

# Contribution à l'étude des dérivés de crédit

## Avant-propos

ALICE PEZARD, Directeur juridique et fiscal du Groupe Caisse des dépôts

L'emploi d'un langage financier souvent déconnecté de la réalité économique a constitué un obstacle majeur dans l'analyse juridique des dérivés de crédit. Cette étude (1) contribue à identifier les mécanismes intrinsèques des instruments pour construire le concept de dérivé de crédit autour d'une distinction entre les dérivés sur variation de crédit et les opérations sur événement de crédit. La mise en exergue des techniques sur lesquelles sont édifiés ces produits permet aussi de mieux saisir la construction juridique des dérivés de crédit et d'en améliorer ainsi l'architecture contractuelle.

Depuis leur développement dans les années 90, les dérivés de crédit sont définis comme des «*instruments dérivés permettant de valoriser et de négocier le risque de crédit d'un actif sous-jacent, indépendamment des risques de marché inhérents à ce même actif*». Ils répondent aux critères des instruments financiers en application de l'article 3 de la loi du 3 juillet 1996 sur la Modernisation des activités financières (MAF).

Les dérivés sur variation de crédit ont pour objet de «*transférer le risque de crédit qu'un actif sous-jacent a permis d'apprivoiser*». Entre le vendeur de crédit et l'acheteur de crédit, l'élément clef est l'obligation à la charge de l'une ou l'autre des parties de verser une somme d'argent dont le montant est fonction de la variation de niveau du sous-jacent. Cette catégorie est composée de deux produits : les *Total return swaps* qui sont des dérivés sur variation de taux de rendement et de valeur d'un titre financier et qui ont pour objet de transférer en plus du risque de défaillance de l'emprunteur, le risque de hausse des taux d'intérêt. Sont également compris dans cette catégorie les *credit spread derivatives* qui garantissent aux parties un écart futur entre le taux de rendement du sous-jacent et le taux de rendement d'une valeur de référence émise par l'Etat, au moyen du versement d'une somme d'argent dont le montant est fonction de la variation de l'écart entre les deux taux.

L'auteur définit ensuite les opérations sur événement de crédit. Il s'agit des contrats par lesquels le vendeur de protection s'engage, moyennant le versement d'une prime, à prendre en charge au bénéfice de l'acheteur de protection la dégradation de valeur subie par un ou plusieurs titres de référence du fait de la survenance d'événements délimités au contrat. Certains contrats valent vente d'un titre (*credit default option*) alors que d'autres reposent sur une compensation monétaire (*credit default swap*). De manière générale, toutes les opérations sur événement de crédit se caractérisent par «*un événement incertain affectant la valeur d'un titre de référence, le versement*

d'une prime et une prise en charge des conséquences pécuniaires de la survenance de l'événement».

Dans une deuxième partie, Arnaud de Lummen tente de dégager des concepts juridiques. En ce qui concerne les dérivés sur variation de crédit, l'auteur opère un choix entre les *credit spread forwards* et les *total return swaps* d'une part et les *credit spread options* d'autre part. Les deux premiers reposent sur «*l'exécution d'une obligation pécuniaire, alternativement au profit de l'une ou de l'autre, compte tenu de la variation de l'actif sous-jacent*». Ces instruments peuvent être qualifiés de contrats aléatoires innommés au sens des articles 1104 et 1964 du Code civil. Quant aux *credit spread options*, en dépit de leur ressemblance avec le contrat d'assurance, ils sont également désignés comme des contrats aléatoires innommés. En effet, dans un contrat d'assurance, le risque est dû à l'incertitude de la survenance d'un événement. Or en l'espèce, le risque demeure seulement virtuel.

S'agissant des opérations sur événement de crédit, l'auteur distingue les garanties sur événement de crédit des options de vente sur événement de crédit. Les premiers sont selon lui et en opposition avec une large partie de la doctrine très proche, des contrats d'assurance. «*Une prime, un risque et un paiement compensatoire en cas de réalisation du risque*». Toutefois il admet que les risques ne sont pas mutualisés. Les seconds sont des contrats synallagmatiques reposant sur une promesse unilatérale d'achat ; le vendeur de protection promet à l'acheteur de protection l'achat de titres de référence pour un prix déterminé. La promesse unilatérale est conditionnelle, le vendeur ne devant intervenir que si l'événement de crédit survient.

