

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIERE
Responsable des
affaires juridiques
Barep
Groupe Société Générale

Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989. Modification par le décret du 10 décembre 2002. Dérivés de crédit. Validité (oui). Conditions. Programme d'activité

Le décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989 vient de subir deux réformes importantes en à peine l'espace d'un an. La première est intervenue avec le décret n° 2002-278 du 26 février 2002¹, qui a refondu profondément le régime de droit commun des produits dérivés et des cessions temporaires de titres conclus par les Opcvm. La seconde est intervenue avec le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002² qui clarifie les conditions de validité des opérations de dérivés de crédit conclues par les Opcvm français (Sicav, FCP agréés ou à procédure allégée). La publication au JO de ce dernier décret est venue mettre un terme à de longues discussions, entamées dès 2001, entre la Direction du Trésor, la Cob, la Commission bancaire et les professionnels de la gestion d'actifs pour le compte de tiers³. Si la qualification juridique des opérations de dérivés de crédit comme instruments financiers à terme est désormais acquise en doctrine⁴, il convenait toutefois d'affiner le régime de ces opérations conclues par des Opcvm et de lever tout doute quant à l'utilisation de ces instruments par des Opcvm⁵. C'est l'objet du décret du 10 décembre 2002 qui confirme la validité des opérations de dérivés de crédit conclues par les Opcvm. En effet, l'article 2-4bis nouveau du décret de 1989 affirme qu'un Opcvm « peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme répondant aux caractéristiques des dérivés de crédit définies par les conventions cadres de place française ou internationale mentionnées à l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier ».

Lors de la survenance d'un événement de crédit⁶, les dérivés de crédit permettent à une contrepartie de transférer un risque de crédit à une autre, moyennant une rémunération. Ces instruments financiers sont particulièrement appréciés par les gestionnaires d'Opcvm⁷ (essentiellement les Opcvm de taux⁸), et ce, pour deux raisons principales : soit pour couvrir les actifs figurant dans le portefeuille contre un risque de crédit comme la défaillance d'un émetteur desdits actifs⁹, soit pour améliorer la performance d'un Opcvm par la vente de protection¹⁰. Les dérivés de crédit prennent différentes formes : *credit default*

*swaps (CDS), credit spread option, total return swaps, first-to-default*¹¹. Certains dérivés de crédit se présentent également sous la forme d'un titre de créance (*credit-linked note*). Cependant, seuls les dérivés de crédit compris comme instruments financiers à terme négociés de gré à gré, relèvent du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

Les nouvelles conditions de validité prévues par le décret du 10 décembre 2002 (art. 2-4 bis nouveau du décret 89-624) s'ajoutent à celles applicables à toute opération de dérivé de gré à gré conclue par un Opcvm (qualité de la contrepartie, limite d'exposition sur les marchés à terme, risque de contrepartie, indication dans la notice d'information de l'intervention de l'Opcvm sur ces marchés¹², etc.). La méthode retenue par le décret du 10 décembre 2002 est celle déjà éprouvée lors de la dernière réforme de la Directive Opcvm 85/611/CEE. En effet, le décret comporte un volet « produit » et un volet « acteur ». Ainsi, les dispositions du décret du 10 décembre 2002 concernent tant l'opération de dérivé de crédit elle-même que la société de gestion assurant la gestion de l'Opcvm recourant à des dérivés de crédit.

1. S'agissant des conditions propres à l'opération de dérivé de crédit conclue par un Opcvm (à l'achat ou à la vente d'une protection), le décret du 10 décembre 2002 exige désormais que l'opération soit documentée sous une convention cadre de place française ou internationale mentionnée à l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier (du type ISDA ou FBF)¹³. Outre le bénéfice des dispositions sur le *netting*, la signature d'une convention cadre, par définition standardisée, permet de rendre plus liquide le marché des dérivés de crédit. Relevons que cette exigence de documentation spécifique n'est pas requise pour les autres produits dérivés conclus par les Opcvm. Afin de limiter les risques encourus par les Opcvm au titre de ces opérations, le nouveau décret énumère également les émetteurs sur lesquels les Opcvm peuvent intervenir. Ainsi, les entités de référence des dérivés de crédit peuvent être : a) un ou plusieurs États ; b) un ou plusieurs organismes publics internationaux dont un ou plusieurs États membres de la Communauté européenne sont membres ; c) une ou plusieurs collectivités territoriales de la Communauté européenne ; d) une ou plusieurs per-

