

Le régime juridique

Contrairement aux apparences, les dérivés de crédit ne peuvent pas être juridiquement qualifiés d'opérations d'assurance. Ils restent des instruments financiers mais dont le développement pourrait être restreint par un projet réglementaire qui viserait à limiter leur utilisation aux Opcvm à procédure allégée.

Arnauld Achard
Avocat à la cour, Counsel
Mathieu Le Boursicaud
Juriste
Clifford Chance

■ Apparus au début des années 1990 aux États-Unis et utilisés par les banques d'investissement, les dérivés de crédit ont connu un essor grandissant et, depuis le milieu des années 90, se sont étendus à l'ensemble des intervenants des marchés financiers (établissements de crédit, Opcvm...). Le marché des dérivés de crédit est d'ailleurs en constante progression : avoisinant les 200 millions de dollars en 1997, le marché mondial connaît une forte croissance depuis 2000 et devrait atteindre 1 600 millions cette année.

En France, l'apparition de ces nouveaux produits n'a pas tardé à susciter certaines interrogations quant à leur licéité et surtout sur le régime juridique auquel ils devaient être soumis.

La réglementation financière française s'est alors révélée particulièrement souple et a conclu à leur licéité. Les doutes ne sont pas pour autant définitivement levés, bien que les auteurs s'accordent sur les principales questions suscitées par les dérivés de crédit. Si ces derniers présentent des avantages indéniables, il convient cependant de rappeler les problèmes récurrents de qualification qui ne manquent pas de se poser, avant d'examiner en quoi consiste actuellement la pratique de ces nouveaux instruments.

Un triple intérêt : économique, comptable et commercial

En permettant d'isoler le risque de crédit et de le commercialiser (en transférant les dérivés), les dérivés de crédit ont contribué à améliorer la gestion du

risque de crédit. Pour le vendeur de risque, les dérivés de crédit présentent un triple intérêt, économique, comptable et commercial.

Sur le plan économique, l'utilisation de dérivés de crédit permet aux banques de diversifier leur portefeuille dans des secteurs risqués. L'évolution de la valeur du dérivé, à l'opposé de celle du crédit (si la qualité du crédit baisse, la valeur du dérivé augmente), compense les pertes subies au titre de la dépréciation du crédit. La décision d'octroyer un crédit ne repose alors plus seulement sur la qualité de l'emprunteur mais sur la possibilité de transférer le risque afférent au prêt.

«Les dérivés de crédit ne donnent pas lieu à un versement lié à un préjudice constaté, et peuvent constituer un instrument de spéculation, ce qui est contraire à l'idée même d'assurance.»

L'intérêt comptable résulte du fait que les dérivés de crédit étant considérés comme des instruments financiers hors bilan, les banques peuvent dégager du capital réglementaire, les économies en fonds propres ainsi réalisées pouvant être réinvesties.

Enfin la couverture du risque par un dérivé de crédit ouvre aux banques la possibilité de maintenir des relations commerciales avec des emprunteurs à

risque, ces derniers ignorant même que leur emprunt fait l'objet d'un produit dérivé.

Un dérivé de crédit n'est pas une opération d'assurance...

Lors de l'apparition sur le marché des produits dérivés, la principale interrogation des auteurs tenait à leur qualification juridique, dans la mesure où ces instruments financiers présentent a priori les caractéristiques d'une opération d'assurance (notamment la couverture d'un risque donné contre le paiement d'une prime)¹. Cette qualification ou non en opération d'assurance est particulièrement importante en raison du régime particulier applicable aux assurances. En effet, ces opérations sont soumises au monopole des compagnies d'assurance², et toute infraction à ce monopole est passible de sanctions pénales³. En outre, les contrats souscrits en infraction à ce monopole sont frappés de nullité relative, c'est-à-dire non opposables aux souscripteurs de bonne foi.

La difficulté de la distinction entre dérivés de crédit et opérations d'assurance résulte du fait que ces dernières ne sont pas définies, ni dans le Code civil qui y fait pourtant référence, ni dans le Code des assurances. Il ressort cependant de la doctrine et de la jurisprudence que le contrat d'assurance s'entend d'une convention par laquelle l'assureur s'engage, contre paiement d'une prime, à indemniser l'assuré des dommages ou pertes subies suite à la réalisation d'un risque. Il convient toutefois de préciser que le contrat d'assurance s'inscrit dans un cadre

Les quatre catégories de dérivés de crédit

Les dérivés sur événement de crédit

(*credit default derivatives*)