L'auteur analyse en dernier lieu les dérivés de crédit au regard de certaines réglementations particulières. Le *credit spread forward* et le *credit spread option* peuvent être classés dans la «*catégorie balai*» de l'article 3 de la loi du 3 juillet 1996 sur la Modernisation des activités financières. En revanche le *total return swap* ressort à la fois de l'article 3-1 et de l'article 3-2 de la même loi qui juxtapose «*un contrat à terme sur taux d'intérêt*» et un «*contrat financier à terme sur les effets, les valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces*».

Rares sont à ce jour les auteurs (2) qui ont tenté de qualifier les dérivés de crédit et encore moins ceux qui dans une acception duale comme Arnaud de Lummen ont réussi à ne pas rechercher l'élaboration artificielle d'une définition juridique unitaire. Qu'il en soit remercié.



ARNAUD DE LUMMEN  
DEA de droit des affaires, Paris II  
ESCP

Depuis une dizaine d'années déjà, les dérivés de crédit participent à l'éclosion d'un phénomène financier nouveau : la «marchésation» du risque de crédit. Préalablement circonscrit et décomposé, le risque de crédit est transféré des banques de financement vers les salles de marché, pour faire l'objet d'un traitement sur mesure, pour des durées et des composantes jusqu'alors inédites (3).

Au départ, les dérivés de crédit adoptaient une structure élémentaire basique. Les produits se contentaient de mesurer la sensibilité du prix d'une obligation (ou d'un portefeuille d'obligations) aux modifications de la solvabilité d'un émetteur. Aujourd'hui les instruments sont plus élaborés. Les *credit spread derivatives* combinent ainsi le rendement de deux titres obligataires afin de mettre en évidence un écart de taux qui soit lié à l'évolution de la solvabilité de deux émetteurs respectifs portant chacun un risque différent. Les *credit default derivatives* prennent quant à eux pour appui des «événements de crédit» et opèrent de la sorte une gestion quasi-chirurgicale du risque de crédit en déclenchant une prise en charge, sous certaines conditions seulement, de la baisse de valeur d'un titre.

La structuration des instruments s'est opérée en deux étapes. Dans un premier temps, les ingénieurs de la finance ont imaginé de nouveaux sous-jacents, capables de saisir tout ou partie du risque de crédit. Dans un second temps, ils ont défini des conventions à même de transférer les conséquences financières du risque (4). De l'ensemble de ces innovations, il résulte aujourd'hui un panorama juridique diversifié. Certains contrats ont ainsi pour objet une somme d'argent (dont le montant est lié à la variation de niveau de l'élément sous-jacent) ; d'autres, un titre financier. Dans certaines conventions, la transaction juridique consiste en un versement, alternativement au bénéfice de l'une ou de l'autre partie, d'une somme d'argent d'un montant variable ; dans d'autres, au contraire, elle se caractérise par le règlement aléatoire, par une partie, d'une somme d'un montant variable en échange du versement irrévocable, par une autre, d'une somme d'argent d'un montant fixe. Dans la majeure partie des contrats, la survenance d'un «événement de crédit» subordonne en outre le paiement d'une somme d'argent ou la livraison.

Par souci de lisibilité, le juriste souhaiterait retenir une définition juridique unitaire des dérivés de crédit. La variété des figures contractuelles adoptées et la disparité des concepts retenus sont cependant rétives à la désignation d'une catégorie juridique commune. Il faut en fait se résoudre à considérer les dérivés de crédit comme une simple famille de contrats. Une identification de la structure fondamentale des produits peut toutefois permettre une approche cohérente mettant en évidence la dualité notionnelle des dérivés de crédit (I) ; tandis que l'étude des obligations fondamentales à la charge des parties, en révélant la nature juridique des opérations, autorise une

confrontation aux qualifications du droit commun, du droit des assurances et du droit financier (II).

## I La dualité de la notion de dérivé de crédit

Les dérivés de crédit font l'objet de divers inventaires et classifications, mais la doctrine privilégie en général une approche unitaire du concept. Ces produits sont définis comme des «*instruments dérivés permettant de valoriser et de négocier le risque de crédit d'un actif sous-jacent, indépendamment des risques de marché inhérents à ce même actif*» (5).

Une distinction notionnelle peut toutefois être utilement établie entre les dérivés de crédit qui reposent sur la variation de l'élément auquel ils se rapportent, c'est-à-dire les «dérivés sur variation de crédit» (A) ; et les dérivés de crédit qui ont pour assise la survenance d'un événement de crédit, les «opérations sur événement de crédit» (B).

