

Les dérivés de crédit : vers une approche juridique



Gilles Kolifrath
Responsable du service juridique
des opérations de marché
BNP

Les banques américaines ont mis au point au début des années 1990 une nouvelle catégorie d'instruments financiers pour gérer le risque de crédit : les «dérivés de crédit». Ces instruments permettent de transférer un risque de crédit d'une contrepartie vers une autre. Depuis deux ans, le marché des dérivés de crédit s'est fortement développé, animé par les banques d'investissements américaines et par de grandes banques commerciales. Sur la base des montants nominaux traités, l'encours du marché serait actuellement estimé à 350 milliards de dollars pour 1998 et devrait, selon un rapport de l'association bancaire des banques anglaises publié le 4 septembre 1998, doubler d'ici à l'an 2000.

Ce marché constitué d'opérations diverses et complexes, a encore besoin toutefois de certaines clarifications pour continuer de se développer. Les principales incertitudes freinant ce développement relèvent, en effet, de l'analyse juridique de ces produits et de leur analyse prudentielle pour les établissements de crédit.

Par conséquent, l'objet de cette étude consistera à dresser une typologie des principaux dérivés de crédits et à procéder à leur analyse juridique afin de montrer leur ressemblance avec des catégories juridiques bien connues.

On pourra définir schématiquement deux grandes familles de dérivés de crédit : les titres de créances intégrant un risque de crédit sur une entité de référence autre que l'émetteur (*credit linked notes*) et les dérivés de crédit qui permettent le transfert de risque de crédit d'une contrepartie vers une autre sans être des titres de créance. Ces derniers sont le plus souvent réalisés sous la forme de swap ou d'option. Ce sont ces produits qui retiendront plus particulièrement notre attention.

On dénombre actuellement, selon la terminologie anglo-saxonne, trois catégories de crédits dérivés qui ne sont pas des titres de créances, les *credit spread options*, les *total return swaps* et les *credit event swaps*. Compte tenu de la diversité des modalités qu'ils peuvent revêtir, leur qualification juridique est étroitement dépendante des termes utilisés dans leur formulation contractuelle.

Nous savons aussi qu'il ressort de l'histoire des produits dérivés que la standardisation de la documentation participe fortement au développement du marché et à la sécurisation juridique de celui-ci. Or cette standardisation, bien qu'encore partielle, est en passe de s'accomplir puisque l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) et l'AFB (Association française des banques) ont toutes deux publié un modèle pour conclure des dérivés de crédit (1).

La qualification juridique des dérivés de crédit consiste donc aujourd'hui à présenter ces instruments, lorsqu'ils ne sont pas des titres de créance, comme des instruments financiers à terme relevant de l'article 3 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (ci-après dénommée «la Loi») (I). La qualification de ces dérivés de crédit en instruments financiers à terme n'exclut pas toutefois de prendre certaines précautions avant leur conclusion (II).

I Les dérivés de crédit : quelle qualification juridique ?

La doctrine qualifie aujourd'hui majoritairement les dérivés de crédit d'instruments financiers à terme (A). Cette qualification paraît exclusive d'une autre qualification (B).

A - Des instruments financiers à terme

1. Les dérivés de crédit : quels produits ?

L'appellation «dérivés de crédit» couvre différents instruments. Nous pouvons identifier trois types de dérivés de crédit à partir desquels certaines variantes de produits peuvent être construites : les *credit default swaps*, les *credit spread forwards*, ces deux derniers instruments pouvant aussi se décliner sous forme d'options et les *total return swaps* (2). La terminologie française qui a été retenue lors de travaux

sur les dérivés de crédit à l'AFB pour ces produits est la suivante : les dérivés sur événement de crédit, les dérivés sur écart de taux et les dérivés de transfert de rendement.

Le dérivé sur événement de crédit est fondé sur un mécanisme de défaillance. En effet, le vendeur de risque reçoit, contre paiement d'un montant payé à l'acheteur du risque, en cas de réalisation d'un événement de crédit, le paiement d'une somme (le plus souvent un différentiel égal au cours initial de l'actif de référence moins le cours final de celui-ci, mais cela peut aussi être un montant fixe déterminé lors de la conclusion de l'opération ou encore le prix de marché de cet actif lors de la réalisation de cet événement de crédit) ou la livraison d'un sous-jacent de référence. Le vendeur du risque est assimilé à l'acheteur de protection et vice et versa. L'obligation qui naît à la charge du vendeur de protection survient de manière classique en cas de défaillance du débiteur de référence ou de façon plus générale en cas de survenance d'un événement de crédit prévu par le contrat. Ces événements sont ceux que l'on retrouve de manière classique dans des contrats de crédit ou d'émissions d'euro-obligations. On peut citer par exemple la dégradation de la notation du débiteur, l'inexécution d'une obligation contractuelle, le non-respect de certains ratios financiers et bien sûr le défaut de paiement ou la «faillite» du débiteur.

Le dérivé sur écart de taux est une opération par laquelle on vise à couvrir un risque sur un écart entre deux taux de rendement, celui d'un actif financier (par exemple une obligation d'Etat) et celui d'un autre actif financier (par hypothèse une obligation de moins bonne qualité). La référence servant de base à l'appréciation de l'écart sera parfois aussi constituée par un indice représentatif de la performance d'un panier de dettes ou par un taux d'intérêt (comme le Pibor ou l'Euribor) majoré d'un certain nombre de points de base. Dans ces opérations, le vendeur de protection est tenu d'exécuter ses obligations (livraison de titres ou paiement d'une somme d'argent) lorsque l'écart de rendement entre l'actif risqué et celui d'un actif de référence moins risqué s'élargit. Selon les modalités de conclusion de l'opération, ce dérivé de crédit peut être assimilé soit à une option, soit à une opération d'échange de taux. Il peut également être fondé sur un mécanisme de défaillance.

Enfin, les dérivés de transfert de rendement d'une créance donnée permettent de transférer entre deux parties l'intégralité de l'appréciation ou de la dépréciation d'un sous-jacent de référence. Une partie A verse à une partie B, pour une période considérée, tous les revenus générés par l'actif sous-jacent de référence. La partie B elle, verse à la partie A pour cette même période, une rémunération convenue lors de la conclusion de l'opération, majorée de la dépréciation du sous-jacent de référence.

2. Les dérivés de crédit : des instruments financiers à terme

La présentation par l'ISDA des dérivés sur événement de crédit sous forme de confirmation d'une opération de swap et donc de produit dérivé n'est pas neutre.