Ils se présentent sous la forme de contrats d'échange (*swaps*) ou d'options. Cette technique permet au vendeur de risque (c'est-à-dire l'acheteur de protection) de recevoir, contre versement d'une prime, un dédommagement à hauteur de la perte subie lors de la survenance d'un événement de crédit précisé au contrat (défaut de paiement, baisse de notation...). Concrètement, le dédommagement peut prendre la forme d'un différentiel entre le prix de l'actif sous-jacent à la date de conclusion du contrat et le prix lors de la survenance de l'événement de crédit, mais également d'un montant fixe déterminé par les parties lors de la conclusion du contrat, voire d'un transfert par l'acheteur de protection au vendeur du sous-jacent (dans ce cas le dérivé a généralement la forme d'une option). Les *credit default swaps* sont les dérivés les

plus utilisés et connaissent actuellement une nette croissance (notamment auprès des créanciers des compagnies pétrolières, en raison de la baisse du prix du baril).

Les dérivés sur écart de taux

(*credit spread derivatives*)

Ils se présentent sous la forme de contrats à terme (*forwards*) ou d'options. Ces dérivés de crédit permettent de couvrir un risque résultant de l'évolution du taux de rendement d'un actif financier détenu par le vendeur de risque. Ce risque sera déterminé par la différence entre le taux de rendement de l'actif financier détenu (par exemple, une obligation émise par un émetteur de modeste qualité) et celui d'un autre actif de référence, généralement de même nature mais de meilleure qualité (fréquemment une obligation d'Etat) ou un indice représentant un panier d'instruments financiers ou un taux d'intérêt (Euribor...). Le vendeur de protection s'engage ainsi, en échange

d'une prime, soit à verser la différence entre le taux de référence et le taux de l'actif risqué, soit à livrer ou recevoir l'actif sous-jacent. Cette obligation ne naît pas d'une quelconque défaillance, mais de la variation de l'écart (à la hausse ou à la baisse) constatée.

Les dérivés de transfert de rendement

(*total return swaps*)

Au titre de ce contrat d'échange, le vendeur de risque se protège contre l'évolution négative de l'actif sous-jacent qu'il détient en transférant au vendeur de protection l'ensemble des revenus générés par cet actif (coupons et augmentation éventuelle de la valeur de l'actif) en contrepartie d'un montant déterminé à l'avance (souvent un taux d'intérêt augmenté d'une marge) augmenté de toute dépréciation de l'actif par rapport à sa valeur à la date de conclusion du contrat.

Obligations indexées sur crédit

(*credit linked notes*)

Elles constituent la titrisation des dérivés de crédit et prennent la forme soit d'obligations, soit de titres de créance négociables intégrant un risque de crédit non pas sur l'émetteur mais sur un tiers. Afin de se couvrir contre le risque de crédit sur un sous-jacent détenu, l'acheteur de protection émet un titre de créance souscrit par le vendeur de protection. Ce titre donne lieu au paiement de coupons périodiques, mais ne sera intégralement remboursé à l'échéance que si l'événement de crédit se rapportant au sous-jacent de référence (défaut de paiement de l'émetteur, baisse de notation) ne se réalise pas. Si l'événement se réalise, l'acheteur de protection livre au souscripteur les titres de référence ou lui verse le différentiel entre les sommes à percevoir au titre de la souscription du sous-jacent et celles dues au titre de l'émission de l'obligation indexée.

plus vaste, l'opération d'assurance, qui repose sur une technique fondamentale, la mutualisation, cette dernière consistant à répartir les risques (et l'indemnisation qui en découle) entre l'ensemble des assurés. Par ailleurs, deux principes sous-tendent ces contrats : le principe indemnitaire (au titre duquel l'assuré ne reçoit qu'un dédommagement et ne retire aucun bénéfice) et le principe d'intérêt d'assurance (qui implique que l'assurance est destinée à couvrir un risque donné, et que la survenance dudit risque soit contraire à l'intérêt de l'assuré).

Au regard de ces différents éléments, s'il apparaît qu'il y a des similitudes entre dérivés de crédit et assurance (paiement d'un flux/prime, versement d'un certain montant en cas de réalisa-

tion d'un événement donné afin de couvrir des pertes), on constate néanmoins certaines différences qui amènent la doctrine à considérer que les deux opérations sont distinctes. Ainsi, contrairement aux opérations d'assurance, les dérivés de crédit ne donnent pas lieu en pratique à une mutualisation des risques, même si cette situation pourrait exister lorsqu'une banque vendeuse de protection conclut nombre de contrats. Surtout, les dérivés de crédit, bien qu'ils participent de la protection contre un risque donné, ne donnent pas lieu à un versement lié à un préjudice constaté, et peuvent constituer un instrument de spéculation, ce qui est contraire à l'idée même d'assurance. Dès lors, le principe indemnitaire n'est pas présent, ni

d'ailleurs le principe d'intérêt d'assurance qui en découle, le caractère spéculatif du dérivé pouvant amener l'acheteur de protection à espérer l'avènement du fait générateur.