sonnes morales ayant émis au moins : i) des titres de créance, négociables ou admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché réglementé en fonctionnement régulier d'un autre Etat pour autant que ce marché n'a pas été écarté par la Commission des opérations de bourse, et ayant rendu publique pour au moins une émission de tels titres de créance au moins une notation obtenue auprès d'un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre de l'Économie ou ; ii) des titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché réglementé en fonctionnement régulier d'un autre Etat pour autant que ce marché n'a pas été écarté par la Commission des opérations de bourse ; e) plusieurs entités mentionnées ci-dessus. Ces entités de référence ont toutes en commun la particularité de fournir au marché des informations suffisantes sur leur situation financière et permettre en conséquence aux gestionnaires d'Opcvm d'apprécier le risque de crédit pris via ces opérations de dérivé. Le risque d'asymétrie d'information sur l'émetteur entre les deux contreparties s'en trouve d'autant réduit. Cette liste dressée par le Décret du 10 décembre 2002 est exhaustive. En outre, comme pour toute opération de dérivé de gré à gré¹⁴, le sous-jacent du dérivé de crédit doit être éligible à l'actif de l'Opcvm¹⁵. En effet, un Opcvm vendeur de protection sera tenu d'acquiescer, si l'évènement de crédit se réalise, les titres sous-jacents au prix convenu lors de la conclusion du dérivé de crédit. Si l'actif sous-jacent n'est pas éligible à l'actif de l'Opcvm, l'opération pourra cependant se dénouer par un versement en numéraire¹⁶.

Enfin, le montant des engagements résultant de dérivés de crédit conclus par un Opcvm avec une entreprise « liée » avec la société de gestion en charge de la gestion dudit Opcvm ne doit pas représenter plus de 20 % du total de ses engagements de dérivés de crédit¹⁷. L'entreprise « liée » est celle définie par le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 (art. 10-IV dernier al.¹⁸). Cette mesure est destinée à ce qu'un établissement de crédit ne transfère pas ses « mauvais » crédits, via des dérivés de crédit, aux Opcvm gérés par une société de gestion qu'il détient. L'idée sous-jacente à cette disposition consiste donc à ne pas disperser ces risques en dehors du champ des établissements de crédit¹⁹. Si l'objectif poursuivi est louable, l'instauration de ce seuil surprend néanmoins. Tout d'abord, sur le principe, cette disposition laisse entendre que les sociétés de gestion ne sont pas indépendantes des actionnaires qui les contrôlent. C'est oublier que ces sociétés, notamment suite à l'adoption de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, disposent d'un statut spécifique garantissant leur indépendance à l'égard des sociétés liées²⁰. Cette indépendance dans la gestion constitue en effet la pierre angulaire de l'ensemble de la réglementation Cob en matière de gestion collective adoptée ces dernières années²¹. Instaurer un ratio limitant l'activité entre une société, en charge de la gestion d'un Opcvm, et toute entreprise liée nous semble peu conforme à ce statut. A cet égard, le décret du 10 décembre 2002 apporte donc peu dans la mesure où la réglementation antérieure permettait déjà de faire respecter ce principe d'indépendance de la SGP²², notamment lors de la conclusion d'opérations

de dérivés de crédit. Par ailleurs, s'agissant du seuil de 20 %, il risque, comme cela a été justement relevé²³, d'être fortement gênant pour les premières opérations de dérivés de crédit conclues par un Opcvm. Par définition, le premier dérivé de crédit d'un Opcvm représentera 100 % de ses engagements au titre de ses opérations ! Un Opcvm nouvellement agréé ou constitué devra en conséquence s'adresser à un établissement extérieur à son groupe d'appartenance pour conclure son premier dérivé de crédit. En outre, les intervenants sur les dérivés de crédit sont peu nombreux sur la place de Paris et cette disposition risque, à terme, de pénaliser les sociétés de gestion françaises en leur fermant certaines opportunités avec des contreparties. Enfin, relevons que, à notre connaissance, ce ratio ne se retrouve pas dans les autres réglementations européennes. Cette dernière mesure sera applicable dès le 12 mars 2003.