En effet, on sait qu'une telle qualification en droit français permet aux parties qui concluent ce type d'opération de recourir aux dispositions des articles 46 et 52 de la Loi. L'article 46 permet d'évacuer en droit français les incertitudes relatives au jeu et au pari (3). L'article 52 permet, sous certaines conditions, de bénéficier des dispositions propres à la résiliation et à la compensation des opérations sur instru-

ments financiers à terme (4). Pratiquement, cela signifie que ces opérations devront être conclues dans le cadre de la convention-cadre AFB relative aux opérations de marché à terme (dont la dernière version date de 1994) ou de la Convention ISDA (dont la dernière version date de 1992) (5). Il convient aussi de souligner qu'il sera nécessaire, à l'instar des autres produits dérivés, de rédiger une confirmation (se référant à la convention-cadre) qui décrira précisément les caractéristiques financières du produit.

A l'instar des travaux réalisés par l'ISDA, on peut noter que les dérivés de crédit peuvent comme nous l'avons constaté prendre des formes variées et ont de nombreuses caractéristiques communes avec les produits dérivés. Or, la doctrine française sur les produits dérivés a mis en avant certaines caractéristiques de ces contrats que l'on retrouve également dans les contrats de dérivé de crédit (6). Les contrats sur produits dérivés sont des contrats consensuels et non formels. On remarquera que la plupart des contrats de place confirment ce principe en précisant que le contrat est formé dès l'échange des consentements. Il n'en va pas différemment pour les dérivés de crédit. Les produits dérivés sont des contrats synallagmatiques. Si cette qualification ne fait pas de doute pour les contrats de dérivés de transfert de rendement et sur écart de taux, retrouve-t-on cette caractéristique dans les dérivés sur événement de crédit ? Il semble que oui, dans la mesure où le paiement conditionnel dû par le vendeur de la protection a pour cause l'engagement de l'acheteur de la protection de lui verser une prime ou un certain montant. Nous ne nous étendrons pas sur le caractère onéreux de ces contrats, ni sur le fait qu'ils soient des contrats à durée déterminée et à exécution successive, pour s'interroger sur le fait de savoir si ces contrats sont des contrats *intuitus personae*. Il ne semble pas que les contrats sur produits dérivés comme les contrats de dérivés de crédit le soient. Par contre les dérivés de crédit sont bien des contrats aléatoires comme les contrats sur produits dérivés.

La question se pose aussi de savoir si le fait que les dérivés de crédit portent sur un risque de crédit et non pas sur un taux d'intérêt ou de change, la valeur d'un indice ou une valeur mobilière, comme les produits dérivés «classiques», permet de les exclure de la catégorie juridique constituée depuis 1996 par les instruments financiers à terme. La réponse ne semble pas faire de doute et est négative. En effet, l'article 3 de la Loi définit les instruments financiers à terme, non pas d'une manière conceptuelle mais, en en donnant une liste non exhaustive et non limitative (7). On y trouve bien sûr les swaps et les options.

Les travaux parlementaires de la loi du 2 juillet 1996 (8) plaident enfin en faveur du rattachement des dérivés de crédit à la catégorie des instruments financiers à terme puisqu'ils précisent qu'à la catégorie des contrats financiers à terme de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme (qui a été reprise à l'article 3 de la Loi), vient s'ajouter une catégorie «balai» qui vise cette fois tous les instruments de marché à terme. La notion d'instrument financier à terme au sens de la Loi est donc désormais déconnectée de la nature de l'actif sur lequel il peut porter. Il est seulement nécessaire qu'il s'agisse d'une opération à terme au sens que le droit français attribue classiquement à cette expression, pour que celle-ci puisse être qualifiée d'instrument financier à terme.

Cette volonté du législateur d'élargir les catégories d'instruments financiers à terme se retrouve d'ailleurs explicitement dans le texte de l'article 3 de la Loi en dehors de

cette catégorie «balai». A titre d'illustration, on peut penser en effet, que l'article 3.3° n'a pas voulu retenir la notion d'échange du code civil qui porte uniquement sur des choses (9), mais plutôt celle de la technique financière du contrat d'échange, c'est-à-dire le swap. La formulation générale de cet alinéa 3 qui vise les contrats d'échange sans que la notion de sous-jacent échangé soit précisée vient renforcer cette idée. L'article 3.5° autorise lui aussi et expressément de conclure des options sur tous les instruments financiers (10) ce qui n'était pas le cas de la loi de 1885.

Si les dérivés de crédit sont des instruments financiers à terme, à quelle catégorie d'instrument financier à terme se rattachent-ils ?

Sur le plan de la mécanique financière, on peut aisément présenter une opération sous forme de swap ou d'option. On pourra remarquer de manière intéressante que l'AFB a intitulé son additif technique : opération sur événement de crédit, alors qu'une lecture rapide de la confirmation fait plutôt ressortir que celle-ci utilise une terminologie propre aux échanges de conditions de taux d'intérêt ou de devises (swap de taux ou de devise). Quant à la confirmation publiée par l'ISDA, elle se réfère expressément à un swap.

Les dérivés sur événement de crédit peuvent donc entrer soit dans la catégorie des contrats d'échange ou des contrats d'options, soit entrer dans la catégorie générique des contrats financiers à terme. Si le sous-jacent de référence est un titre, (par exemple une valeur mobilière) l'instrument considéré peut s'analyser comme «*un contrat financier à terme sur... valeurs mobilières...*» relevant de l'article 3.1° de la Loi. Si le sous-jacent de référence n'est pas un titre (par exemple un prêt), l'instrument considéré peut s'analyser comme un «*contrat d'échange*» relevant de l'article 3.3° de la Loi, puisque qu'il n'y a aucune précision quant à la nature d'un sous-jacent de référence pour les contrats d'échange.

Les dérivés sur écart de taux peuvent, selon les modalités de conclusion de l'opération, être assimilables soit à un contrat d'option, soit à un contrat d'échange de taux. Si l'opération a une forme optionnelle, elle entre dans le champ d'application de l'article 3.5° de la Loi qui vise tout «*contrat d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers*». Si l'opération est conclue sous forme de contrat à terme, elle relève dans ce cas de l'article 3.2° de la Loi qui vise les «*contrats financiers à terme sur taux d'intérêt*» ou même de l'article 3.3° qui vise «*les contrats d'échange*» de toute nature.

Les dérivés de transfert de rendement ont un mécanisme identique à celui des opérations d'échange sur indice. Ainsi, soit l'opération entre dans le champ d'application de l'article 3.1° de la Loi «*contrat financier à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises...*», soit de l'article 3.3° de la Loi «*contrat d'échange*».

