, si par exemple les caractéristiques générales du dérivé de crédit devaient répondre à la qualification de garantie autonome ou de cautionnement (ce qui ne risque en pratique pas d'être le cas si le dérivé de crédit est conclu sur la base des conventions de place FBF ou ISDA), cette clause 7.2 de l'Annexe Technique Opérations sur Événement de Crédit n'y ferait rien et le juge pourra en principe requalifier le dérivé de crédit en cautionnement et lui appliquer le régime juridique approprié.

La différence la plus nette entre ces deux mécanismes réside dans le fait que l'obligation de payer du garant dans une garantie autonome résulte de l'engagement pris par le garant de s'exécuter à première demande et de l'appel fait par le bénéficiaire : sauf appel manifestement abusif ou frauduleux, le garant devra s'exécuter. Dans le dérivé de crédit, c'est la survenance d'un événement de crédit qui sera le fait générateur d'un tel paiement¹⁰⁰.

En outre, une partie importante de la doctrine estime que les dérivés de crédit constituent des contrats synallagmatiques qui ne sont pas conclus *intuitu personae*¹⁰¹ alors que les contrats de garantie sont essentiellement unilatéraux et conclus *intuitu personae*.

Section 2. Le risque de requalification d'un dérivé de crédit en un contrat d'assurance.

C'est cette question de la requalification du dérivé de crédit en contrat d'assurances qui a certainement fait couler le plus d'encre dans la doctrine française mais également étrangère¹⁰².

⁹⁹ Philippe Simler, *op.cit.* n° 895

¹⁰⁰ Pierre Gissinger, *op.cit.*, p. 55

¹⁰¹ Par exemple Antonin Besse, Alain Gauvin, *op.cit.*, p. 48

Les principes à la base d'un contrat d'assurance semblent être assez similaires à ceux d'un dérivé de crédit. En effet, les dérivés de crédit permettent tous les deux une couverture contre un risque en transférant ce dernier de l'acheteur de la protection vers le vendeur de la protection. Notons ici que certains auteurs¹⁰³ estiment que les dérivés de crédit qui ne comportent pas de paiement d'une prime ne seraient pas exposés à un risque de requalification en contrat d'assurance. Il convient de préciser à ce sujet que tous les dérivés de crédit stipulent (expressément ou tacitement) le paiement d'une prime. Ainsi en est-il des contrats d'échange sur le rendement total (*total return swaps*) où le versement du rendement de l'obligation de référence est augmentée du paiement d'une commission (qui rémunère le vendeur de la protection contre sa prise de risque). Cela est également le cas des *credit linked notes* ou les intérêts versés par l'émetteur du titre (acheteur de la protection) rémunèrent en réalité le vendeur de la protection (le souscripteur des titres) pour sa prise de risque.

L'enjeu d'une telle requalification est important car elle entraînerait des effets désastreux sur les marchés financiers (§1). Une étude approfondie des mécanismes permet néanmoins de constater que les différences entre ces contrats sont nombreuses (§2).

§1. Les enjeux d'une requalification en contrat d'assurance.

Une requalification du dérivé de crédit en contrat d'assurance pourrait entraîner l'application de la réglementation du secteur des assurances qui est, à l'instar du droit des marchés financiers, une législation très contraignante et assez largement d'ordre public¹⁰⁴. Ainsi, la conclusion d'un contrat relève en principe du monopole confié aux entreprises d'assurance, monopole dont la violation est en principe pénalement sanctionnée¹⁰⁵. Une éventuelle requalification du dérivé de crédit en contrat d'assurance entraînerait également la nullité du dérivé de crédit, l'article L.310-2 du Code des assurances prévoyant la nullité des actes d'assurance accomplis par des personnes non habilitées¹⁰⁶. En outre, l'article 991 du Code général des impôts prévoit une taxe annuelle obligatoire de 9% sur les conventions

¹⁰² Cf. notamment Gilles Nejman, *op.cit.*, p. 66

¹⁰³ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 707

¹⁰⁴ Cf. notamment le contrôle obligatoire des documents d'assurance par la Direction du Trésor au Ministère de l'Economie et des Finances en vertu de l'article L.310-8 du Code des assurances ; cf. également à ce sujet Yvonne Lambert-Faivre, *Droit des assurances*, Précis Dalloz, 11^{ème} éd. 2001, n° 118 et s.

¹⁰⁵ Cf. l'article L.310-27 du Code des assurances à ce sujet

¹⁰⁶ Cette nullité est cependant inopposable à l'assuré et au bénéficiaire de bonne foi.

d'assurance non-exonérées. Les enjeux sont ainsi extrêmement importants, une telle requalification pouvant avoir des effets ravageurs sur la place financière française.

Avant de procéder à une étude analytique d'un contrat d'assurance et d'un dérivé de crédit afin d'en montrer les différences techniques et juridiques, il convient néanmoins de constater que le problème de la requalification en contrat d'assurance n'existe en réalité plus depuis l'adoption de la loi MAF de 1996. En effet, comme le montre très judicieusement un auteur¹⁰⁷, l'introduction par la loi MAF des instruments financiers a eu pour conséquence de créer trois « blocs » réglementaires qui instituent respectivement trois monopoles distincts : la réglementation du secteur des assurances, la réglementation bancaire (régie par la loi bancaire du 24 janvier 1984) et la réglementation des activités financières (régie par la loi MAF, telle que codifiée actuellement dans le Code monétaire et financier).

Or, comme démontré, il ne fait aucun doute que les dérivés de crédit constituent des instruments financiers au sens de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier. Lors de l'adoption de la loi MAF, le législateur, en créant notamment la notion d'instruments financiers à terme, a clairement voulu viser ces produits qui ont indiscutablement une nature « financière » et peuvent être considérés comme des produits des marchés financiers, et ce malgré leur ressemblance apparente avec des mécanismes du domaine de l'assurance. La spécificité et le point commun entre tous les produits dérivés réside dans le fait que le montant des flux financiers auxquels vont donner lieu ces produits financiers vont dépendre d'un élément « sous-jacent ». Ce dernier peut prendre toutes les formes possibles et imaginables (même le crédit d'une entité), mais la structure de base, à savoir un rendement lié à un élément sous-jacent, reste toujours la même. Ceci justifie totalement le fait que le législateur les ait regroupés dans un même ensemble.

En tant qu'instruments financiers, ils sont soumis à un monopole puisque leur « commercialisation » à titre de profession habituelle est en principe réservée aux prestataires de services d'investissement, c'est à dire les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir ces services¹⁰⁸. Ce monopole n'est pas absolu : ainsi, conformément à l'article L.531-2 du Code monétaire et financier, d'autres personnes que les prestataires de services d'investissement peuvent fournir des services d'investissement

¹⁰⁷ Séna Agbayissah, *op.cit.* p. 33 et s.

