

RÉGLEMENTATION

La qualification juridique des dérivés de crédit

La qualification juridique des dérivés de crédit a fait l'objet de nombreux débats : s'agit-il de contrats d'assurance, de garanties... ? Une analyse plus approfondie montre que la qualification la plus adéquate est celle d'instrument financier à terme. Celle-ci ne se justifie pas à défaut de mieux mais par une identité profonde avec les caractéristiques juridiques de ces instruments.

LA NOTION DE DÉRIVÉ DE CRÉDIT recouvre des instruments prenant des formes juridiques variées telles que des contrats fermes ou optionnels, de gré à gré, titres négociables, etc. On les classe généralement dans la catégorie des produits dérivés du fait qu'ils ne portent pas directement sur un sous-jacent mais sur les évolutions de valeur de ce sous-jacent. La particularité du dérivé de crédit vient du fait que, contrairement aux dérivés ayant des sous-jacents plus classiques

(taux, titres, indices, etc.), ils portent sur un sous-jacent plus délicat à cerner puisqu'il s'agit du risque de crédit. Les techniques des produits dérivés appliquées à ce sous-jacent particulier permettent à ces produits d'apprécier le risque de crédit de manière très variée. Il peut ainsi s'agir du risque de crédit lié à un titre ou à un ensemble de titres donnés (les obligations de référence) d'un émetteur donné (l'entité de référence). L'objet du contrat sera alors l'éventuelle dépréciation de ces actifs de référen-

ce lors de la survenance des événements définis comme caractérisant la survenance du risque couvert par le contrat (les événements de crédit). La définition de ces événements peut elle-même être très variée puisqu'elle peut porter sur la seule entité de référence (insolvabilité) ou sur le défaut, la restructuration, la déchéance du terme ou autres événements défavorables affectant certains engagements de cette entité, ceux-ci étant généralement définis de manière plus large que les obligations de référence sur lesquelles porte le contrat. Enfin, un même contrat peut offrir une protection sur un ensemble hétérogène de références de crédit, issues d'émetteurs multiples.

La remarquable variété de ces instruments dérivés de crédit rend leur qualification juridique délicate, ce qui explique les débats nourris sur cette question lors de leur apparition tant en France que dans d'autres systèmes juridiques. La similitude fonctionnelle de certaines formes de dérivés de crédit avec d'autres techniques de transfert des risques faisant l'objet de réglementations particulières a principalement focalisé ces débats au-

tour des thèmes de l'assurance, des jeux et paris (questions qui avaient déjà agité périodiquement la doctrine pour d'autres formes de dérivés) et des garanties.

DIFFÉRENCES AVEC
LE CONTRAT D'ASSURANCE

Un produit dérivé de crédit par lequel le vendeur de la protection s'engage à un versement monétaire en cas de survenance d'une faillite sur un émetteur donné, ou d'un défaut de paiement sur telle ou telle ligne obligataire de l'émetteur, est-il susceptible d'être requalifié en contrat d'assurance ? La question était d'autant plus délicate que le Code civil s'abstient de toute définition du contrat d'assurance, bien qu'il y fasse plusieurs fois référence. La doctrine s'accorde cependant pour le distinguer par les trois éléments caractéristiques que sont le risque, la prime et la prestation de l'assureur.

- Le risque : la diversité des risques susceptibles d'être couverts par des dérivés en général et des dérivés de crédit en particulier, permet de distinguer ces produits de ceux proposés par les assureurs. Cependant les risques couverts par les dérivés répondent bien à la définition classique de l'évènement incertain et indépendant de la volonté des parties couvert par les contrats d'assurance.

- La prime : les différences sensibles dans les modalités de rémunération des deux types de contrats sont plus formelles que substantielles.

- La prestation de l'assureur : c'est là sans doute que réside la première différence fondamentale entre le produit dérivé et le contrat d'as-



PIERRE GISSINGER
Avocat associé
Allen & Overy

assurance, ce dernier ayant essentiellement pour objet d'indemniser une perte subie par l'assuré. En raison du caractère fondamentalement abstrait du dérivé de crédit, ce principe indemnitaire de l'assurance n'a pas d'équivalent dans les contrats dérivés dans lesquels les versements dus par le vendeur de la protection ne sont en aucun cas subordonnés à la constatation d'un préjudice ou d'une perte effective de son acheteur. Ce principe indemnitaire s'oppose ainsi à l'utilisation des produits d'assurance à des fins spéculatives ou même d'arbitrage, alors qu'il s'agit-là de deux fonctions essentielles des dérivés de crédit comme des autres produits dérivés.