### A. Les dérivés sur variation de crédit

Un dérivé sur variation de crédit permet de transférer le risque de crédit qu'un actif sous-jacent a permis d'apprivoiser. Entre les contractants, cet instrument se caractérise par une obligation de verser une somme d'argent dont le montant est fonction de la variation de niveau du sous-jacent.

Il faudra successivement envisager les mécanismes (1) puis les caractéristiques (2) propres à cet instrument financier.

#### 1. Les mécanismes des dérivés sur variation de crédit

Les dérivés sur variation de crédit regroupent deux catégories de produits : les *total return swaps*, qui sont des dérivés sur variation de taux de rendement et de valeur d'un titre financier (a) ; et les *credit spread derivatives*, qui sont des dérivés sur variation d'écart de taux (b).

##### a) Les *total return swaps*

Le *total return swap* est un produit «synthétique» qui se présente comme la combinaison de deux produits dérivés.

Le premier volet de l'instrument repose sur la négociation de la variation de valeur d'un titre de créance. Le prix du titre est l'élément sous-jacent de l'opération et son niveau varie tout à la fois en fonction de la fluctuation des taux d'intérêt et des changements dans la solvabilité de l'émetteur du titre. Les parties comparent ainsi, aux échéances prévues par le contrat, la valeur de marché du titre avec sa valeur initiale. Un différentiel est alors établi. Si le prix sous-jacent varie à la baisse par rapport au prix initial, la partie qui a pris position à la hausse verse à l'autre partie un montant fonction de cette variation. Par contre, si le prix du titre varie à la

hausse, c'est la partie qui a pris position à la baisse qui verse à l'autre partie une compensation.

Le second volet de l'instrument réside dans la négociation du taux de rendement fixe du titre. Le but de l'opération est de transférer le risque de hausse des taux d'intérêt, d'une part, et le risque de défaillance de l'emprunteur, d'autre part. Le détenteur du titre cède les revenus générés par les coupons à taux fixe en échange d'une rémunération fonction d'un taux variable (Euribor ou Libor) augmenté d'une marge. Le dénouement va donner lieu à compensation et c'est l'évolution du taux d'intérêt sous-jacent (l'Euribor ou le Libor) qui détermine le versement d'un différentiel au profit de l'une ou l'autre des parties.

#### b) *Les credit spread derivatives*

Un *credit spread derivative* est une opération par laquelle les parties prennent des positions sur l'élargissement ou le rétrécissement d'un écart entre deux taux. Le contrat comporte, entre les contractants, un engagement de verser une somme d'argent dont le montant est fonction de la variation de l'écart entre le taux de rendement d'une obligation risquée, et le taux de rendement d'une obligation d'Etat. Cet écart, enregistré sur le marché et mesuré en points de base, constitue l'élément sous-jacent de l'opération. Les taux de rendement afférents à chacun des titres obligataires (qui sont d'ailleurs combinés avec des swaps de taux d'intérêt pour les rendre insensibles aux mouvements de taux d'intérêt) ne représentent pour leur part que les deux jambes variables de l'écart. L'opération peut être structurée sous la forme d'un *credit spread forward* ou d'un *credit spread option*.

Dans un *credit spread forward*, les parties établissent, aux échéances du contrat, la différence entre un écart contractuel fixe (par exemple 50 points de base) et un écart relevé sur le marché entre deux taux de rendement (par exemple 75 points de base). La différence constatée (ici de +25 points de base) est multipliée par la valeur d'un point de base et par un montant de référence, et donne lieu à un produit monétaire qui est l'objet de la transaction juridique. La partie qui a pris position à la hausse de l'écart de taux verse cette somme monétaire si l'écart se réduit ; la partie qui a pris position à la baisse de l'écart de taux verse le montant monétaire si l'écart se creuse (ce qui est le cas dans notre exemple).

Dans un *credit spread option*, une partie acquiert le droit, à des échéances successives et moyennant le paiement d'une prime, d'exercer des options monétaires lui permettant de recevoir une somme dont le montant dépend du différentiel né de la comparaison entre un écart entre deux taux enregistré sur le marché et un écart contractuel garanti. Ainsi, si à l'échéance l'écart de marché entre deux taux est de 75 points de base et que le souscripteur de l'option a acquis un droit d'acheter à un écart de 60 points de base, il reçoit un règlement en espèces fonction de ce différentiel de 15. De même, si à l'échéance l'écart de marché est de 50 et que le souscripteur de l'option a acquis un droit de vendre à un écart de 30 points de base, il reçoit alors une compensation pécuniaire fonction de ce différentiel de 20 points de base.