2. Outre les conditions propres aux opérations de dérivés de crédit, le décret du 10 décembre 2002 s'attache également à ce que la société de gestion dispose des compétences et des moyens nécessaires pour s'engager dans ces opérations. C'est pourquoi l'article 2-4 bis a) nouveau du décret n° 89-624 exige qu'une société de gestion qui gère directement, ou via une délégation de gestion, un Opcvm qui souhaiterait conclure au moins un contrat de dérivé de crédit doit faire approuver par la Cob un programme d'activité spécifique²⁴. Ce dernier devrait être soumis pour avis au Comité consultatif de la gestion financière. Ce programme spécifique s'articule autour de trois axes. Tout d'abord, il doit permettre une valorisation quotidienne du dérivé de crédit par la société de gestion, qui, en outre, doit être l'objet d'une comparaison au moins mensuelle avec une valorisation externe. Cette exigence quant à la capacité de valorisation des instruments de gré à gré des sociétés de gestion figure déjà dans l'Instruction Cob du 15 décembre 1998 (Chapitre VI)²⁵. Par ailleurs, une analyse des risques, rédigée par une cellule indépendante des opérationnels et des commerciaux, doit être soumise au moins semestriellement à la direction générale de la société de gestion en vue, notamment, de la définition des limites. Enfin, le programme d'activité doit prévoir une procédure de contrôle interne spécifique à la conclusion de ces produits financiers. Compte tenu de la spécificité des dérivés de crédit, il est à parier que la Cob sera exigeante quant à l'adéquation des moyens de la société de gestion pour conclure ces produits (notamment en cas de vente de protection). Une trame de ce programme d'activité spécifique devrait être mise en place par la Cob pour le début de l'année 2003, pour être adressée à l'ensemble des sociétés de gestion françaises concernées. Le décret prévoit un délai de trois mois à compter de la publication au JO du décret du 10 décembre 2002 pour adresser à la Cob ce programme. Le non-respect de ces dispositions par une société de gestion la rendrait passible de sanctions²⁶ et serait dans l'incapacité d'obtenir l'agrément d'un nouvel Opcvm recourant à des dérivés de crédit²⁷.

Les nouveaux principes posés par le décret du 10 décembre 2002 devront être précisés par l'Instruction Cob du 15 décembre 1998, et notamment son Chapitre VI relatif aux modalités d'intervention des Opcvm sur les marchés à terme, dont la refonte est prévue pour la fin de l'année.

Outre la consécration des dérivés de crédit conclus par les Opcvm, soulignons également que le décret du 10 décembre 2002 poursuit le travail de transposition en

droit interne de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 modifiée par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE, déjà entamé par le décret du 26 février 2002²⁸. Ainsi, en application du décret du 10 décembre 2002, le risque émetteur et le risque de contrepartie doit s'apprécier au niveau du groupe. Cette consolidation des émetteurs et des contreparties s'applique néanmoins qu'aux seules entités qui procèdent à la consolidation de leur compte au sens de la Directive 83/349/CEE concernant les comptes consolidés ou en application d'une norme comptable « *internationalement reconnue* » (art. 2-1^{er} bis nouveau du décret). Cette disposition concerne l'application du ratio dit du « 5/10/40 », le ratio émetteur pour les obligations fon-

1 F. Bussière et E. Jardel, « La réforme du décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989 », *Banque & Droit* mai-juin 2002, p. 3.
2 Publié au JO du 12 décembre 2002.

3 V. Rapport annuel Cob 2001, p. 124; Sur les craintes de la pratique quant à une interdiction générale d'utilisation de ces instruments par les Opcvm: cf. E. Courant, « L'utilisation des dérivés de crédit par les Opcvm pourrait être remise en cause », *Agefi* 12 juillet 2001, p. 26.