Après avoir conclu à la qualification d'instrument financier à terme des dérivés de crédit, nous pouvons maintenant nous demander si cette qualification est exclusive de toute autre qualification juridique.

B - Exclusion d'une autre qualification juridique

Si cette question se pose pour les dérivés de crédit, elle se pose par analogie pour l'ensemble des autres produits dérivés.

1. Une opération d'assurance ?

On s'interroge fréquemment sur le fait de savoir si un dérivé de crédit ne constitue pas une opération d'assurance (11). Or, bien que le code civil y fasse plusieurs fois référence, celui-ci ne comporte pas de définition de l'opération d'assurance. Le code des assurances n'en donne lui non plus aucune. Ce sont donc la doctrine et la jurisprudence qui définissent les critères d'une opération d'assurance (12).

Avant de les examiner, rappelons les sanctions encourues en cas de requalification d'un dérivé de crédit en opération d'assurance. Les opérations d'assurance relèvent du monopole des compagnies d'assurance dont le non-respect est pénalement répréhensible. En effet, l'exercice illégal de l'activité d'assurance est sanctionné par l'article L. 310-27 du code des assurances. Cet article prévoit une peine d'emprisonnement et une amende qui, pour une personne morale, peut atteindre cinq ans et un montant de 2 500 000 francs en plus de la fermeture de l'établissement. Par ailleurs, les contrats souscrits en infraction de l'article L. 310-2 du code des assurances, qui définit les caractéristiques des entreprises pouvant pratiquer les opérations d'assurance, sont frappés de nullité.

Le contrat d'assurance est un contrat par lequel l'assureur s'oblige, moyennant une rémunération appelée prime, à indemniser une autre personne, l'assuré, des dommages qu'elle peut éprouver par suite de la réalisation de certains risques concernant sa personne ou ses biens. Il correspond à l'approche juridique de l'opération d'assurance et met l'accent exclusivement sur la relation entre l'assureur et l'assuré. Il s'insère dans l'opération d'assurance, plus large, qui repose sur un élément technique fondamental : la mutualisation des risques (13). L'opération d'assurance s'inscrit ainsi dans une technique collective de partage du risque par une pluralité d'assurés qui contribuent ensemble, par le paiement de leurs primes, au règlement des sinistres affectant certains d'entre eux.

Nous ne nous étendons pas sur les subtilités de la technique de mutualisation des risques dans les opérations d'assurance, mais il est intéressant d'étudier la notion de principe indemnitaire et le principe de l'intérêt d'assurance qui constituent les fondamentaux d'un contrat d'assurance. Le principe indemnitaire repose sur l'idée selon laquelle l'assurance de biens est un contrat d'indemnité et qu'elle ne doit procurer à l'assuré aucun bénéfice. Seul le dommage réellement subi doit être réparé. Le fondement de ce principe doit être recherché, en particulier, dans le refus de transformer les opérations d'assurance en opérations spéculatives (article L. 121-1 du code des assurances). Le principe de l'intérêt d'assurance pose la règle selon laquelle le bénéficiaire de l'assurance doit avoir un intérêt direct ou indirect à ce que le risque ne se réalise pas (article L. 121-6 du code des assurances).

Il convient donc, à la lumière des caractéristiques d'une opération d'assurance telles qu'exposées ci-avant, de déterminer si un dérivé de crédit et plus particulièrement un dérivé sur événement de crédit, peut constituer une opération d'assurance. En effet, ce dernier présente le plus de similitudes avec un contrat d'assurance (14) : on retrouve ici le paiement d'un flux (que l'on pourrait considérer être une prime) contre versement d'un certain montant (à titre de couverture ?) en cas de réalisation d'un événement (d'un dommage ?) pour couvrir un risque (une perte ?).

Mais ces similitudes avec un contrat d'assurance suffisent-elles pour craindre un risque de requalification de l'opération considérée en opération d'assurance ? Il semble que

non, même si un tel risque ne peut être écarté systématiquement, dans la mesure où il conviendra de se prononcer au regard des spécificités d'une opération donnée (15).

Comme certains auteurs (16) l'ont souligné à propos d'autres produits dérivés (*cap, floor* et *collar*), deux éléments, au moins, concourent à affirmer les différences entre un dérivé sur événement de crédit et une opération d'assurance : la mutualisation des risques et la fonction de spéculation ou de couverture. La technique de l'assurance a essentiellement pour objet de mettre en œuvre une solidarité entre assurés par la technique de la mutualité qui permet de répartir les risques au sein de la communauté des assurés. Il ne peut donc, en principe, jamais y avoir d'opération d'assurance à l'état isolé, limité à un seul risque. On pourrait par contre s'interroger si de nombreuses opérations étaient conclues ! Un dérivé sur événement de crédit ne peut être appréhendé que sous une double fonctionnalité : une fonction de couverture ou une fonction de spéculation. Or cette fonction de spéculation d'un dérivé sur événement de crédit permet de le distinguer fondamentalement d'une opération d'assurance. En effet, elle fait radicalement échec au principe indemnitaire défini au point ci-dessus.

Par ailleurs, dans un dérivé sur événement de crédit, le principe de l'intérêt d'assurance ne semble pas, là aussi, être respecté dans la mesure où un acheteur de ce produit peut très bien avoir intérêt (ce peut être même la finalité de son engagement) à ce que le risque couvert se réalise pour bénéficier de l'indemnité décrite au contrat. Mais qu'en est-il si, justement, on ne retrouve pas ces caractéristiques qui permettent d'éviter une classification en opération d'assurance ? Il semble que l'argument qui l'emporte dans ce cas soit le fait que l'on puisse classer les dérivés de crédit dans la catégorie des instruments financiers à terme de l'article 3 de la Loi (17).

Pour toutes ces raisons, il est raisonnable de penser qu'un dérivé sur événement de crédit ainsi que les autres catégories de dérivé de crédit ne devraient être assimilés ni à un contrat d'assurance ni à une opération d'assurance. Il convient de rappeler, toutefois, que cette analyse ne concerne que le droit français et qu'elle n'est d'aucune manière transposable dans un droit étranger. Remarquons que la question a été posée en droit anglais et que la réponse est là aussi négative (18).