Au-delà de ces éléments de définition classiques, la doctrine reconnaît que toute opération d'assurance a pour objet de mettre en œuvre une solidarité des assurés par la mutualisation des risques, où l'assureur se trouve en fin de compte un intermédiaire chargé de gérer le fonds commun des primes. Ce principe ne s'applique pas pour les opérations de dérivés de crédit. En effet, le vendeur du dérivé de crédit, s'il a un rôle d'intermédiation, s'impliquera éventuellement entre l'acheteur de la protection et les établissements auxquels il transférera une partie de son risque par la même technique de dérivés de crédit, mais en aucun cas, à l'égard de la collectivité des établissements exposés sur l'émetteur du titre sous-jacent.

LA CONFUSION ENTRE DÉRIVÉS DE CRÉDIT ET GARANTIES

Deux considérations non juridiques semblent avoir favorisé la confusion entre les dérivés de crédit et les garanties. Il s'agit d'abord, comme pour l'assurance, du fait que certains dérivés de crédit peuvent être déclenchés par un défaut de paiement au titre d'obligations contractuelles de l'entité de référence. Ensuite, l'inadaptation des réglementations à ces techniques nouvelles a souvent conduit à les

assimiler aux garanties pour les besoins de leur application : tel a souvent été le cas, en particulier, des réglementations prudentielles concernant les fonds propres des banques qui ont conduit à une assimilation pure et simple des protections dérivées du portefeuille bancaire à des garanties.

Pourtant, les éléments distinctifs entre ces deux techniques sont nombreux. En premier lieu, un garant est généralement lié d'une manière ou d'une autre au débiteur. Sa garantie a pour objet de rehausser le crédit de ce débiteur dans les relations de ce dernier avec les tiers. La corrélation des risques de crédit qui existe entre garant et débiteur permettra souvent, par exemple, au bénéficiaire de rehausser son risque du niveau d'une filiale à celui d'un groupe. L'utilité du dérivé de crédit est tout autre : le vendeur de protection n'étant le plus souvent aucunement lié au débiteur, l'absence de corrélation des risques de crédit en permet un véritable transfert et non pas un simple rehaussement. Il en résulte que la garantie est émise à la demande ou dans l'intérêt du débiteur, alors que ce dernier est totalement absent des relations contractuelles liant vendeur et acheteur de la protection au titre d'un dérivé de crédit.

Le caractère essentiellement « triangulaire » des garanties, est d'ailleurs bien présent dans la définition des engagements par signature figurant à l'article L. 313-1 du Code monétaire et financier (le « Code »). Le caractère fondamentalement abstrait du produit dérivé le distingue également de la plupart des garanties qui présentent un caractère accessoire à la dette garantie. Compte tenu du caractère accessoire du cautionnement, la caution ne pourra être tenue au-delà de l'obligation principale du débiteur et, sauf en matière de cau-

tionnement solidaire, ne pourra être recherchée en paiement par le créancier que si le débiteur a été préalablement discuté dans ces biens. Le caractère accessoire existe également en matière d'aval, puisque le donneur d'aval est celui qui garantit le paiement effectif d'un effet. Rien de tel en matière de dérivés de crédit puisque le vendeur de la protection ne se substitue aucunement au débiteur dans l'exécution de ses engagements et que ses obligations sont totalement déconnectées des éventuelles conséquences économiques que peut avoir la défaillance de l'entité de référence pour l'acheteur de la protection.

On pourrait objecter que ce caractère accessoire n'est pas présent dans toutes les garanties, puisque la validité des garanties autonomes ou à première demande est aujourd'hui bien établie. Pourtant, la distinction entre les dérivés de crédit et ce type de garanties est encore plus nette qu'avec le cautionnement. Le fait générateur de l'obligation de payer du garant à première demande ne réside pas dans la défaillance du débiteur, cet événement qui a pu cristalliser l'assimilation erronée des deux types de contrats ; ce fait générateur réside, comme le reconnaît la jurisprudence, dans l'engagement même du garant de s'exécuter à première de-

L'article L. 211-1



La pratique désigne sous l'expression « produits dérivés » ce que l'article L. 211-1, paragraphe II du Code monétaire et financier définit comme « instruments financiers à terme ».

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'options d'achat ou de vente d'instruments financiers.
6. Tous autres instruments de marché à terme.

mande. En ce sens, les dérivés de crédit ne présentent pas plus de similitudes avec les garanties à première demande qu'avec tout autre engagement contractuel de payer.