¹⁰⁸ Cf. supra nos développements sur l'étendue exacte de ce monopole

sur les produits dérivés et notamment les dérivés de crédit : nous y trouvons, entre autres, le Trésor Public, la Poste, les OPCVM mais également... les entreprises d'assurance.

Outre le fait que le législateur ait voulu, par la loi MAF, donner un cadre juridique uniforme à tous les produits dérivés en les englobant sous le terme nouveau d' « instruments financiers à terme » et en les soumettant au monopole des prestataires de services d'investissement, plusieurs autres éléments démontrent clairement que les dérivés de crédit ont une nature purement financière et non assurantielle : ainsi la documentation standardisée au moyen de laquelle ces opérations sont généralement conclues (documentation de la FBF – *Fédération Bancaire Française* - et de l'ISDA – *International Swap and Derivatives Association* -) a été développée par des associations représentatives du monde financier pour des opérateurs financiers et non pour le secteur des assurances. Pour ce qui est de la documentation standardisée FBF, la volonté de se démarquer du contrat d'assurance (et surtout d'éviter une requalification en contrat d'assurance) est très nette : comme pour les contrats de garantie, l'article 7.2 de l'Annexe Technique Opérations sur Événement de Crédit prévoit en effet expressément qu' « *une Opération sur Événement de Crédit constitue un engagement financier distinct* » et qu'elle « *ne peut être assimilée à une opération...d'assurance* ». Même si une disposition contractuelle ne saurait lier un juge dans sa qualification d'un tel contrat, la volonté de marquer la spécificité des produits dérivés apparaît clairement. De surcroît, il apparaît qu'au niveau mondial, les établissements de crédit restent les acteurs prédominants sur le marché des dérivés de crédit malgré une part croissante des entreprises d'assurance dans ce domaine (ces dernières agissant essentiellement comme vendeurs de protection). Le Comité de Bâle, qui discute notamment de la prise en compte des dérivés de crédit dans le traitement prudentiel des professionnels du secteur financier, est également un organisme représentatif d'autorités purement financières. Notons enfin que le problème du risque de requalification d'un dérivé de crédit en contrat d'assurance semble être relativement absent de la doctrine juridique relative au droit des assurances.

Ainsi, lors de la conclusion ou de la souscription d'un dérivé de crédit, il n'y aurait pas lieu de se demander si l'opération conclue est un contrat d'assurance (soumis au monopole des assureurs) mais plutôt si l'opérateur concluant le dérivé de crédit est autorisé à le faire en vertu des articles L.531-1 (qui définit les prestataires de services d'investissement), L.531-2, et L.531-10 (qui interdit à une personne autre qu'un prestataire d'un service d'investissement de fournir un service d'investissement à un tiers) du Code monétaire et financier.

§2. Distinction analytique entre un dérivé de crédit et un contrat d'assurance.

Outre la nature financière des dérivés de crédit, plusieurs autres éléments peuvent être invoqués pour distinguer les dérivés de crédit et les contrats d'assurance.

A. La mutualisation des risques

Tout d'abord, il est surtout mis l'accent sur l'absence de mutualisation des risques lors de la conclusion d'un dérivé de crédit.

En effet la doctrine relative au droit des assurances distingue entre la définition juridique du contrat d'assurance et sa définition technique : la définition juridique est uniquement envisagée dans les relations contractuelles entre l'assureur et le souscripteur : dans cette optique uniquement juridique, l'assurance peut être définie comme une convention par laquelle, en contrepartie d'une prime, l'assureur s'engage à garantir le souscripteur en cas de réalisation d'un risque aléatoire prévu au contrat¹⁰⁹.

Or, un contrat d'assurance n'est qu'un instrument juridique parcellaire qui doit être replacé dans un contexte global en dehors duquel il est dépourvu de sens. L'aspect juridique s'efface alors devant l'aspect proprement technique qui est l'organisation d'une mutualité¹¹⁰. Le contrat d'assurance n'aurait donc un sens que dans le cadre (plus global) de l'opération d'assurance qui est fondamentale¹¹¹.

La définition technique de l'opération d'assurance qui en découle est donc la suivante : « *l'assurance est l'opération par laquelle un assureur organise en mutualité une multitude d'assurés exposés à la réalisation de certains risques et indemnise ceux d'entre eux qui subissent un sinistre grâce la masse commune des primes collectées* »¹¹². La prime est calculée en multipliant le taux de prime (qui est établi en fonction de la dangerosité du risque à l'aide de statistiques de fréquence et de coût moyen des sinistres) par l'assiette de la prime

¹⁰⁹ Yvonne Lambert-Faivre, *op.cit.*, n° 33

¹¹⁰ Yvonne Lambert-Faivre, *op.cit.*, n° 33

¹¹¹ Cf. dans le même sens Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 707 mais également Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 15

(qui est déterminée par référence à l'importance de l'activité et peut être quantifiée par divers critères telles que le chiffre d'affaires ou la masse salariale d'une entreprise)¹¹³

Rien de tel pour les dérivés de crédit : ces contrats sont des contrats qui ne s'inscrivent pas dans un cadre plus large que celui envisagé contractuellement pour l'opération en cause. Ainsi, le montant de la prime sera en principe calculé librement par le vendeur de protection au vu du risque de crédit à attribuer à l'entité de référence et des frais encourus par le vendeur sans qu'aucune référence à une masse plus large d'acheteurs versant une prime ne soit faite. L'opération envisagée est déconnectée dans ces caractéristiques techniques et juridiques de toute mutualité. L'indemnisation en cas d'événement de crédit aura lieu grâce aux fonds personnels du vendeur de la protection et non à partir d'une masse commune de primes collectées.

B. Le principe indemnitaire

Un autre élément qui permet de distinguer les deux contrats est le principe indemnitaire qui gouverne le contrat d'assurance. L'article L.121-1 du Code des assurances énonce le principe indemnitaire qui est impératif : « *L'assurance relative aux biens est un contrat d'indemnité : l'indemnité due par l'assureur à l'assuré ne peut pas dépasser le montant de la valeur de la chose assurée au moment du sinistre* ». Cet article fixe le principe impératif d'une indemnisation de tout le préjudice subi mais rien que du préjudice subi. Le fondement de ce principe est double : le législateur veut, d'une part, éviter les sinistres volontaires et, d'autre part, éviter que les opérations d'assurance (qui sont des techniques de sécurité par la mutualité des risques) deviendraient jeu ou pari¹¹⁴.