2. Une garantie ?

On ne sait pas très bien si la notion de garantie doit être considérée comme un synonyme de la notion de sûreté ou si l'on doit lui prêter une acceptation plus large (19). Une sûreté est une prérogative superposée aux prérogatives ordinaires du créancier par le biais d'un contrat, de la loi, ou d'un jugement et qui a pour finalité juridique exclusive de le protéger contre l'insolvabilité de son débiteur (20). On retiendra donc du concept de sûreté, l'idée de l'augmentation des chances d'un paiement à l'échéance. Si la notion de garantie est plus large que celle de sûreté, on y retrouve toutefois principalement cette même idée de paiement d'une somme à l'échéance en garantie d'une opération économique. C'est le cas par exemple de la garantie indépendante, sûreté personnelle par excellence.

Il convient donc de s'interroger sur le fait de savoir si les dérivés de crédit peuvent être assimilés à des sûretés ou à des garanties. Il ne semble pas que l'on puisse faire de comparaison entre les dérivés de crédit et les sûretés réelles du

type privilège ou hypothèque, nantissement, gage espèce, etc., car ces sûretés sont définies de manière différente par une disposition législative particulière.

On peut s'interroger par contre sur le fait de savoir s'il n'existe pas de risque de requalification d'un dérivé de crédit en une sûreté personnelle. En effet, il semble que les dérivés sur événement de crédit présentent certaines ressemblances économiques avec les sûretés personnelles les plus utilisées, à savoir le cautionnement et la garantie à première demande (21).

Il ne semble pas toutefois que le dérivé sur événement de crédit puisse être qualifié de cautionnement. Le cautionnement est un contrat consistant en l'engagement personnel au profit du créancier d'une personne dénommée caution, d'exécuter l'obligation du débiteur principal si celui-ci ne satisfait pas à ses engagements. Le cautionnement est un engagement à caractère accessoire que seul le propriétaire de la créance cautionnée peut mettre en jeu. Il est régi par les articles 2011 et suivants du code civil.

Le dérivé sur événement de crédit diffère du cautionnement en ce que, si le défaut de paiement est effectivement le cas le plus commun de mise en jeu d'un dérivé sur événement de crédit, les événements donnant naissance à une obligation de paiement au titre du dérivé sur événement de crédit vont bien au-delà en général du seul défaut de paiement. Les cas de mise en jeu incluent en effet des événements tels que la dégradation de la notation du débiteur de référence, le non-respect de certains ratios, ou de certaines obligations résultant du contrat de prêt servant par exemple de sous-jacent de référence.

Le dérivé sur événement de crédit ne présente pas non plus le caractère d'accessoire à une créance, puisque les relations contractuelles entre le vendeur de protection et l'acheteur de protection sont distinctes de celles existant entre l'acheteur de protection et le débiteur de référence. Même si le terme «dérivé» peut être proche de la notion d'accessoire, la jurisprudence ne voit pas semble-t-il une indivisibilité entre le sous-jacent et le dérivé. Lors d'une affaire relative aux options de taux (*cap, floor*) la cour d'appel de Versailles a approuvé la décision des juges du fond qui statuait ainsi : «*les contrats de garantie de taux plafond et plancher conclus entre les parties ne contiennent aucune stipulation liant ces conventions aux contrats de prêts ou d'ouverture de crédit*» (22).

Le dérivé sur événement de crédit diffère enfin du cautionnement par le fait que la caution peut opposer au créancier toutes les exceptions que le débiteur principal peut lui opposer, c'est-à-dire notamment les vices de la créance, la prescription, le bénéfice des remises de dette et la compensation. Or, l'opposabilité de telles exceptions par le vendeur du dérivé sur événement de crédit à sa contrepartie est tout bonnement antinomique avec la notion même de dérivé sur événement de crédit.

Qu'en est-il maintenant des dérivés de crédit et des garanties indépendantes ? Encore appelée garantie inconditionnelle, ou garantie automatique ou autonome, la garantie à première demande est un engagement de payer une somme déterminée, donné à l'occasion et en garantie d'une opération économique mais rendu indépendant de cette opération par l'inopposabilité au bénéficiaire des exceptions inhérentes à celle-ci. Les garanties indépendantes sont issues de la pratique comme les lettres d'intention. L'expression de la volonté de leur signataire n'a d'autre limite que le respect des

règles du droit commun. La garantie indépendante fut reçue en Angleterre en Common Law dès les années soixante-dix. En France la discussion sur le principe de son admission s'apaisa au tournant des années quatre-vingt. Sa reconnaissance par la jurisprudence et sa validité juridique n'ont en effet, été consacrées par un arrêt de la Cour de cassation que le 20 décembre 1982 (23). Cette consécration concourt à la banalisation de leur emploi.

Le mécanisme de dérivé sur événement de crédit est sans doute la catégorie de dérivé de crédit la plus proche de la garantie à première demande. Dans une opération de dérivé sur événement de crédit, à la manière d'un tirage sur garantie, en cas de survenance de l'un des événements prévus au contrat et indépendamment de toute autre considération, l'acheteur de protection notifie cet événement à sa contrepartie, ce dernier lui payant alors le montant convenu lors de la conclusion de l'opération. Mais cela est-il suffisant pour qualifier le dérivé sur événement de crédit de garantie à première demande ?

La finalité d'une garantie à première demande, comme celle de toute sûreté, est d'améliorer la situation d'un créancier sans l'enrichir. Les dérivés sur événement de crédit permettent eux aussi d'améliorer la situation d'un créancier, mais ils couvrent en général davantage un risque de crédit que la créance elle-même. Ce n'est pas non plus exclusivement l'inexécution des obligations d'un débiteur qui enclenche le paiement d'une protection, mais davantage un risque lié à une entité de référence (tel que défini dans l'additif AFB), comme la faillite, la baisse de notation, etc., de celle-ci.

Dans une garantie à première demande, le garant est appelé en principe pour un montant au plus égal à la perte subie par le bénéficiaire dans le cadre de l'exécution du contrat de base. Ce n'est pas nécessairement le montant dont l'acheteur de risque peut être redevable en cas de survenance d'un événement de crédit.

Le paiement de la dette entraîne l'extinction de la créance dans une garantie à première demande, alors que les dérivés sur événements de crédit ne permettent pas forcément d'éteindre la créance, mais le plus souvent seulement une fraction de celle-ci correspondant à la dépréciation d'un sous-jacent de référence (cf. Additif AFB). De manière générale, dans les relations entre l'acheteur de protection et le débiteur de référence, la créance n'est pas éteinte, même si le vendeur de protection verse à l'acheteur de protection le montant de la perte (ou risque de perte) sur le sous-jacent de référence lorsqu'un événement de crédit se produit.