Il résulte également du caractère accessoire et essentiellement triangulaire de la garantie une série de conséquences juridiques qui sont totalement absentes des opérations

“ Il résulte également du caractère accessoire et essentiellement triangulaire de la garantie une série de conséquences juridiques qui sont totalement absentes des opérations dérivés de crédit. ”

dérivés de crédit. Ainsi, le recours après paiement du garant contre le débiteur fondé sur la notion de subrogation ne trouve pas à s'appliquer en matière de dérivés de crédit puisque, en versant le montant dû à l'acheteur de la protection, son vendeur ne fait précisément qu'exécuter son propre engagement librement contracté au titre du contrat qui lie les parties.

Enfin, la doctrine a relevé les différences importantes de caractères des deux types de contrat, le dérivé de crédit étant un contrat synallagmatique conclu non intuitu personae, alors que le contrat de garantie est essentiellement unilatéral et intuitu personae.

UN INSTRUMENT FINANCIER
À TERME : UNE QUALIFICATION
ADAPTÉE...

Les diverses qualifications alternatives proposées pour les dérivés de crédit se révèlent incapables de rendre compte ni de leur spécificité, ni de leur diversité. La doctrine s'est ainsi rangée à l'avis que ces instruments, négociés par des établissements financiers, devaient sans doute constituer des instruments financiers à terme au sens de l'article L. 211-1 II du Code (*encadré*),

qualification avantageuse puisqu'elle permet d'échapper à l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil.

Dans bien des cas, cette conclusion était moins dictée par une analyse positive des caractéristiques juridiques ressortant de cet article que par l'incapacité de trouver une qualification plus adéquate. Il est vrai que ce texte se présente plus comme une énumération de pratiques de marché que comme une véritable définition des éléments caractéristiques des instruments. Pourtant, il faut bien tenter de l'analyser en termes juridiques avant de se prononcer de manière définitive sur la qualification juridique des dérivés de crédit.

Deux remarques nous semblent à cet égard importantes : les rédacteurs de l'article qui définissait pour la première fois les instruments financiers à terme de la loi de modernisation des activités financières (loi du 2 juillet 1996) prirent soin d'en étendre la rédaction à l'ensemble des dérivés courants, et surtout de lui ôter tout caractère limitatif en englobant « tous autres instruments de marché à terme ». Ainsi, la nature des sous-jacents sur lesquels peuvent porter des instruments financiers à terme importe peu à leur qualification. Les contrats mentionnés sont d'ailleurs éloquentes à cet égard puisque s'y mêlent sous-jacents traditionnels en matière financière (effets, valeurs mobilières, indices, devises, taux d'intérêts ou autres instruments financiers) et sous-jacents non financiers (marchandises et denrées). Il ne fait donc guère de doute que la qualification d'instrument financier à terme ne peut être écartée en raison de la nature spécifique du sous-jacent d'un contrat.

La deuxième remarque concerne la notion de terme : bien que non définie par ce texte, c'est elle qui caractérise essentiellement les instruments financiers à terme.

Cette période de temps entre la conclusion du contrat et son exécution a une signification particulière pour les instruments financiers à terme, liée au caractère aléatoire de ces contrats. C'est en effet pendant cette période de temps que vont se dérouler les évolutions de valeur des références sous-jacentes qui vont permettre la détermination des obligations respectives des parties qui sont l'objet même du contrat. C'est parce que ces évolutions sont la justification même de la conclusion de l'instrument financier à terme que l'on peut les distinguer d'autres contrats donnant lieu à des obligations à terme. Les dérivés de crédit sont, à cet égard, en tous points semblables aux autres contrats visés par l'article L. 211-1 II du Code, en ce que leur objet même est l'évolution de la valeur de ce sous-jacent, en l'occurrence le crédit d'une entreprise sur une période de temps déterminée, ce crédit étant mesuré contractuellement par les variations objectives de la valeur de marché des obligations de référence.

... ET UN RÉGIME JURIDIQUE
ADÉQUAT

La qualification d'instruments financiers à terme pour les dérivés de crédit ne se justifie donc pas à défaut de mieux mais bien, à notre sens, par une identité profonde entre les caractéristiques juridiques de ces instruments avec ceux visés à l'article L. 211-1 II du Code.

Pour conclure, ces instruments bénéficient d'un régime juridique logique qui répond de manière adéquate tant aux impératifs de protection du public (monopoles des prestataires de services d'investissement pour les services portant sur ces instruments, règles de bonne conduite, réglementation et supervision des marchés), qu'aux besoins des opérateurs (sécurité juridique, notamment par l'application des textes sur la résiliation-compensation et la « collatéralisation »).