Dans un dérivé de crédit, l'obligation de paiement est au contraire largement autonome du montant de la perte effective ou du préjudice constaté dans le chef de l'acheteur de la protection¹¹⁵. En effet, pour tous les dérivés de crédit, les montants des paiements dus ne seront fixés que conformément à ce qui a été prévu contractuellement, et ce indépendamment de l'ensemble du préjudice réellement subi. Ceci fait l'objet d'une stipulation contractuelle

¹¹² Yvonne Lambert-Faivre, *op.cit.*, n° 33 qui cite la définition de l'opération d'assurance retenue par P. Petauton in « *L'opération d'assurance* », Encyclopédie de l'Assurance, Litec 1997, p. 427

¹¹³ Yvonne Lambert-Faivre, *op.cit.*, n° 630

¹¹⁴ Yvonne Lambert-Faivre, *op.cit.*, n° 523

¹¹⁵ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 707

expresse dans la Section 9.1(b)(i) des 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions* qui stipule clairement que les paiements sont à effectuer indépendamment du fait que l'acheteur de la protection ait eu à souffrir une perte suite à la survenance d'un événement de crédit¹¹⁶. Le même principe existe pour la documentation FBF, et notamment l'article 7.1 de l'Annexe Technique Opérations sur Événement de Crédit qui stipule que « *Chaque Partie déclare qu'elle s'engage à exécuter ses obligations selon les termes convenus, quel que soit son risque de crédit sur l'Entité de Référence concernée et que le payeur subisse ou non une quelconque perte du fait de la survenance d'un Événement de Crédit* ».

Pour certains dérivés de crédit, les montants à payer dans les dérivés de crédit sont généralement basés sur des montants purement notionnels (notamment dans le cas des *credit default swaps*¹¹⁷) et donc déconnectés de la valeur des éléments sous-jacents au moment de l'événement de crédit.

En outre, en fonction du choix de l'événement de crédit, le dérivé de crédit peut donner lieu à des paiements alors même que l'acheteur de la protection n'a pas encore subi de préjudice. Tel sera par exemple le cas si l'obligation de référence fait l'objet d'une restructuration (« *Restructuring* »), c'est à dire un réaménagement des conditions de l'obligation de référence (par exemple un changement de devise, un reports des dates de paiement, une modification du rang du créancier de l'obligation de référence, etc).

Néanmoins, certains dérivés de crédit, même si telle n'est pas leur fonction de principe, aboutissent parfois à indemniser l'acheteur de la protection d'un montant égal à la baisse de valeur économique constatée dans l'obligation de référence. Il en est ainsi dans le cas des *credit linked notes*, du *total return swap* et du *credit spread derivative*. A ce sujet, il faut préciser que les contreparties à un dérivé de crédit peuvent avoir choisi comme référence une entité de référence sans être liés ni l'un ni l'autre contractuellement à cette entité. L'événement de crédit affectant dès lors l'entité de référence ne causera pas de préjudice à proprement dit à l'acheteur de la protection (qui ne s'est que « référencé » sur cette obligation sans en être le véritable créancier), mais donnera tout de même lieu au paiement correspondant à la baisse de valeur de l'obligation de référence. En outre, il convient de noter

¹¹⁶ « ...Buyer need not suffer any loss or provide evidence of any loss as a result of the occurrence of a Credit Event ».

¹¹⁷ voir à ce sujet la typologie des dérivés de crédit dans l'introduction à cette étude

que l'indemnisation de la perte de valeur affectant l'obligation de référence n'est qu'une option dans les dérivés de crédit : en effet, pour ces mêmes contrats, rien n'empêcherait les parties de choisir une livraison du sous-jacent plutôt qu'une indemnisation de la baisse de valeur. Aucun principe impératif tel que le principe indemnitaire existant en droit des assurances ne s'y opposerait.

En dernier lieu, il convient de relever que les dérivés de crédit comportent un aspect spéculatif et d'arbitrage qui s'oppose fondamentalement au principe indemnitaire sous-tendant l'activité d'assurance et qui montre la nature fondamentalement « financière » de ces produits.

C. Le principe de l'intérêt d'assurance

A côté du principe indemnitaire qui sous-tend les contrats d'assurance, existe le principe de l'intérêt d'assurance en vertu duquel l'assuré doit avoir un intérêt à la non-réalisation du risque. L'article L.121-6 du Code des assurances précise à ce sujet : « *toute personne ayant intérêt à la conservation de la chose peut la faire assurer. Tout intérêt direct ou indirect à la non-réalisation d'un risque peut faire l'objet d'une assurance* »¹¹⁸.

Les dérivés de crédit obéissent à une logique différente : ainsi l'acheteur d'une protection pourrait même avoir comme but la survenance d'un événement de crédit qui affecterait l'obligation de référence ou l'entité de référence¹¹⁹, notamment si l'acheteur de la protection ne désire prendre que des positions sur ce marché. En outre, l'acheteur de la protection peut tout à fait ne pas détenir l'obligation de référence (ou céder, s'il la détient, l'obligation de référence en cours de contrat) ou n'avoir aucune relation contractuelle avec l'entité de référence. Ainsi, tout intérêt à la non-réalisation du risque disparaît, ce qui distingue fondamentalement le dérivé de crédit du contrat d'assurance.

D. Le recours subrogatoire

Le dernier élément distinguant les contrats d'assurance des dérivés de crédit est le droit de subrogation de l'assureur dans les droits de l'assuré. L'article L.121-12 du Code des assurances institue une subrogation légale en disposant que « *L'assureur qui a payé*

¹¹⁸ Yvonne Lambert-Faivre, *op.cit.*, n° 568

¹¹⁹ Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 16

l'indemnité d'assurance est subrogé jusqu'à concurrence de cette indemnité, dans les droits et actions de l'assuré contre les tiers qui, par leur fait, ont causé le dommage ayant donné lieu à la responsabilité de l'assureur ». Ainsi l'assureur est subrogé de plein droit dans les droits de l'assuré et peut agir pour obtenir remboursement des montants indemnisés.