Une garantie à première demande enfin est un contrat sui generis. Même s'il n'est pas prévu par la loi, il apparaît comme un produit résultant de la volonté contractuelle des parties. La jurisprudence de la Cour de cassation souligne en effet, qu'un engagement à première demande est régi «par les seules dispositions de la lettre de garantie» (24). A contrario, il semble donc difficile d'y voir une garantie lorsqu'il n'y a pas l'intention des parties d'en conclure une. Or l'additif technique publié par l'AFB exclut expressément la qualification du dérivé sur événement de crédit en garantie.

Il semble donc que l'analyse qui consiste à considérer les dérivés sur événement de crédit comme une garantie à première demande, correspond davantage à une approche économique qu'à une qualification juridique de ces instruments.

II Les dérivés de crédit, quelles précautions prendre avant leur conclusion ?

Il conviendra de prendre certaines précautions au regard de l'obligation de confidentialité et du secret bancaire et de respecter la réglementation boursière avant de conclure des dérivés de crédit (A). L'utilisation des modèles de confirmation publiés par les instances professionnelles permettent de donner à leurs utilisateurs un certain confort à cet égard (B).

A - Précautions à prendre avant la conclusion d'une opération sur dérivé de crédit

1. L'obligation de confidentialité

Le sous-jacent de référence objet d'un dérivé de crédit n'a pas nécessairement la même nature abstraite qu'un taux ou un indice. Cela peut aussi être un titre ou un prêt. Ce sous-jacent se réfère également à une entité de référence identifiée, à laquelle sont applicables des événements de crédit qui affectent ce sous-jacent de référence ou l'entité de référence elle-même. La «personnalisation» de cette entité de référence peut donc entraîner des difficultés, sauf si les événements de crédit s'y rapportant sont «publics», comme par exemple la faillite ou la baisse de notation de l'entité de référence. L'acheteur et le vendeur d'un dérivé de crédit devront donc veiller à ne pas enfreindre une éventuelle obligation de confidentialité lorsque le dérivé de crédit porte sur une événement «privé», comme le défaut de paiement au titre d'un prêt par exemple. Dans une telle hypothèse, l'entité concernée serait dans l'obligation d'obtenir l'accord de l'entité de référence avant de divulguer les informations confidentielles à sa contrepartie (en cas de crédit syndiqué, l'accord des autres membres du syndicat serait sans doute également nécessaire).

Il conviendra donc d'être prudent et d'éviter qu'une partie puisse se prévaloir d'informations confidentielles sur l'entité de référence pour se faire régler par sa contrepartie le montant prévu dans la confirmation. Cette hypothèse peut se rencontrer par exemple dans les cas suivants : i) les événements de crédit sont rédigés dans la confirmation de telle manière qu'ils comprennent lesdites informations confidentielles, (ii) la partie concernée par l'exercice du dérivé de crédit a connaissance d'informations du fait de ses liens particuliers, en capital par exemple, avec l'entité de référence (entité dont le risque est transféré au titre du dérivé de crédit), (iii) la même partie concernée est engagée contractuellement envers l'entité de référence par la conclusion d'un contrat de prêt. Dans cette dernière hypothèse, l'entité concernée se verrait donc dans l'obligation préalable d'obtenir l'accord de l'entité de référence avant de divulguer les informations confidentielles à sa contrepartie. Mais il existe aussi des situations où l'on ne peut renoncer à cet engagement de confidentialité, comme par exemple dans le cadre d'un règlement amiable (25).

Il est donc clair que ce problème lié à l'obligation de confidentialité est étroitement rattaché à la définition des événements de crédit. En effet, si ces derniers ne sont déterminés qu'en fonction de critères «publiquement disponibles», ce qui est le cas des confirmations AFB et ISDA, l'éventuelle rupture d'un engagement de confidentialité ne sera pas en principe soulevée. Toutefois, la survenance de

l'événement de crédit considéré et sa publicité officielle ne sont pas forcément toujours concomitants. Par conséquent, la divulgation de l'événement de crédit en question avant sa publicité pourrait constituer une rupture d'un engagement de confidentialité.

2. Le secret bancaire

Il est admis aussi que le banquier est tenu par un devoir de discrétion au titre des informations confidentielles données par son client. Certaines législations étrangères ont très tôt sanctionné pénalement les infractions à cette obligation de confidentialité. Avec la loi bancaire de 1984, le droit français a adopté la même position. L'article 57 de cette loi énonce que «*tout membre d'un conseil d'administration et, selon le cas, d'un conseil de surveillance et toute personne qui à un titre quelconque, participe à la direction ou à la gestion d'un établissement de crédit ou qui est employée par celui-ci, est tenu au secret professionnel dans les conditions et sous les peines prévues par l'article 226-13 du nouveau code pénal*».

Le droit français autorise tout de même certaines exceptions à ce principe (26). Le secret bancaire couvre en effet les informations non publiques relatives aux relations du banquier avec ses clients. L'existence de relations d'affaires avec un client paraît aussi devoir échapper à l'obligation de confidentialité, sauf si le client a exprimé une volonté contraire.

Le banquier qui accorde un crédit à un client doit néanmoins tenir cette opération confidentielle. Or, l'achat par cette banque d'un dérivé sur événement de crédit ou d'un dérivé de transfert de rendement portant sur ce crédit imposerait en pratique à la banque de dévoiler son existence et ses termes financiers à sa contrepartie. Toutefois, comme nous venons de le voir, ces informations sont en principe couvertes par le secret bancaire. De la même manière, le banquier est tenu à une obligation de confidentialité sur les incidents de paiement qui interviennent durant la vie de ce crédit.

Ces principes semblent donc s'opposer à ce que la banque prêteuse achète une protection en ayant recours aux techniques des dérivés de crédit. Il est toutefois admis que le secret bancaire présente un caractère relatif. En effet, le client peut toujours autoriser le banquier à révéler certains éléments à une personne dénommée, voire au public en général. Il est par exemple concevable d'envisager que le banquier soit autorisé par la convention régissant l'opération de crédit à en dévoiler l'existence et les modalités pour les besoins de sa propre couverture. Dans d'autres situations, par exemple pour une émission obligataire cotée, il existe un prospectus d'information public. La dette étant cotée, ou la dette d'un débiteur dont les actions sont cotées, les informations financières relatives à ce débiteur étant alors publiques, l'obligation liée au secret bancaire devrait alors sauter. Remarquons aussi que cette difficulté n'est pas propre aux dérivés de crédit. On retrouve la même problématique dans d'autres opérations comme les sous-participations, les garanties ou l'assurance crédit.