#### 2. Les éléments caractéristiques des dérivés sur variation de crédit

L'élément sous-jacent est capital dans la construction d'un dérivé sur variation de crédit. Que ce soit le prix d'un titre, un taux d'intérêt ou encore un écart de taux, il est choisi en fonction de sa sensibilité au risque que l'on désire

circonscrire. S'il n'est pas l'objet même du dérivé de crédit et ne peut, partant, influencer sur les règles qui le régissent, il est néanmoins au cœur de l'équation contractuelle. Le *negocium* commun de ces contrats financiers est en effet de générer, entre les parties, un engagement de payer et un droit réciproque d'être payé en fonction de la variation du sous-jacent (6). Ainsi, la somme d'argent, objet de la transaction juridique, est calquée, aux échéances du contrat, sur le niveau du sous-jacent. Un dérivé sur variation de crédit se caractérise donc par cette aptitude à transmettre à tout moment, alternativement au profit de l'une ou l'autre des parties, une somme monétaire qui soit le miroir de la variation de l'élément sous-jacent.

L'autre élément clé des dérivés sur variation de crédit repose sur leur aptitude à la négociabilité. Celle-ci ne doit pas être entendue dans son sens classique, c'est-à-dire comme la transmission suivant un mode simplifié, sans recours aux formalités de l'article 1690 du Code civil, mais comme la possibilité de se dégager en réalisant une opération en sens contraire (7). Ainsi, si le souscripteur d'un dérivé sur variation de crédit prend une position à la hausse, il a toujours la possibilité de se libérer en prenant une position en sens inverse, c'est-à-dire à la baisse. Il en est de même pour les mécanismes optionnels où le souscripteur peut toujours se libérer en souscrivant une option en sens inverse. Cette caractéristique est fondamentale car une fois standardisés, ces instruments peuvent faire l'objet de négociations sur un marché réglementé.

## B. Les opérations sur événement de crédit

Une opération sur événement de crédit peut être définie comme le contrat par lequel une partie s'engage, moyennant le paiement d'une prime, à prendre en charge auprès d'une autre partie, la perte de valeur subie par un titre de référence ou par un portefeuille de produits financiers, du fait de la survenance d'un événement prévu et délimité par le contrat. La partie qui supporte la baisse de valeur de l'actif est dénommée le vendeur de protection ; et la partie qui souscrit la garantie, l'acheteur de protection.

Une opération sur événement de crédit n'a pas pour fonction de couvrir indistinctement l'ensemble des risques qui peuvent affecter la valeur d'un actif, mais seulement les dépréciations de prix qui ont pour origine la survenance d'événements préalablement choisis et délimités dans le contrat. L'usage de franchises (autrement dénommées «critères d'importance») ou de plafonds peut en outre restreindre l'objet de la protection. Pour caractériser ces différents types d'opérations, il faudra successivement mettre en lumière leurs mécanismes (1) et envisager leurs éléments caractéristiques (2).

#### 1. Les mécanismes des opérations sur événement de crédit

Les opérations sur événement de crédit ne répondent pas toutes à la même construction. Il faut notamment savoir distinguer les opérations qui ont pour objet la vente de titres, des opérations où la livraison matérielle de titres est initialement exclue au profit d'une compensation monétaire. Les premières répondent en général à la qualification de *credit default option* et les secondes à celle de *credit default swap*, mais il faut rarement se fier aux vocables employés.

En souscrivant une option de vente sur événement

de crédit, un acheteur de protection acquiert le droit, moyennant le paiement d'une prime et si un événement défini au contrat survient, de vendre un titre de référence à un prix déterminé, à condition que ce titre soit affecté dans sa valeur par la survenance dudit événement. En exerçant son option de vente, l'acheteur de protection livre ainsi le titre décoté et reçoit en échange sa valeur au pair.

En souscrivant une garantie sur événement de crédit, un acheteur de protection, moyennant le paiement d'une prime, obtient une compensation monétaire si un événement défini au contrat affecte la valeur du titre de référence. Il ne livre pas le titre de référence mais reçoit une somme d'argent dont le montant correspond à la différence entre la valeur du titre avant et après la survenance de l'événement.