Dans un dérivé de crédit, l'obligation de référence est, comme indiqué lors de la comparaison entre dérivé de crédit et garanties, complètement déconnectée du dérivé de crédit, de sorte qu'en principe aucun recours subrogatoire n'existera pour le vendeur de protection à l'égard d'un tiers qui aurait généré le paiement dû sous le dérivé de crédit. La documentation FBF tempère néanmoins ce principe : ainsi, dans l'article 7.3 de l'Annexe Technique Opérations sur Evénement de Crédit, il est stipulé que « *Chaque Partie reconnaît et déclare qu'une Opération sur Evénement de Crédit ne crée aucun lien direct ou indirect ni aucun droit de recours à l'encontre de l'Entité de Référence, du Sous-Jacent de Référence, sauf en cas de livraison* ». Ainsi, si l'obligation de référence (par exemple un prêt ou un titre obligataire) est livrée au vendeur de la protection (ce qui sous-entend que l'acheteur de la protection ait réellement été créancier de l'entité de référence), un lien contractuel entre le vendeur de la protection et l'entité de référence sera créé et le vendeur bénéficiera d'un recours subrogatoire contre l'entité de référence. Ce recours subrogatoire ne sera néanmoins pas exercé de plein droit comme en matière de droit des assurances : il sera subordonné à la livraison du sous-jacent au vendeur (qui est en pratique beaucoup moins usitée que le paiement compensatoire). Il en ira différemment au cas où les contreparties utiliseraient la documentation *ISDA* (soumise au droit anglais ou au droit de New York) pour la conclusion de leur dérivé de crédit : les *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* disposent en effet dans la Section 9.1(b)(ii) que l'opération de dérivé de crédit ne crée pas de droits ni d'obligations vis-à-vis d'une entité qui n'est pas partie à l'opération de dérivé de crédit¹²⁰. Le principe de l'absence de recours subrogatoire est ici absolu et ne connaît pas d'exception, ce qui, soit dit en passant, correspond mieux à la logique d'abstraction des dérivés de crédit.

Section 3. Une apparente incertitude liée à la diversité des dérivés de crédit.

La typologie des dérivés de crédit montre une apparente diversité des dérivés de crédit. En examinant ces produits de plus près, l'on s'aperçoit que ceux-ci sont susceptibles d'être

¹²⁰ “*such Credit Derivative Transaction does not create any rights or impose any obligations in respect of any entity that is not a party to such Credit Derivative Transaction*”

classés en deux ensembles, à savoir les dérivés de crédit sous forme contractuelle (§1) et les dérivés de crédit sous forme de titres (§2).

§1. Les dérivés de crédit sous forme contractuelle

Les dérivés de crédit sous forme contractuelle ont comme caractéristique commune d'être construits contractuellement de sorte qu'ils aboutissent à des échanges de flux financiers dont le montant à verser variera dans le chef du vendeur de la protection en cas d'événement de crédit prédéterminé contractuellement.

La conséquence logique de cette structure de base commune est que tous les dérivés de crédit peuvent être classés dans les mêmes catégories de contrats.

Ainsi, il ne fait aucun doute que tous les dérivés de crédit sont des contrats consensuels soumis aux conditions légales de formation de l'article 1108 du Code civil qui ne sont, en eux-même, soumis à aucune condition de forme particulière. La recherche d'une sécurité juridique absolue pour les produits des marchés financiers tels que les produits dérivés de gré à gré a néanmoins eu comme conséquence que l'énorme majorité de ces dérivés de crédit sous forme contractuelle sont en réalité conclus au moyen de la documentation standardisée *ISDA* ou *IBF*.

Personne ne conteste non plus le fait que le dérivé de crédit sous forme contractuelle soit un contrat synallagmatique au sens de l'article 1102 du Code civil (ce qui entraîne la possibilité pour l'une quelconque des parties d'invoquer l'exception d'inexécution¹²¹) et un contrat onéreux au sens de l'article 1106 du Code civil.

Le caractère ou non de contrat conclu *intuitu personae* fait, quant à lui l'objet de divergences assez importantes au sein de la doctrine. Les conséquences d'une telle qualification sont importantes : la marque de *l'intuitu personae* donne par exemple le droit de ne pas poursuivre le contrat avec des ayants cause de la contrepartie ou avec la contrepartie faillie. L'erreur sur la personne pourrait également être invoquée assez facilement.

¹²¹ Antonin Besse, Alain Gauvin, *op.cit.* p. 48

Certains auteurs estiment que la qualité des cocontractants est un élément déterminant pour la conclusion d'un produit dérivé car la confiance inspirée par le cocontractant y est primordiale¹²². D'autres auteurs estiment au contraire que les dérivés de crédit et plus généralement n'ont pas la marque de l'*intuitu personae*¹²³.

La marque de l'*intuitu personae* est en principe indifférente dans les contrats à titre onéreux¹²⁴. En outre, pour les dérivés de crédit (comme d'ailleurs pour tous les produits financiers dérivés), ce n'est pas tant la personne de la contrepartie qui importe mais plutôt sa réputation et sa solvabilité. Ici apparaît clairement le fait que les produits financiers négociés de gré à gré, en ce y compris les dérivés de crédit, obéissent pour cet aspect à la même logique que celle qui sous-tend les marchés financiers : l'éviction quasi-générale de l'*intuitu personae*¹²⁵ (pris comme critère subjectif) au profit d'une appréciation sur base de critères objectifs que sont la réputation et la solvabilité. Ceux-ci fondent ce que l'on peut appeler une nature *intuitu pecuniae* de ces contrats¹²⁶.

Certains auteurs arguent de l'interdiction pour une contrepartie de céder ses droits tirés du contrat de produit dérivé sans l'accord préalable de l'autre contrepartie¹²⁷. Cette interdiction ne résulte néanmoins pas du caractère *intuitu personae* du contrat mais du fait que l'on veut éviter qu'une partie n'ayant pas les qualités pécuniaires et de réputation suffisantes (qualités qui fondent, rappelons-le, la nature *intuitu pecuniae* de ces contrats) se retrouve contrepartie dans un tel contrat. Le marché n'étant pas réglementé ici mais de gré à gré, il n'y a aucun agrément *a priori* des participants à ces contrats. Afin d'éviter une « intrusion » de contreparties « indésirables » n'ayant pas les qualités de réputation et de solvabilité nécessaire, les conventions de place ISDA et FBF instaurent un agrément contractuel en vertu duquel la cession sans l'accord préalable de l'autre contrepartie est interdite par principe.

¹²² Par exemple Séna Agbayissah, *op.cit.* p. 36 ; Jean-Pierre Mattout, *Droit bancaire international*, n° 456

¹²³ Par exemple Antonin Besse, Alain Gauvin, *op.cit.* p. 48

¹²⁴ Boris Starck, Henri Roland, Laurent Boyer, *Obligations 2. Contrats*, éd. Litec 1995, n° 95

¹²⁵ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n° 353

¹²⁶ Cf. dans le même sens une partie de la doctrine belge et notamment Gilles Nejman, *op.cit.* p.123

¹²⁷ Article 11.4 de la Convention-cadre FBF relative aux instruments financiers à terme qui dispose que : « *La Convention, toute Transaction ou l'un quelconque des droits et obligations en découlant pour une Partie ne pourront être transférés ou cédés sans l'accord préalable de l'autre partie* ». Des dispositions similaires existent dans le 2002 ISDA Master Agreement qui pose dans sa clause 7 (« *Transfer* ») le principe de non-cessibilité de principe sans l'accord de l'autre partie, principe qui est néanmoins assorti d'exceptions que sont la fusion d'une contrepartie avec une société tierce et la possibilité de transférer une créance sur une partie affectée d'un défaut de paiement.