4 Sur le débat tenant à la qualification juridique des dérivés de crédit, et en faveur de la qualification d'instrument financier à terme, cf. G. Kholifra, « Les dérivés de crédit: vers une approche juridique », *Banque & Droit* janvier-février 1999, p. 13; Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *Economica*, n° 184; H. de Vauplane et J.-P. Borne, *Droit des marchés financiers*, *Litec* 3^e éd. 2001, n° 703 et s.; Comp. A. Gauvin, « La nouvelle gestion du risque financier », Préf. A. Pézard, *LGDJ* 2000; A. de Lummen, « Contribution à l'étude des dérivés de crédit », *Banque & Droit* janvier-février 2001, p. 15, Avant-propos A. Pézard.

5 Jusqu'à présent, le recours aux dérivés de crédit par les Opcvm était autorisé par la Cob sur le fondement d'un simple courrier adressé en septembre 1999 par l'autorité de tutelle à un commissaire aux comptes d'Opcvm. A l'appui de cette lettre, l'utilisation des dérivés de crédit par les Opcvm était acquise par les professionnels: en ce sens, cf. E. Courant, « Utilisation des produits dérivés par les Opcvm », *Banque & Droit* juillet-août 2000, p. 16; Comp. A. Gauvin, « La nouvelle gestion du risque financier », op. cit. spéc. p. 43; H. de Vauplane et J.-P. Borne, *Droit des marchés financiers*, n° 709.

6 Par événement de crédit, les conventions de place visent généralement soit la défaillance d'un émetteur, soit le défaut de paiement ou encore une restructuration de la dette d'un émetteur. Récemment, la défaillance d'Enron, le défaut de paiement de l'Argentine ou la restructuration de la dette de Xerox ont constitué des cas d'événement de crédit.

7 Cf. par exemple le point de vue d'un gérant: M.-A. Allier, *Agefi Actifs* 6-12 décembre 2002.

8 Les Opcvm actions recourent peu aux dérivés de crédit. Pour ces Opcvm, si le gestionnaire nourrit des doutes sur la solidité financière d'un émetteur d'actions, il vendra simplement lesdites actions qu'il détient en portefeuille.

9 Cette protection obtenue via l'achat de dérivés de crédit par les gestionnaires d'Opcvm se retrouve notamment dans des stratégies d'arbitrage de convertibles.

10 Cette stratégie se retrouve, par exemple, dans les Opcvm monétaires « *tilted* », ou « *enhanced* », pour lesquels le gestionnaire tente de sur-performer un indice de référence (ex. EONIA). Les dérivés de crédit (par la vente de protection) permettent de réaliser cet objectif alors que les instruments traditionnels du marché monétaire (billets de trésorerie, par exemple) offrent aux gérants des marges faibles. En s'exposant à un risque, via un dérivé de crédit, l'Opcvm va percevoir une rémunération en contrepartie.

11 Pour un descriptif des opérations de dérivé de crédit: J.-P. Laurent, « Les dérivés de crédit », *Revue d'économie financière* n° 59, 2000-04, p. 115 et s.; G. Rial, « Opérations sur risque de crédit », *Banque magazine* décembre 2002, p. 58.

12 L'information sur les produits OTC utilisés par les Opcvm, et notamment les dérivés de crédit, fera l'objet d'une attention toute particulière de la part des autorités de tutelle lors de la transposition en droit interne de la directive 85/611/CEE avec l'introduction d'un prospectus simplifié et complet: F. Bussière et E. Courant, « La réforme de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 », *Banque & Droit* novembre-décembre 2002, p. 6.

13 L'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction issue de la loi du 15 mai 2001, institue le « *global netting* »: sur cette disposition, cf. A. Caillemer du Ferrage, « Le rêve familial du *global netting* à la française: la réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE », *Banque & Droit* septembre-octobre 2001, p. 3.

14 Article 2-4 du décret n° 89-624 dans sa rédaction issue de la réforme

cières et le ratio de risque de contrepartie. Notons que cette consécration de la notion de groupe consolidé pour le calcul des ratios n'est qu'une transposition de la directive 2001/108/CE²⁹ qui instaure un nouveau ratio de « 5/20/40 » pour les entités consolidées et dont la codification en droit interne devrait intervenir lors de la prochaine réforme du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989. Dans tous les cas, les Opcvm disposent d'un délai de douze mois à compter de la publication au JO du décret du 10 décembre 2002 pour appliquer le nouvel article 2-1^{er} bis du décret. Ce délai est de trois mois suivant la date de publication au JO du décret s'agissant de la consolidation du risque émetteur et du risque de contrepartie pour les opérations de dérivé de crédit. ■

du 26 février 2002.