## 2. Les éléments caractéristiques des opérations sur événement de crédit

Une opération sur événement de crédit repose sur trois éléments essentiels : un événement incertain affectant la valeur d'un titre de référence ou d'un portefeuille de produits financiers, un versement d'une prime et une prise en charge des conséquences pécuniaires de la survenance de l'événement.

Dans les opérations sur événement de crédit, l'événement désigné par les parties est à la fois incertain dans sa réalisation et dans ses conséquences. Selon la convention cadre de l'ISDA, cet événement peut être constitué par un défaut de paiement, un moratoire, une restructuration de dette, l'inexécution d'une obligation contractuelle ou encore la baisse d'une notation financière délivrée par une agence spécialisée (8). La réalisation de l'événement n'est cependant pas suffisante à elle seule ; il faut qu'une détérioration de la valeur des actifs de référence en résulte.

Autre élément caractéristique du contrat, la prime payée par l'acheteur de protection rémunère le prix du risque assumé par le vendeur de protection. Elle est payée de manière périodique et elle est fixée au départ en fonction de la probabilité de réalisation du risque déterminé par les parties, autrement dit des chances de survenance des événements définis au contrat.

Enfin, la prestation du vendeur de protection a pour objet une somme d'argent dont le montant diffère selon que le produit soit structuré sous forme de garantie ou d'option de vente. En présence d'une garantie, la somme correspond à la différence de valeur constatée sur le titre de référence ou le portefeuille de produits financiers avant et après la survenance de l'événement. Cette compensation pécuniaire a vocation à réparer la dégradation de valeur des actifs et est en aucun cas subordonnée à l'affectation du patrimoine de l'acheteur de protection. En présence d'une option, la somme versée par le vendeur de protection correspond cette fois à la valeur au pair du titre de référence ou du portefeuille de produits financiers.

## II La diversité des qualifications des dérivés de crédit

La qualification est l'opération qui permet de rattacher une situation concrète à une catégorie juridique préalablement identifiée et dont le régime est lui-même défini. A la variété des espèces de dérivés de crédit répond une diversité de qualifications.

Si les dérivés de crédit sont d'abord des opérations de gré à gré relevant du droit commun, l'application de réglementations spécifiques n'est cependant pas exclue. Il conviendra donc de déterminer la qualification juridique de ces instruments au regard du droit des obligations (A) et le cas échéant, au regard des lois spéciales (B).

### A. Les qualifications au regard du droit commun

Dans un premier temps, un examen de la structure juridique des dérivés de crédit permettra de rapprocher ces instruments de catégories particulières du Code civil. Dans un second temps, une étude approfondie des motifs permettra de révéler le caractère nommé ou innommé de ces contrats financiers.

Ce travail de qualification aura pour assise les catégories de dérivés de crédit préalablement mises en évidence et s'intéressera successivement aux dérivés sur variation de crédit (1) et aux dérivés sur événement de crédit (2).

#### 1. La nature des dérivés sur variation de crédit

Parmi les dérivés sur variation de crédit, il convient de distinguer les *credit spread forwards* et les *total return swaps* (a) d'une part, des *credit spread options* (b), d'autre part.

##### a) *Les credit spread forwards et les total return swaps*

Les *credit spread forwards* et les *total return swaps* reposent tous deux, dans la commune intention des parties, sur l'exécution d'une obligation pécuniaire, alternativement au profit de l'une ou de l'autre, compte tenu de la variation de niveau de l'actif sous-jacent. Dans ces contrats, il n'y a ni échange de taux, ni échange d'écart. Ce qui intéresse les parties, c'est un règlement en espèces déterminé par le sens de la variation, et non un échange de positions financières (9).

Lorsque les contractants souscrivent ces contrats financiers, ils n'ont aucune idée de l'étendue de leur engagement. La détermination de l'objet de leur obligation dépend du niveau atteint par le sous-jacent aux échéances prévues par le contrat. Au sens des articles 1104 et 1964 du Code civil, ces dérivés sur variation de crédit peuvent être qualifiés de contrats aléatoires : au moment de la formation du contrat, la prestation de chacun dépend d'un «événement incertain», le niveau du sous-jacent ; à l'échéance, le résultat, quant aux avantages et aux pertes dépend, pour chacun de ces contractants, de ce niveau (10).