Les dérivés de crédit sont en outre des contrats à exécution successive conclus pour une durée déterminée, de sorte qu'en principe les parties sont tenues jusqu'au terme du contrat. Les conventions de place ISDA ou FBF prévoient néanmoins des clauses de résiliation en cas de défaut d'une des parties¹²⁸. Il convient de rappeler que ces clauses conventionnelles de résiliation réduisent en principe le rôle du juge dans l'appréciation de la gravité de la défaillance et de la justification ou non de la résiliation au vu de la défaillance¹²⁹. Tout au plus le juge devrait constater la résiliation après avoir vérifié que les conditions posées par la clause de résiliation sont réunies¹³⁰. Cet amoindrissement du rôle des juges a poussé ceux-ci à s'efforcer de conserver un certain contrôle de la résolution en interprétant restrictivement ces clauses de résiliation. Ainsi, pour que la résiliation opère de plein droit, il faut que la clause l'ait prévu de manière non équivoque¹³¹ et qu'elle sanctionne un manquement à une stipulation expresse du contrat¹³². En principe, le créancier serait même tenu d'adresser au débiteur défaillant une mise en demeure lui rappelant l'existence de la clause et lui précisant les manquements reprochés et les délais dont il dispose pour se mettre en règle. Cette nécessité de la mise en demeure ne disparaîtrait que si les parties ont stipulé que la résolution opérera « de plein droit et sans sommation » en cas d'inexécution à l'échéance du terme¹³³.

Concernant le critère du caractère non équivoque de la clause qui doit sanctionner un manquement à une stipulation expresse du contrat, il ne fait pas de doute que les dérivés de crédit conclus au moyen des conventions de place FBF et ISDA remplissent ces conditions. En effet, les clauses de l'article 7 de la Convention-cadre FBF définissent clairement les cas de défaut ou les circonstances nouvelles pouvant entraîner une résiliation du contrat.

Quant à la condition jurisprudentielle d'adresser une mise en demeure préalable au débiteur, celle-ci n'aurait aucun sens dans un dérivé de crédit : en effet, dans un dérivé de crédit les flux financiers dépendent en principe d'un événement de crédit affectant l'entité de référence et non l'une des parties au dérivé de crédit. Il n'est donc pas possible à une des contreparties

¹²⁸ Article 7 (« Résiliation des Transactions ») de la Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers à terme ; Section 6 (« Early Termination ; Close-Out Netting ») du 2002 ISDA Master Agreement

¹²⁹ Ce rôle lui incombe en vertu de l'article 1184 du Code civil qui dispose dans son alinéa 3 : « La résolution doit être demandée en justice... »

¹³⁰ François Terré, Philippe Simler, Yves Lequette, *op.cit.*, n° 662

¹³¹ François Terré, Philippe Simler, Yves Lequette, *op.cit.*, n° 664 qui fait référence à Cass. 3ème civ., 7 décembre 1988, *Bull. civ. III*, n°176, p. 96

¹³² François Terré, Philippe Simler, Yves Lequette, *op.cit.*, n° 664 qui fait référence à Cass. 3ème civ. , 8 janvier 1985, *Bull. civ III*, n° 6, p. 5

¹³³ François Terré, Philippe Simpler, Yves Lequette, *op.cit.*, n° 664 ;

d'adresser une mise en demeure à l'Entité de Référence (affectée par un événement de crédit) dans le cadre du dérivé de crédit car l'Entité de Référence est un tiers par rapport à ce contrat.

L'Annexe Technique FBF Opérations Sur Evénements de Crédit (paragraphe 2.2.2.1 à 2.2.2.4) prévoit néanmoins la délivrance de diverses notifications (Notifications d'Evénement de Crédit et Notifications d'Information Publique) comme condition avant paiement des flux financiers. Ces notifications doivent « *contenir une description des faits permettant de déterminer si l'Evénement de Crédit est survenu ou non...* » (paragraphe 2.2.2.1 (a) (i) pour les Notifications d'Evénement de Crédit) ou citer l'information publique qui confirme la survenance d'un événement de crédit (pour les Notifications d'Informations Publiques) .

Il ressort clairement de ce qui précède que le mécanisme de résiliation prévu par la documentation *FBF* est sans aucun doute conforme aux exigences légales et jurisprudentielles en matière de résiliation conventionnelle d'un contrat. Concernant les dérivés de crédit sous forme contractuelle conclus au moyen de la documentation *ISDA*, ces problèmes ne se posent pas en pratique. En effet, l'utilisation de cette documentation aboutit obligatoirement à l'application du droit anglais ou du droit de New York (et à la compétence des tribunaux anglais ou de New York) auquel les mécanismes de résiliation y prévus sont *a priori* conformes. L'article 1184 du Code civil n'étant pas d'ordre public international, ces mécanismes de résiliation devraient également être reconnus par un tribunal français (si un tel tribunal devait avoir compétence).

§2. Les dérivés de crédit sous forme de titre de créance.

Les dérivés de crédit sous forme de titres de créance ont la particularité d'être des produits financiers dérivés sous forme de titres. Ils ne sauraient à ce titre être considérés comme des « *instruments financiers à terme* » au sens de l'article L.211-1.II du Code monétaire et financier mais plutôt comme des « *titres de créance* » au sens de l'article L.211-1.I du Code monétaire et financier. En effet, les *credit linked notes* représentent un droit de créance sur la personne morale qui les émet et sont transmissibles par inscription en compte ou tradition.

Les qualifier de valeurs mobilières est plus problématique et dépend de la rédaction du contrat d'émission relatif aux *credit linked notes*. En effet, en vertu de l'article L.211-2 du Code monétaire et financier, une valeur mobilière est un titre qui, entre autres, donne accès à un

« *droit de créance général* » sur le patrimoine de l'émetteur du titre. Or, il s'avère que de nombreux contrats d'émission de *credit linked notes* stipulent une « clause de recours limité » par laquelle le titulaire du *credit linked note* s'engage à n'exercer un éventuel recours qu'à l'encontre d'une partie du patrimoine du débiteur¹³⁴. En vertu de cette clause, le titulaire du *credit linked note* renonce au droit de gage général consacré par les articles 2092 et 2093 du Code civil en limitant son recours à une partie du patrimoine de l'émetteur. Ainsi, pour cette variante de *credit linked note*, la qualification de valeur mobilière (et l'application corrélative du régime juridique des valeurs mobilières) ne serait pas appropriée alors que pour les *credit linked notes* ne prévoyant pas de clause de recours limité, la qualification de valeurs mobilières doit être retenue. Ceci montre, soit dit en passant, les carences de la définition des valeurs mobilières résultant de l'article L.211-2 du Code monétaire et financier. Une simple clause (!) peut remettre en question la sécurité juridique en cette matière pourtant primordiale du droit des marchés financiers. La juxtaposition de catégories d'instruments financiers (avec l'addition de catégories-balai telles que celle de « tous les autres instruments financiers à terme » de l'article L.211-1.II.6.) telle que réalisée par l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, quoique critiquée comme manquant d'unité¹³⁵, apporte, quant à elle, une sécurité juridique indispensable à la matière.