3. La réglementation boursière et le délit d'initié

Cette catégorie d'infraction qui fait l'objet d'une réglementation rigoureuse tant en France qu'à l'étranger est de plus complétée par une jurisprudence abondante (27).

L'objet de cette étude n'est donc pas de présenter les différentes dispositions légales et réglementaires gouvernant la réglementation boursière ou le délit d'initié, mais de tenter

d'indiquer dans quelle mesure les termes d'une opération de dérivé de crédit pourraient être constitutifs, directement ou indirectement, d'une telle infraction.

S'il conviendra pour cela d'analyser les caractéristiques d'une opération donnée au moment de sa négociation, on peut remarquer de manière générale que s'agissant du délit d'initié, la réglementation française interdit à toute personne d'exploiter une information privilégiée sur le marché en achetant ou en vendant des titres d'un émetteur ou des produits financiers liés à ces titres, pour compte propre ou pour compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, par personne interposée. Une information privilégiée se définit comme une information communiquée à une entité à raison entre autres de la préparation et de l'exécution d'une opération financière et présentant les caractéristiques suivantes : une information non publique, qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur du contrat ou du produit financier de l'émetteur concerné.

Les hypothèses visées sont donc très diverses. Elles peuvent par exemple, être similaires à celles que nous avons évoquées en mentionnant le non-respect d'une obligation de confidentialité. Citons, à titre d'illustrations deux cas de figure : (i) une entité qui aurait accès à une information privilégiée, pourrait être tentée de contracter une opération de crédit dérivé pour se prémunir contre le risque de défaillance de l'entité de référence, (ii) les événements de crédit pourraient aussi être liés à la divulgation de cette information privilégiée.

Notons, par ailleurs, que les dérivés de crédit peuvent aussi contrevenir aux dispositions gouvernant d'autres délits boursiers. Par exemple, certains auteurs anglo-saxons ont avancé que le délit de *market manipulation* (manipulation de cours) pouvait être constitué lorsqu'une partie avait la possibilité d'agir sur la valeur du sous-jacent de référence. Il conviendra donc d'être particulièrement prudent avant de conclure un dérivé de crédit.

Il est utile toutefois de rappeler que la réalisation de ces délits n'est pas propre à la conclusion de dérivés de crédit et que l'utilisation des modèles de confirmation publiés par les instances professionnelles permettent en tous cas de donner à leurs utilisateurs un certain confort en la matière.

B - L'utilisation de modèles de confirmation publiés par les instances professionnelles

L'ISDA et l'AFB ont toutes deux publié un modèle de confirmation à ce jour.

1. La confirmation publiée par l'ISDA

L'ISDA a finalisé en décembre 1997 un modèle de confirmation pour les *credit swap transactions* et l'a publié en février 1998. Les travaux ont duré environ un an et demi, ce qui témoigne de la difficulté de l'exercice. L'ISDA devrait par la suite publier un modèle de confirmation de *total return swap*, un recueil de définitions et un guide de l'utilisateur.

Le groupe de travail a repris la structure classique d'une confirmation ISDA sur produits dérivés. Tout d'abord une courte introduction rappelle l'identité des parties et le contrat-cadre auquel l'opération est soumise ainsi que les recueils de définitions générales applicables. On remarquera que la confirmation peut être utilisée comme un contrat autonome (*stand alone*) qui n'est rattachée à aucun contrat-cadre.

- Le premier paragraphe permet de déterminer la date

de négociation, la date d'effet et la date d'échéance de l'opération. On y identifie le payeur du flux fixe et du flux variable, l'agent de calcul, le titre de référence (*Reference Obligation*) et son émetteur (*Reference Entity*) et les conventions de jours ouvrés applicables.

- Le deuxième paragraphe décrit le flux fixe de manière assez semblable à ce que l'on trouve dans un contrat d'échange de conditions d'intérêts.

- Le troisième paragraphe est un paragraphe essentiel dans cette confirmation. On y définit les obligations du payeur de flux variable, c'est-à-dire les conditions du paiement intervenant en cas de survenance d'un événement de crédit (*Credit Event*).

- Le quatrième paragraphe prévoit un facteur de déclenchement de la protection à échelle variable (*Materiality*).

- Le cinquième paragraphe prévoit les modalités de dénouement : versement en espèces ou livraison des titres de référence.

- Le sixième paragraphe identifie de la manière classique les comptes où sont domiciliés les paiements, les adresses de notifications.

- Le paragraphe sept contient les «dispositions diverses» et propose certaines clauses spécifiques. On y trouve une clause traitant de la substitution des titres de référence lorsque ceux-ci ne présentent plus une liquidité suffisante ou une clause de résiliation de la transaction en cas de remboursement de ce titre. Ce paragraphe permet également de formuler des déclarations supplémentaires comme l'absence de lien avec l'entité de référence (*Reference Entity*), ou que la conclusion de l'opération est réalisée pour des besoins d'investissement, de couverture ou d'intermédiation financière. Il y a une déclaration qui peut permettre à chaque partie de continuer à faire des opérations (commerciales, bancaires, etc.) avec l'entité de référence. On y retrouve aussi une déclaration qui rappelle l'absence d'obligation d'information particulière entre les parties sur cette entité. Il y est rappelé qu'à défaut de stipulations particulières, les informations obtenues par une partie sur l'entité de référence ne sont soumises à aucune obligation contractuelle de confidentialité. Une autre déclaration insiste sur le fait que les obligations de paiement ne sont nullement subordonnées à l'existence d'une exposition des parties au risque de crédit de l'entité de référence. Compte tenu de l'importance de la fiabilité des valorisations à effectuer, on y trouve enfin un mécanisme de résolution des litiges qui pourrait intervenir entre les parties. Le litige est alors soumis à l'arbitrage d'un tiers n'ayant pas d'intérêt propre à l'opération.

- Le huitième paragraphe liste les définitions des différents concepts utilisés.

- Enfin, le dernier paragraphe permet à chaque partie de signer la confirmation.

2. L'additif technique de l'AFB

L'additif AFB se décompose en une série d'articles présentant et expliquant le modèle de confirmation.