La structure juridique de ces instruments ressemble fort à celle des paris. Tous deux constituent en effet des contrats aléatoires où les parties ont une position symétrique et opposée par rapport à un événement donné. Si l'un est gagnant, l'autre est forcément perdant ; la réalisation de la prestation de l'un est exclusive de celle de l'autre (11). Mais là n'est pas le seul dénominateur commun ; dans les dérivés sur variation de crédit comme dans les paris, la cause de l'engagement des contractants a toujours pour vecteur un aléa. Ici, cet aléa repose sur l'appréciation ou la dépréciation d'un titre financier, sur l'élargissement ou le rétrécissement d'un écart entre deux taux, ou encore sur l'augmentation ou la baisse des taux d'intérêt. Ce risque, recherché ou redouté, fonde l'engagement des parties (12).

Si tout paraît rapprocher ces contrats financiers du pari, il faut néanmoins se référer à l'intention des parties. Dans un

pari, les parties ont pour motif d'utiliser «l'aléa pour l'aléa» aux fins d'obtenir un enrichissement éventuel et non pour concourir à la réalisation d'une opération économiquement utile (13). En conséquence, lorsque le dérivé sur variation de crédit a pour toile de fond la protection d'un opérateur contre la dégradation de qualité d'un crédit, la qualification de pari doit donc être rejetée et il faut lui préférer celle de contrat aléatoire innommé. La qualification de pari est toutefois appropriée si le dérivé sur variation de crédit met en scène deux spéculateurs qui prennent des positions déconnectées de toute opération économique sous-jacente, aux seules fins de bénéficier chacun d'un fort effet de levier.

b) *Les credit spread options*

Les *credit spread options* sont des contrats qui engendrent des obligations dissymétriques. Le souscripteur de l'option connaît le contenu de son engagement (une prime dont le montant est déterminé) tandis que le vendeur doit attendre la levée de l'option ou l'échéance du contrat avant de connaître la consistance et la valeur de son engagement. De fortes similitudes avec le contrat d'assurance peuvent être relevées. Le souscripteur de l'option, comme l'assuré, paie une prime prédéfinie tandis que le vendeur de l'option, comme l'assureur, a une obligation aléatoire suspendue à la survenance d'un événement incertain. Une différence existe néanmoins entre ces deux contrats. Dans le contrat d'assurance, le risque repose sur l'incertitude qui pèse dans la survenance d'un événement. Le risque contre lequel se couvre l'assuré n'offre qu'une alternative : il se réalise ou il ne se réalise pas. Au contraire, dans les *credit spread options*, le risque ne se réalise jamais ; il demeure virtuel. L'événement incertain, dans un *credit spread option*, n'est soumis à aucune alternative ; il s'agit toujours du niveau de l'écart entre deux taux. Ces contrats financiers ne sont donc pas des contrats d'assurance mais bien des contrats aléatoires innommés.

2. La nature des opérations sur événement de crédit

La nature juridique des opérations sur événement de crédit diffère selon que leur charpente prend la forme d'une garantie sur événement de crédit (1) ou d'une option sur événement de crédit (2).

a) *Les garanties sur événement de crédit*

Une garantie sur événement de crédit est investie des mêmes particularités qu'un contrat d'assurance. Le vendeur de protection, comme l'assureur, promet une prestation, en cas de réalisation d'un risque défini au contrat, moyennant le versement d'une prime par l'acheteur de protection identique à celle de l'assuré. Tous attributs du contrat d'assurance sont présents : une prime, un risque et un paiement compensatoire en cas de réalisation du risque. Dans ces deux conventions, les obligations sont en effet identiques dans leur objet : le contenu de l'obligation du vendeur de protection et de l'assureur est indéterminé et suspendu à la survenance d'un événement incertain tandis que l'objet de la prestation de l'assuré et de l'acheteur de protection consiste en une prime périodique qui est déterminée dans son montant. Le risque, dans les deux contrats, peut aussi être défini comme «les conséquences, circonscrites par le contrat, que la survenance d'un événement incertain, lui-même délimité par le contrat, peuvent engendrer (14)».

b) *Les options de vente sur événement de crédit*

L'option de vente sur événement de crédit est un contrat synallagmatique qui repose sur une promesse unilatérale d'achat (15). Un vendeur de protection, en échange du paiement d'une prime, promet à un acheteur de protection l'achat de titres de référence pour un prix déterminé. L'obligation du vendeur de protection est prédéterminée dans son étendue (la nature des titres et leur nombre étant spécifiés) et dans son montant (la valeur au pair des titres). La promesse unilatérale reste toutefois conditionnelle. L'obligation du vendeur de protection ne naît que sous la condition suspensive de la survenance d'un événement de crédit. Cet événement subordonne l'exercice de l'option de vente par l'acheteur de protection.