Les *credit linked notes* sont donc bien des instruments financiers et plus précisément des titres de créance (dont le régime juridique leur sera appliqué). Mais malgré cette première certitude, des hésitations sont apparues dans la doctrine quant au fait de savoir si ces titres doivent être qualifiés de titres de créance négociable (TCN) ou de titres obligataires.

Le terme « *notes* » est généralement employé dans les marchés financiers pour désigner des titres de créance ayant une échéance inférieure à cinq ans alors que ceux d'une échéance supérieure à cinq ans sont en principe appelés « *bonds* »¹³⁶ (terme qui, dans une traduction communément admise, voudrait dire « obligation » ou « titre obligataire »). Cela voudrait-il dire que les *credit linked notes*, n'étant pas, selon la terminologie financière consacrée, des obligations, doivent obligatoirement être qualifiés de TCN ? La réponse à cette question est bien sûr négative et, pour les besoins du droit français, il y a au contraire lieu de confronter les

¹³⁴ Cf. à ce sujet : Stéphane Mouy, *Titres et emprunts structurés à recours limité*, Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France II, Banque Editeur 1999, p. 352 et s.

¹³⁵ Daniel Ohl, *op.cit.*, n° 131, p. 93

¹³⁶ Robert Zipf, *How the bond market works*, Ed. New York Institute of Finance 1997, p. 3

caractéristiques des *credit linked notes* aux notions de TCN et d'obligation afin de déterminer leur nature exacte.

Selon la majorité des auteurs, il est impossible de se prononcer *in abstracto* sur la nature du *credit linked note* la qualification de ce produit ne pouvant être le fruit que d'une démarche casuistique¹³⁷. Les confusions en la matière sont en effet grandes : certains auteurs (juristes mais également économistes) considèrent en effet le *credit linked note* comme un « titre obligataire »¹³⁸, alors que d'autres auteurs, sans vouloir se prononcer, parlent de « titre » ou de « titre de créance »¹³⁹.

L'article L.213-1 du Code monétaire et financier définit les TCN comme des titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée. Conformément à l'article L.213-2, il s'agit de titres stipulés au porteur, dématérialisés et inscrits en compte auprès d'un intermédiaire habilité. Les émetteurs de TCN sont limitativement énumérés par la loi (article L.213-3 du Code monétaire et financier). Ainsi, sont habilités à émettre des TCN (entre autres) les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et d'autres entreprises remplissant des conditions de forme juridique, de capital, de durée d'existence et de contrôle des comptes d'une société faisant appel public à l'épargne.

Quoique dématérialisés et inscrits en compte, les titres de créance négociables ne sont pas des valeurs mobilières car ils ne sont pas fongibles : ce sont en effet des titres d'une durée très variable et pour lesquels il n'existe pas de cours unique. Ils ne sont en outre pas émis en série mais un par un, au gré des besoins de trésorerie de l'émetteur¹⁴⁰.

Plusieurs différences avec les *credit linked notes* peuvent à notre sens être constatées : alors que les TCN sont toujours des titres au porteur, les *credit linked notes* peuvent être nominatifs ou au porteur. Dans le cadre d'une émission, les *credit linked notes* sont en général fongibles entre eux et peuvent être négociées sur tout marché réglementé, ce qui n'est pas le cas pour

¹³⁷ Antonin Besse, Alain Gauvin, *op.cit.*, p. 47

¹³⁸ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *op.cit.*, n°704 (les auteurs ne justifient néanmoins pas leur qualification) ; Richard Bruyère, *op.cit.*, p. 37 Benjamin Jacquard, *Produits structurés de crédit, L'accès au sur-mesure*, Banque Magazine, n° 642, Déc. 2002, p. 54 ; La doctrine belge considère également les *credit linked notes* comme des titres obligataires : cf. Gilles Nejman, *op.cit.*, p. 68

¹³⁹ Olivier Prato, *op.cit.*, p. 71, Gilles Kolifraith, *op.cit.*, p. 13

¹⁴⁰ Daniel Ohl, *op.cit.*, n° 262

les TCN : ces derniers sont certes négociés sur le marché monétaire¹⁴¹, mais celui-ci, contrairement au marché boursier, n'aboutit pas à fixer un prix unique suite à la confrontation de l'offre et de la demande. En tout état de cause, la réglementation très restrictive relative aux TCN et les différences de caractéristiques entre *credit linked notes* et TCN semblent s'opposer à ce que les *credit linked notes* puissent être qualifiés de TCN.

Il convient de préciser à ce sujet que la discussion relative à leur assimilation éventuelle n'est en réalité due qu'aux discussions relatives à l'assimilation des *Euro Medium Term Notes* (EMTN) à des TCN (et notamment à des Bons à Moyen Terme Négociables ou *BMTN*). Il convient néanmoins de remarquer à ce sujet que s'il est en effet possible de se demander si les EMTN pourraient être assimilés dans une certaine mesure à des *BMTN* (car émis, comme les *BMTN* français dans la cadre d'un programme d'émission), une telle assimilation ne fait aucun sens pour les *credit linked notes* qui sont des instruments à caractéristiques assez différentes de celles des *BMTN* et qui sont utilisés dans des circonstances différentes.

L'assimilation d'un *credit linked note* à titre obligataire semble plus appropriée car les caractéristiques des deux instruments sont très similaires. L'article L.213-5 du Code monétaire et financier définit les obligations comme « *des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale* ».

Comme pour les obligations, les *credit linked notes* donnent lieu au paiement d'un taux d'intérêt qui est généralement fixe (ces intérêts représentant la prime versée au vendeur de la protection – le souscripteur du titre ou *noteholder* -) et au remboursement du capital à son échéance. Le remboursement du capital dépendra, pour les *credit linked notes*, de la survenance ou non d'un événement de crédit, ce qui est une spécificité par rapport aux émissions obligataires classiques en France. Rien n'empêcherait néanmoins de stipuler ce même mécanisme de remboursement dans une obligation, car aucune disposition d'ordre public ne s'y opposerait à notre sens.