15 Article 2-4 bis e) nouveau du décret.

16 C'est pourquoi les contrats cadre prévoient souvent une clause dite de « *cash settlement* ».

17 Un premier projet de décret avait également prévu de limiter l'engagement des Opcvm sur des dérivés de crédit à hauteur de 70 % de leur actif. Cette proposition n'a pas été retenue de telle sorte que le droit commun s'applique: un Opcvm agréé peut engager 100 % de son actif sur ces marchés. Ce seuil est porté à 200 % pour les Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée.

18 Pour la définition de l'entreprise liée, l'article 10 renvoie à l'article 357-1 de la loi du 24 juillet 1966 (désormais codifié à l'art. L. 233-16 du Code de commerce).

19 Cf. *Rapport annuel de la Commission bancaire* pour 2001, « Gestion et transferts de risques dans les secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers », p. 209; A. Pujal, « Des risques inhérents à ne pas sous-estimer », *Dossier CDO, Banque magazine*, novembre 2002, p. 22.

20 Ainsi, aux termes de l'article L. 533-11 du Code monétaire et financier, les actionnaires d'une société de gestion « *doivent s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres au détriment des intérêts des investisseurs qui sont clients de l'entreprise* », l'article L. 214-3 2° du Code monétaire et financier ajoute que « *les Opcvm, la société de gestion et le dépositaire doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs* ».

21 Le Règlement Cob n° 96-03, relatif aux règles de bonne conduite applicables aux SGP, décline ce principe d'indépendance de la société de gestion. On relèvera seulement l'article 3 de ce Règlement selon lequel « *le prestataire doit prévenir les conflits d'intérêts et, le cas échéant, les résoudre équitablement dans l'intérêt des mandants ou des porteurs de parts où d'actions. Il doit prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment en matière de séparation des métiers et des fonctions, pour garantir l'autonomie de la gestion* ». On relèvera que lors de la dernière réforme du décret n° 89-624, en février 2002, il a été instauré un nouveau ratio de risque de contrepartie (applicable aux dérivés de crédit), invitant les sociétés de gestion à diversifier leurs contreparties sur les marchés de gré à gré (art. 2-3 du décret).

22 La méconnaissance de ce principe d'indépendance de gestion est d'ailleurs sanctionnée par la Cob: V. récemment en ce sens, la décision de sanction de la Cob en date du 12 février 2002, *Bull. mensuel Cob* mars 2002; *Droit des sociétés* juillet 2002, p. 25, Th. Bonneau; *Banque & Droit* mai-juin 2002, p. 34, F. Bussière.

23 Cf. E. Courant et S. Bremond, « L'utilisation des dérivés de crédit par les Opcvm est enfin clarifiée par le décret n° 2002-1439 du 10 décembre », *Agefi* 19 décembre 2002, p. 23.

24 Relevons que ce programme d'activité doit être complété par la société de gestion dès lors qu'elle conclut, pour le compte d'un Opcvm, un seul dérivé de crédit (à l'achat ou à la vente).

25 Le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF) a récemment rappelé l'importance d'une correcte valorisation des produits dérivés conclus par les Opcvm: V. décision de sanction CDGF n° 2/01 du 4 février 2002, *Bull. mensuel Cob* juillet-août 2002, n° 370, p. 75; *Banque & Droit* novembre-décembre 2002, p. 40, F. Bussière.

26 V. Article L. 621-25 du Code monétaire et financier.

27 Reste alors en suspend le sort des dérivés de crédit conclus par une société de gestion avant la publication du décret du 10 décembre 2002 et qui ne rempliraient pas les conditions prévues par le programme d'activité.

28 F. Bussière et E. Jardel, « La réforme du décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989 », op. cit.

29 V. nouvel article 22 de la directive 85/611/CEE; Selon le 10^e considérant de la Directive 2001/108/CE, « *pour des raisons prudentielles, il est nécessaire d'éviter que les Opcvm concentrent de manière excessive leurs placements les exposant à un risque de contrepartie sur une même entité ou sur un ensemble d'entités appartenant à un même groupe* ».