Dans ces promesses, même si l'acheteur de protection ne possède aucun titre lors de la souscription de l'option, il n'est pas possible d'avancer l'argument selon lequel le contrat serait nul en vertu de l'article 1599 du Code civil qui dispose que «*la vente de la chose d'autrui est nulle*». La promesse est en effet un avant contrat qui ne s'identifie pas à la vente, et tant que l'option n'est pas levée, le contrat de vente n'est pas formé. Jusqu'à l'exercice de l'option et la formation du contrat de vente, l'acheteur de protection n'est donc pas tenu d'avoir en portefeuille les titres de référence. C'est là un des intérêts fondamentaux de l'option, car si les titres de référence se trouvent rationnés sur le marché et que l'acheteur de protection ne parvient pas à se les procurer, il n'exerce pas l'option.

La promesse unilatérale est en définitive au cœur même du mécanisme juridique. Si l'opération était conçue sur la base d'une simple vente, la naissance du rapport contractuel serait simplement conditionnée à la survenance d'un événement de crédit. La seule réalisation de la condition aurait pour effet de rendre les obligations pures et simples (16). Ce n'est définitivement pas ce que souhaite l'acheteur de protection. Il veut pouvoir conserver la liberté de livrer les titres de références ou non, compte tenu de leur disponibilité sur le marché. Or une simple vente lui ôterait justement cette liberté. Les conséquences patrimoniales ne sont pas négligeables. Si l'offre est rationnée, l'acheteur de protection peut ainsi être tenu de se fournir les titres au-dessus de leur valeur au pair (17).

## B. La qualification des dérivés de crédit au regard des réglementations particulières

Les dérivés de crédit peuvent être confrontés à trois réglementations spécifiques : la loi bancaire, la loi de Modernisation des activités financières (MAF) et le Code des assurances. Eu égard aux qualifications de droit commun retenues, les dérivés de crédit ne seront ici considérés que sous l'angle d'une qualification d'opération d'assurance ou d'instrument financier à terme. L'originalité des opérations sur événement de crédit induit un examen approfondi (2) ; ce que ne requièrent pas les dérivés sur variation de crédit qui se présentent comme des produits dérivés classiques (1).

1. Les dérivés sur variation de crédit

Au regard de la loi du 2 juillet 1996, le *total return swap* obéit à une classification duale et relève à la fois de l'article 3.1° et 3.2° de la loi. Cette dichotomie traduit en réalité la juxtaposition dans un même produit de deux contrats : le premier portant sur un taux d'intérêt ; le second, sur le prix d'un titre. La première convention se classe ainsi dans la catégorie des «contrats à terme sur taux d'intérêt» ; tandis que la seconde peut être rattachée aux «contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces». Ce dernier contrat engendre effectivement un règlement en espèces tandis que le prix du titre de crédit sur lequel il porte remplit une fonction identique aux sous-jacents mentionnés : la variation de son niveau donne la mesure du montant à verser par l'une ou l'autre des parties.

Un *credit spread forward* se présente également comme un instrument financier à terme. A priori, il pourrait être rangé à l'article 3.1° de la loi MAF car il donne lieu à un règlement en espèces ; cependant l'originalité de son sous-jacent, qui consiste en un écart de taux, ne plaide pas pour un tel rattachement. En fait, il faut se résoudre à qualifier ce contrat financier d'instrument financier à terme innommé.

Un *credit spread option* est une option monétaire qui n'ouvre droit à aucun actif quelconque (18). Le bénéficiaire de l'option n'achète en effet pas l'écart sous-jacent, il reçoit simplement un règlement en espèces fonction de cet écart. Au sens de l'article 3.5° de la loi MAF, cette option ne peut être qualifiée d'«option d'achat ou de vente d'instrument financier» et doit être rattachée par défaut à la catégorie balai de l'article 3 de la loi.