En outre, même si les obligations sont en principe considérées comme des titres négociables constatant une créance à long terme sur une société¹⁴², leur durée n'est pas fixée de manière contraignante et obligatoire par la loi. Les émetteurs gardent une certaine liberté en la matière,

¹⁴¹ Ce marché est organisé par le Comité de la réglementation bancaire et contrôlé par la Banque de France qui peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur et par la COB qui vérifie l'information fournie par les émetteurs au public.

certaines emprunts ayant même été émis pour cinq ans. Il en est de même pour les *credit linked notes* qui sont en pratique émis pour des durées tout à fait variables en fonction des besoins des émetteurs et des souscripteurs.

Mais l'élément de similitude le plus significatif est très certainement l'organisation des obligataires (mais également des *noteholders* dans le cas des *credit linked notes*) en une masse organisée qui dispose de représentants (des *trustees* dans le cas des *credit linked notes*) et qui est réunie en assemblée générale des obligataires (*meeting of noteholders* pour les *credit linked notes*).

La conséquence la plus importante de la qualification des *credit linked notes* en titre obligataire est l'application de principe du régime juridique des obligations aux *credit linked notes*. En pratique, ces *credit linked notes*, même s'ils sont émis par des sociétés françaises, seront le plus souvent soumis au droit anglais ou au droit de New York dont les dispositions seront dans une grande mesure applicables. L'assemblée générale ordinaires des actionnaires de l'émetteur devra néanmoins décider ou autoriser d'émettre des *credit linked notes* conformément aux articles L.225-100 al. 5 et L.228-40 du Code de commerce (dispositions qui, en vertu des règles françaises de conflits de lois, s'appliqueront comme *lex societatis* même si l'emprunt est soumis à un droit étranger).

Conclusion générale

Les dérivés de crédit sous forme contractuelle ou sous forme de titres sont, malgré leur forme contractuelle clairement des instruments du droit des marchés financiers. Ce droit des marchés financiers, qui doit assurer la sécurité des transactions et le bon fonctionnement des marchés financiers, est considéré par la doctrine moderne¹⁴³ comme un droit « impérialiste » qui évince la règle de droit commun chaque fois qu'elle lui fait obstacle. C'est exactement ce qui se passe pour les dérivés de crédit et, de manière plus générale, pour les produits dérivés négociés de gré à gré : le législateur, aidé en cela par des associations représentatives du monde financier, telles que la FBF et l'ISDA, a entrepris, notamment en 1996 par l'adoption de la loi MAF, de faire des dérivés de crédit des instruments du droit des marchés financiers. Malgré le fait que ces produits ne sont pas négociés sur un marché réglementé, le régime

¹⁴² Philippe Merle, *Droit commercial, sociétés commerciales*, Précis Dalloz 8^{ème} éd. 2001, n° 327

¹⁴³ Daniel Ohl, *op.cit.*, n° 11

juridique qui leur est appliqué est totalement dérogoire du droit commun : tous les effets « néfastes » du droit des procédures collectives ont été immunisés et la majorité des mécanismes contractuels prévus dans les documentations standardisées FBF et ISDA ont été validés par la loi ; la sécurité des transactions, si nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers est ainsi assurée par la loi. Sous réserve des différences pratiques liées au fonctionnement d'un marché réglementé (qui empêchent d'assimiler totalement les dérivés de crédit aux produits négociés sur les marchés réglementés) les dérivés de crédit sont tout aussi efficaces que les instruments financiers négociés sur un marché réglementé. L'incertitude apparente liée à certains aspects juridiques (et notamment la question de la requalification en contrat d'assurance ou en sûreté personnelle) des dérivés de crédit n'y fera rien : les dérivés de crédit sont bien soumis à un droit spécial¹⁴⁴, celui des produits dérivés.

¹⁴⁴ C. Lucas de Leyssac, *Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés?*, D. Aff., n° 4, supplément au n° 133, 8 octobre 1998, p. 1567.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux :

Thierry BONNEAU, *Droit Bancaire*, Ed. Montchrestien, 1999

Henri De PAGE, *Traité Elémentaire de Droit Civil Belge*, T. V, 1941

Marie-Noëlle JOBARD-BACHELIER, *Droit civil, sûretés, publicité foncière*, Ed. Dalloz, 11^{ème} édition

Yvonne LAMBERT-FAIVRE, *Droit des assurances*, Précis Dalloz, 11^{ème} Ed. 2001

Jean-Pierre MATTOU, *Droit bancaire international*, Banque Editeur, 2^{ème} Ed.

Philippe MERLE, *Droit commercial, sociétés commerciales*, Précis Dalloz 8^{ème} Ed. 2001

Jean-Louis MOURALIS, *Jeu-Pari*, Encyclopédie Dalloz Civil

Daniel OHL, *Droit des sociétés cotées*, Juris-Classeur Affaires Finances, Ed. Litec, 2003

Philippe SIMLER, *Cautionnement et garanties autonomes*, Ed. Litec, 2000

Boris STARCK, Henri ROLAND, Laurent BOYER, *Obligations 2. Contrats*, Ed. Litec 1995

François TERRE, Philippe SIMLER, Yves LEQUETTE, *Droit civil – Les obligations*, Précis Dalloz, 8^{ème} Ed.

Hubert de VAUPLANE, Jean-Pierre BORNET, *Droit des marchés financiers*, Ed. Litec, 2001

Robert ZIPF, *How the bond market works*, Ed. New York Institute of Finance 1997

Ouvrages spéciaux :

Richard BRUYERE, *Les produits dérivés de crédit*, Ed. Economica, 1998

Alain GAUVIN, *La gestion du risque financier*, Ed. L.G.D.J., 2000

Gilles NEJMAN, *Les contrats de produits dérivés*, Les dossiers du journal des tribunaux, Ed. Larcier, 1999, Bruxelles

Articles, chroniques, rapports

Séna AGBAYISSAH, *Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré*, Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF – France II, Banque Editeur, 1999, p. 15-47

Antonin BESSE, Alain GAUVIN, *La licéité des dérivés de crédit en droit français*, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 72, mars-avril 1999., pp. 45-55

BRITISH BANKER'S ASSOCIATION, *Credit Derivatives Report 2001/2002*

Fabrice BUSSIERE, Etienne JARDEL, *La réforme du décret OPCVM n°89-624 du 6 septembre 1989*, Banque & Droit n° 83, pp. 3-12

Alban CAILLEMER DU FERRAGE, Arnaud DUHAMEL, *Monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré*, Banque & Droit n° 76