... ni un jeu ou un pari, mais un instrument financier

Cette distinction entre opérations d'assurance et produits dérivés semble d'ailleurs être opérée par le législateur qui soumet ces derniers (en ce qu'ils font partie des instruments financiers à terme) au monopole des entreprises d'investissement et distingue donc deux régimes différents pour ces différentes opérations.

Aux termes de l'article 1965 du Code civil, les recours en justice relatifs à

des paris sont irrecevables, c'est-à-dire que le parieur ne peut obtenir de reconnaissance judiciaire de sa créance. Si les textes ne définissent pas le jeu ou le pari, la jurisprudence a déterminé que leur caractéristique essentielle était la spéculation liée au seul hasard. La loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme a reconnu que les opérations à terme échappaient à l'exception de jeu, mais laissait planer un doute quant aux produits dérivés, négociés sur le marché de gré à gré et non sur les marchés réglementés visés par la loi, et plus particulièrement sur les dérivés de crédit, la loi dressant une liste des sous-jacents sur lesquels portaient les opérations à terme ne tombant pas sous l'exception de jeu. Les doutes furent finalement levés en 1996, la loi de modernisation des activités financières précisant expressément que les instruments financiers à terme échappaient à l'exception de jeu pour autant que les causes et leur objet sont licites. Or la définition des instruments financiers est suffisamment large pour que la doctrine considère que les dérivés de crédit en font partie, de sorte que leur caractère aléatoire exclut cependant toute qualification en jeu ou pari.

Une menace sur le développement de l'activité

On ne saurait donner de définition unique des dérivés de crédit, leur mécanisme variant en fonction des objectifs. Il convient donc d'analyser les divers instruments au cas par cas, en distinguant les catégories reconnues (*encadré*).

En tant qu'instruments financiers, les dérivés de crédit sont soumis au monopole des prestataires de services d'investissement aux termes de l'article L. 531-10 du Code monétaire et financier, qui interdit expressément à toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement de fournir à des tiers des services d'investissement à titre de profession habituelle. L'emploi des dérivés de crédit n'est pas pour autant limité aux seules entreprises d'investisse-

«Un projet de modification des décrets de 1989 viserait à limiter l'utilisation de dérivés de crédit aux seuls Opcvm à procédure allégée.»

ment, dans la mesure où l'article L. 531-2 prévoit une dérogation au bénéfice de certaines entités, dans les limites des dispositions législatives les régissant. Ainsi la Banque de France, La Poste, et notamment les Opcvm peuvent-ils conclure des opérations sur produits dérivés sans enfreindre le monopole des entreprises d'investissement.

Les dérivés de crédit sont donc accessibles à la majorité des intervenants du marché de gré à gré et bénéficient, de par leur statut d'instruments financiers, d'un régime favorable, notam-

ment en ce qu'il est dérogatoire aux dispositions relatives aux procédures collectives. Cependant cette liberté d'utilisation est actuellement menacée par un projet de modification des décrets de 1989 relatifs aux Opcvm, qui viserait à limiter l'utilisation de ces produits aux seuls Opcvm à procédure allégée, c'est-à-dire ceux dont la commercialisation est réservée aux investisseurs qualifiés⁴. Ce texte aurait pour conséquence de limiter l'essor des dérivés de crédit, les Opcvm, intervenant jusqu'alors majoritairement sur le marché des dérivés sur risque de taux ou d'intérêt, s'étant montrés de plus en plus actifs dans ce domaine.

Que ces dispositions restrictives soient ou non adoptées, le régime juridique actuel des dérivés de crédit est suffisamment souple pour permettre le développement d'un marché qui a assurément de beaux jours devant lui en raison de la morosité économique (mise sous surveillance des compagnies aériennes par les agences de notation, augmentation importante des coûts de protection...).

¹ Voir aussi l'article de Cecilia Poullain et Pietro Cossu, «Le rôle des assureurs sur ce marché».

² Article L. 310-2 du Code des assurances, qui décrit les entreprises pouvant conclure des opérations d'assurance.

³ Idem, article L. 310-27 : jusqu'à 2 500 000 francs d'amende pour une personne morale, voire jusqu'à la fermeture définitive, ou pour une durée de 5 ans, de l'un ou plusieurs des établissements de l'entreprise ayant servi à commettre l'infraction.

⁴ «L'utilisation des dérivés de crédit par les Opcvm pourrait être remise en cause», E. Courant, *Agefi*, 12 juillet 2001.