- L'article 1 donne la liste des définitions utilisées dans la confirmation. Citons par exemple la définition de l'«entité de référence» qui est l'entité (ou les entités) indiquées comme telles dans la confirmation à laquelle est applicable les événements de crédit. Le «sous-jacent de référence» est représenté par un ou plusieurs instruments financiers tels que déterminés dans la confirmation. L'«événement de crédit» est un événement comme la faillite, le défaut, le défaut de paie-

ment, la baisse de notation, la fusion, scission ou tout autre événement tel que prévu par les parties dans la confirmation et qui affecte le sous-jacent de référence ou l'entité de référence selon les cas. Le «défaut» est constitué par la survenance ou l'existence de tout événement autre qu'un défaut de paiement au titre d'une obligation de l'entité de référence portant sur un montant total, égal ou supérieur au seuil de déclenchement, qui a ou pourrait avoir pour conséquence l'exigibilité anticipée d'une obligation, après expiration des délais de grâce applicables, alors que le «défaut de paiement» est constitué par l'inexécution par l'entité de référence d'une obligation de paiement exigible au titre d'une obligation de l'entité de référence portant sur un montant total, égal ou supérieur au seuil de déclenchement, après expiration des délais de grâce applicables.

- L'article 2 définit les conditions préalables au paiement ou à la livraison. Si, entre la date de commencement et la date d'échéance de l'opération, survient l'événement de crédit, faisant l'objet d'une notification, alors le payeur du montant B effectuera le paiement du montant B au payeur du montant A, à la date de paiement ou de livraison du montant B, contre livraison le cas échéant, du titre à livrer.

- L'article 3 vise la notification de l'événement de crédit. L'événement de crédit, tel que prévu dans la confirmation, doit faire l'objet d'une diffusion publique par au moins deux sources d'information et ne pas être démenti par ces mêmes sources dans un délai de 24 heures, sauf s'il s'agit d'une publication dans un journal d'annonces légales ou un équivalent à l'étranger. L'événement de crédit devra être notifié dès que possible et au plus tard le quatorzième jour calendaire suivant la date d'échéance de la transaction.

- L'article 4 traite des modalités de livraison. Toute livraison du titre à livrer s'effectue selon les modalités, les usages, la réglementation en vigueur, et de façon à ce que le destinataire ait la pleine propriété du titre à livrer. Pour quelque autre raison que ce soit, en cas d'impossibilité de livrer en totalité le titre dans un délai de dix jours ouvrés suivant la date de livraison, les parties calculeront et s'échangeront le différentiel.

- L'article 5 aborde la résolution des différends entre les parties. Si l'une des parties conteste la détermination faite par l'agent ou l'autre partie, celle-ci peut demander que trois intervenants de premier rang soient désignés par l'agent en accord avec les parties.

- L'article 6 définit enfin les obligations et déclarations spécifiques des parties. Chaque partie reconnaît et confirme notamment qu'en ce qui la concerne, elle s'est livrée à sa propre appréciation de l'opportunité et des caractéristiques financières, juridiques et fiscales de la présente opération et que l'autre partie ne supportera aucune responsabilité à cet égard. Chaque partie reconnaît qu'il est de son devoir et dans ses obligations de s'informer, par elle-même, sur l'évolution du sous-jacent de référence, sans s'en remettre pour cela à l'autre partie. 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.

3. Analyse de certaines dispositions des confirmations AFB et ISDA

A la lecture de ces deux modèles de confirmation, il est utile d'éclaircir quelques concepts importants qui sont utilisés dans les modèles de l'ISDA et de l'AFB.

Nous nous attarderons sur les notions-clés de sous-jacent de référence (*Reference Obligation*), d'événement de crédit (*Credit Event*), d'événement de marché (*Materiality*) et la notion d'information publique.

Lors de la mise en jeu de la protection, c'est le sous-jacent de référence (*Reference Obligation*) qui servira de référence pour le calcul du montant dû par le vendeur de la protection ou qui fera l'objet d'une livraison physique si les parties ont choisi cette modalité. La confirmation de l'ISDA distingue cette notion de *Reference Obligation* de celle d'*Obligation*. Cette dernière est utilisée comme référence dans la définition des événements de crédit. Les parties peuvent évidemment choisir de faire coïncider les deux notions. Mais il est également possible d'adopter une définition plus large des *Obligations* en incluant d'autres actifs que la *Reference Obligation*. Par exemple, un défaut de paiement sur l'un quelconque des titres identifiés comme *Obligation* pourra déclencher un événement de crédit et la livraison de la seule *Reference Obligation*.

Les modèles de confirmations AFB et ISDA invitent les parties à choisir dans un menu les différents événements susceptibles de déclencher l'événement de crédit qui mettra en jeu la protection. Ces événements sont nombreux comme nous l'avons déjà vu et assez similaires dans les deux modèles. Le choix de les utiliser permet de moduler avec une certaine souplesse la définition de l'événement déclencheur. Il est bien sûr toujours possible d'amender les définitions de ces événements au cas par cas. En pratique, la majorité des contrats retiennent la plupart de ces clauses. Remarquons que l'acheteur de la protection a intérêt à ce que la définition des *Credit Event* soit la plus large et la plus précise possible alors que le vendeur de la protection a un intérêt inverse, ce qui peut donner lieu à une certaine négociation.

Les modèles de confirmation AFB et ISDA permettent aux parties de stipuler, de manière optionnelle, pour un ou plusieurs des événements de crédit applicables, que leur seule survenance ne suffira pas à déclencher l'obligation du vendeur de la protection, tant que ne sera pas rempli un certain critère d'importance (*Materiality*). Les parties devront alors prévoir quantitativement la dépréciation du titre de référence ou l'écart de *spread* nécessaire au déclenchement. En général, cette clause stipule qu'en cas de défaut, la valeur du titre de référence doit avoir baissé d'un certain pourcentage (par exemple 15 %) pour que le paiement convenu (sous forme de différentiel ou de montant prédéterminé) puisse être effectivement versé à l'acheteur de la protection. Cette condition évite de déclencher le mécanisme de la garantie prématurément sur un mouvement mineur du marché, ou dans le cas d'un défaut technique lors d'une contestation de la légalité d'une opération.

(1) ISDA Confirmation of OTC Credit Swap Transaction. Single Reference Entity. Non Sovereign. February 1998. AFB Additif Technique Opération sur Événement de Crédit, octobre 1998.

(2) F. Hass. «Credit Derivatives : de nouveaux instruments financiers». *Banque* n° 568, mars 1996.

(3) L'article 46 de la loi du 2 juillet 1996 dispose que : «Les instruments financiers à terme définis à l'article 3 sont valides, alors même qu'ils feraient l'objet de dispositions législatives spéciales, pour autant que leur cause et leur objet soient licites. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent d'opérations à terme, se prévaloir de l'article 1965 du code civil, lors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence».