Communiqué de la COB du 18 février 2003

Pierre GISSINGER, *La qualification juridique des dérivés de crédit*, Banque Magazine, n°631, Déc. 2001., pp. 54-56

F. GRUA, *Les effets de l'aléa et la distinction des contrats aléatoires et des contrats commutatifs*, RTD civ.,1983, n° 35

François HAAS, *Credit Derivatives : de nouveaux instruments financiers*, Banque n° 568, mars 1996, pp. 48-50

Benjamin JACQUARD, *Produits structurés de crédit, L'accès au sur-mesure*, Banque Magazine, n° 642, Déc. 2002, pp. 54-56 ;

Gilles KOLIFRATH, *Les dérivés de crédit : vers une approche juridique*, Banque & Droit n° 63, pp. 13-21

C.LUCAS DE LEYSSAC, *Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés?*, D. Aff., n° 4, supplément au n° 133, 8 octobre 1998

Arnaud de LUMMEN, *Contribution à l'étude des dérivés de crédit*, Banque & Droit n° 75, jan. – fév. 2001, pp.14-20 ;

Jean-Pierre MATTOUT, *La sécurité et la responsabilité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré*, Les Petites Affiches, n° 56, mai 1996, pp. 24-30

Stéphane MOUY, *Titres et emprunts structurés à recours limité*, Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France II, Banque Editeur 1999, p. 352 et s.

Maurice NUSSENBAUM, *Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés*, Les Petites Affiches n° 56, mai 1996, pp. 5-10

Olivier PRATO, *Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière?*, Revue de la Stabilité Financière, Nov. 2002, p. 69-84

Giulia RIAL, *Opérations sur risque de crédit*, Banque Magazine n° 642, Déc. 2002, pp. 58-59

Isabelle RIASSETTO, *Contrats à terme fermes et options*, Dictionnaire Joly Bourse 2000-3, pp. 1-64

X. TESSIER, *Délimitation de la notion de service d'investissement*, Revue CMF n° 2, octobre 1997, p. 22

Hubert de VAUPLANE et Jean-Jacques DAIGRE, *Chronique financière et boursière*, Banque & Droit n° 85, pp. 33 et 34

TABLE DES MATIERES

	Page
INTRODUCTION	3
1^{ère} PARTIE. UN REGIME JURIDIQUE DEROGATOIRE ORIENTE VERS L'EFFICIENCE DES OPERATIONS ET LA PROTECTION DES INVESTISSEURS	14
CHAPITRE 1. La recherche de l'efficience des opérations sur dérivés de crédit	15
Section 1. Une documentation contractuelle largement standardisée	16
§1. La documentation contractuelle FBF	16
A. La Convention-Cadre FBF	17
B. La Confirmation FBF	18
C. L'Annexe Technique FBF	19
§2. La documentation contractuelle ISDA	20
A. L'ISDA Master Agreement et le Schedule	20
B. La Confirmation	21
C. Les 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions	21
§3. Les principaux mécanismes contractuels de la documentation FBF et ISDA	22
A. L'importance des choix dans les Confirmations FBF ou ISDA	22
1. Le choix de l'obligation de référence	23
2. Le choix des événements de crédit	25
B. Les modalités d'exécution du dérivé de crédit.....	27
1. La procédure de notification préalable	28
a. Les principes généraux	28
b. les problèmes de secret bancaire	29
2. La livraison des actifs sous-jacents	30
3. Le paiement du différentiel	31
C. La résiliation et la compensation conventionnelle (« <i>Close-out netting</i> ») ...	32
Section 2. La neutralisation des effets du droit des procédures collectives sur les dérivés de crédit	33
§1. Les dispositions potentiellement applicables du droit des procédures collectives	34
§2. La neutralisation des dispositions du droit des procédures collectives depuis l'entrée en vigueur de la loi MAF	36
CHAPITRE 2. La recherche de la protection des investisseurs	38
Section 1. La qualité des opérateurs autorisés à négocier des dérivés de crédit	39

§1. Le monopole de principe des prestataires de services d'investissement	39
§2. Les exceptions de l'art. L.531-2 du Code monétaire et financier	42
Section 2. Le traitement prudentiel des dérivés de crédit	43
§1. L'utilisation réglementée des dérivés de crédit par les prestataires de services d'investissement	43
§2. L'utilisation réglementée des dérivés de crédit par les OPCVM	45
A. Le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié par le décret n° 2002- 278 du 26 février 2002	45
B. La réglementation spécifique aux dérivés de crédit	46
§3. L'utilisation réglementée des dérivés de crédit par les entreprises d'assurance ..	47
Conclusion de la 1 ^{ère} Partie	48
2^{ème} PARTIE.LA DIFFICULTE DE CERNER LA NATURE JURIDIQUE DES DERIVES DE CREDIT	50
CHAPITRE 1. Les incertitudes levées par la loi MAF	50
Section 1. Les dérivés de crédit sont des instruments financiers au sens de l'art. L.211-1 du Code monétaire et financier	50
§1. Classification des dérivés de crédits émis sous forme de titres parmi les instruments financiers	51
§2. Classification des dérivés de crédit sous forme contractuelle parmi les instruments financiers	52
A. Les dérivés de crédit sous forme contractuelle sont tous des contrats d'échange au sens de l'article L.211-1-II du Code monétaire et financier ...	53
B. Les imprécisions doctrinales	53
Section 2. L'inapplicabilité de l'exception de jeu aux dérivés de crédit	55
§1. Distinction analytique entre le dérivé de crédit et le jeu ou le pari	56
§2. La solution apportée pour les instruments financiers à terme par l'art. L.432-20 du Code monétaire et financier.....	57
§3. La question des dérivés de crédit émis sous forme de titres au regard de l'exception de jeu	59
CHAPITRE 2. Les incertitudes subsistant quant à la nature juridique des dérivés de crédit	61
Section 1. L'assimilation des dérivés de crédit à une sûreté personnelle	61
§1. Les enjeux d'une assimilation	61
§2. Dérivé de crédit et cautionnement	62
§3. Dérivé de crédit et garantie autonome	64
Section 2. Le risque de requalification d'un dérivé de crédit en un contrat d'assurance	66
§1. Les enjeux d'une requalification en contrat d'assurance	67

§2. Distinction analytique entre un dérivé de crédit et un contrat d'assurance	70
A. La mutualisation des risques	70
B. Le principe indemnitaire	71
C. Le principe de l'intérêt d'assurance	73
D. Le recours subrogatoire	73
Section 3. Une apparente incertitude liée à la diversité des dérivés de crédit	74
§1. Les dérivés de crédit sous forme contractuelle	75
§2. Les dérivés de crédit sous forme de titre de créance	78
Conclusion générale	82