(4) L'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 dispose que : «Les dettes et les créances afférentes aux opérations sur les instruments financiers, lors-

Les modèles de confirmation AFB et ISDA permettent enfin de spécifier que le versement par le vendeur de la protection ne pourra intervenir que si l'information relative à l'événement de crédit est publique. Le caractère public de l'information résultera de sa publication dans un ou plusieurs journaux «internationaux» et/ou sur les écrans des agences d'information du type Reuters ou Telerate. Cette clause est bien sûr modulable en fonction des besoins de l'opération.

* *
*

On peut conclure en soulignant que l'AFB a mis environ un an pour finaliser son premier modèle de confirmation sur dérivé de crédit. L'additif technique Opération sur événement de crédit, qui était très attendu, ne s'éloigne pas fondamentalement du modèle de confirmation publié par l'ISDA. En effet, comme souvent, il est difficile de prendre ses distances avec une certaine pratique de place qui s'est instaurée depuis la publication du modèle ISDA.

Gageons que si la publication de ce premier additif technique participe grandement à la normalisation du marché et à la sécurité juridique des dérivés de crédit, celui-ci ne permet pas de s'affranchir de tout risque puisqu'il ne couvre qu'un type de produit.

Il est rassurant tout de même de penser que l'analyse majoritaire qui est faite aujourd'hui de ces produits consiste à les considérer comme des instruments financiers à terme. Cette qualification d'instrument financier à terme est une qualification très avantageuse car évolutive. Elle devrait donc permettre de tenir compte des besoins du marché financier, dans la mesure où ces produits ont tendance à se transformer rapidement. Elle permet aussi très certainement de réfuter de nombreux arguments qui consistent à les considérer comme des opérations d'assurance ou des garanties.

Toutefois la conclusion de telles opérations nécessite de prendre en compte de nombreux éléments relatifs aux obligations des co-contractants tels l'obligation de confidentialité, le respect du secret bancaire ou les possibles infractions en matière boursière.

Gageons que la situation que nous rencontrons depuis quelques mois dans le contexte de l'utilisation des dérivés de crédit et qui suscite un certain nombre d'interrogations, n'est pas très différente de celle rencontrée il y a une dizaine d'années lors de la mise en place des produits dérivés. Si les réponses apportées aux questions d'hier restent largement satisfaisantes et que les interrogations nouvelles trouvent une réponse positive dans le cadre de l'analyse qui peut être réalisée au cas par cas de ces produits, l'essor de ceux-ci en fera très certainement les produits de demain. ■

qu'elles sont effectuées dans le cadre du règlement général du Conseil des marchés financiers, ou lorsqu'elles sont régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale, et organisant les relations entre deux parties au moins dont l'une est un prestataire de services d'investissements, ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article 25 de la présente loi ou un établissement non résident ayant un statut comparable, sont compensables selon les modalités d'évaluation prévues par ledit règlement ou ladite convention-cadre».

(5) P. Mathieu et P. d'Hérouville. «Les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit», chapitre 6, p. 154, «Les aspects juridiques des dérivés de crédit» par P. Gissinger.

(6) Boulat et Chabert. «Les swaps, technique contractuelle et régime juridique». *Masson* 1992.

(7) L'article 3 de la loi du 2 juillet 1996 dispose que : «*Les instruments financiers à terme sont, au sens de la présente loi : 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 et tous les autres instruments de marché à terme*».

(8) Document n° 254 *Sénat*, Session ordinaire, 6 mars 1996, p. 57 : «A ces catégories a été ajoutée une catégorie "balai" : m) "tous les instruments ou opérations de marché à terme"».

(9) L'article 1702 du code civil définit l'échange comme le «*contrat par lequel les parties se donnent respectivement une chose pour une autre*».

(10) Voir (7) supra.

(11) P. d'Hérouville et P. Mathieu. «Les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie». *Banque* n° 577, janvier 1997.

(12) Hémard. «Théorie et pratique des assurances terrestres», I p. 73. Picard et Besson, «Les assurances terrestres en droit français», I p. 2.

(13) Lambert-Faivre. *Droit des assurances*, 7^e éd. *Dalloz* 1990, p. 38.

(14) Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? Conférence ADDAF, Paris, 28 avril 1998. H de Vauplane, «Les dérivés de crédit sont-ils une opération d'assurance ?»

(15) Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? Conférence ADDAF, Paris, 28 avril 1998. J. Bigot, «Les dérivés de crédit sont-ils une opération d'assurance ?»

(16) S. Agbayissah et M. A. Lepage. *Les caps, floors et collars* à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance. *Revue de Droit bancaire et de la bourse*, n° 58, novembre-décembre 1996.

(17) Voir 15 supra.

(18) Credit derivatives are not insurance products. *IFLR* novembre 1997. Opinion rendue à l'ISDA en mai 1997 par M. Potts, Queen's counsel, qui écarte la qualification des dérivés de crédit en contrat d'assurance en droit anglais.

(19) Cabrillac et Mouly. *Droit des sûretés*, 2^e éd., n° 501.

(20) Cabrillac et Mouly. *Droit des sûretés*, 2^e éd., n° 2.

(21) Documents de discussion et d'étude n° 1, Commission bancaire, juin 1997 : «*se positionnant sous l'angle d'une stratégie de couverture, l'approche développée jusqu'ici a consisté à considérer, sous certaines conditions, ces instruments comme des garanties, la transaction consistant, en effet, à transférer entre les deux contractants de l'instrument dérivé tout ou partie du risque de crédit sur un tiers. L'un, l'acheteur du risque de crédit (ou "garant") va donc assumer le risque de crédit sur ce tiers à la place du vendeur du risque de crédit (ou "bénéficiaire")*».

(22) Versailles, 5 décembre 1996, Coverland/Compagnie de Saint-Gobin.

(23) Simler et Delebecque. «Droit civil, les sûretés la publicité foncière», 2^e éd., n° 203. *Cass. com.* 20 déc. 1982, *D.* 1983, p. 365. *Bull. Civ. IV*, n° 147.

(24) *Cass. com.* 20 décembre 1982 précité.

(25) L'article 38 de la loi du 1^{er} mars 1984 relative à la prévention et au règlement amiable des difficultés des entreprises dispose que «*toute personne qui est appelée au règlement amiable [...] est tenue au secret professionnel [...]*».

(26) R. Laplanche. «Le dérivé de crédit, nouvel instrument financier». *Option Finance* décembre 1997 n° 477 et 478.

(27) P. Mathieu et P. d'Hérouville. «Les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit», chapitre 6, p. 161, «Les aspects juridiques des dérivés de crédit» par P. Gissingier.