## 2. Les opérations sur événement de crédit

Les garanties sur événement de crédit rentrent parfaitement, nous l'avons vu, dans l'épure du contrat d'assurance. La doctrine juridique en a semble-t-il bien conscience ; et même si elle rejette en bloc la qualification d'assurance (19), elle ne parvient pas à se persuader totalement du bien-fondé de son analyse. Que penser notamment lorsqu'un auteur s'exprime en ces termes : «*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*» (20) ou encore, lorsque pour un autre «*la convention cadre de place ne doit pas être un paravent destiné à dissimuler la véritable nature juridique du contrat conclu : les juges ne se laisseraient pas tromper*» (21). Chacun sait en effet que les contractants ne peuvent imprimer la qualification juridique de leur choix au dérivé de crédit qu'ils souscrivent. La qualification est fonction de la structure fondamentale du contrat et ne dépend pas des termes utilisés par les contractants. Pour preuve le fait que le juge puisse «*donner ou restituer leur exacte qualification aux [...] actes litigieux, sans s'arrêter sur la dénomination que les parties en auraient proposée*» (art. 12 al. 2 du Nouveau Code de procédure civile).

Il ne faut donc pas se voiler la face, les garanties sur événement de crédit peuvent être requalifiées en contrats d'assurance. La législation sur les assurances n'a pour autant pas vocation à s'appliquer. Si l'on s'en tient aux termes de l'article L.111.1 du Code des assurances, la loi sur les assurances terrestres est, sauf disposition expresse, d'ordre public. Ce principe impératif doit néanmoins être

apprécié à la lumière des assurances que la loi exclut formellement de son champ d'application. Sont en effet visées des «assurances» ou des «opérations d'assurance» et non à proprement parler des «contrats d'assurance». La nuance est essentielle car la notion de «contrat d'assurance» ne recouvre pas celle d'«opération d'assurance» (22). Pour que le régime juridique des assurances soit applicable, il faut une véritable entreprise d'assurance réalisant une mutualisation des risques entre les assurés. L'assurance implique un groupement de personnes permettant de diluer et de pulvériser un risque entre des adhérents (23). L'assurance, c'est la dispersion des risques ; elle est possible car une minorité des risques seulement a vocation à se réaliser (24). Rien de tel dans une garantie sur événement de crédit. Tout d'abord, il n'y a qu'un seul risque, le risque qui a été défini dans le contrat, et non pas une multitude de risques mis en commun. Ensuite, et c'est un élément déterminant, le risque n'est pas réparti, mais reporté sur une autre contrepartie. Le risque n'est pas disséminé mais transféré. C'est une opération *ut singuli*. Contrairement à l'assuré, l'acheteur de protection encourt le risque de défaillance de la partie avec laquelle il contracte. Ce risque de contrepartie est d'autant plus grand qu'en cas de défaut le montant du décaissement est en général considérable pour le vendeur de protection (25). Le souscripteur d'une opération sur événement de crédit peut ainsi être amené à supporter le coût de remplacement de l'opération (26) ; ce que la mutualisation des risques prévient en principe dans une opération d'assurance classique.

Les garanties sur événement de crédit ne sont donc pas des opérations d'assurance et les parties ne sont dès lors pas tenues de se conformer aux principes dits «indemnitaires» et de «l'intérêt d'assurance». Autrement dit, le vendeur de protection peut verser une compensation sans rapport, d'une part, avec la dévalorisation de l'actif de référence, et d'autre part, avec le préjudice éprouvé par l'acheteur de protection (27). Ce dernier est donc libre de céder les titres qu'il possède avant la maturité du dérivé de crédit et de conserver malgré tout la protection y afférente, l'aliénation du bien assuré n'emportant pas transmission de la protection. Qui plus est, rien n'empêche à l'acheteur de protection de souscrire une couverture sur des titres qu'il ne détient pas et qu'il n'a pas non plus l'intention d'acquérir.

La législation sur les assurances écartée, il faut en définitive examiner si la loi du 2 juillet 1996 sur les marchés financiers peut trouver à s'appliquer. A cet effet, les opérations sur événement de crédit doivent impérativement pouvoir être qualifiées d'«instruments financiers».

Concernant les options de vente sur événement de crédit (*credit default options*), il n'existe aucune difficulté. Ces options ayant pour objet un instrument financier, elles peuvent indiscutablement être qualifiées de «contrats d'options de vente d'instruments financiers» (28) au regard de l'article 3.5° de la loi MAF.

La situation est plus délicate pour les garanties sur événement de crédit (*credit default swaps*). Ne constituant ni des titres de capital, ni des titres de créance, ces instruments, pour bénéficier des dispositions de la loi MAF, doivent impérativement être rangés parmi les «instruments financiers à terme» de l'article 3 de cette loi. Si l'on postule que les instruments financiers à terme sont des opérations qui créent des obligations dont la naissance est retardée jusqu'à l'échéance d'un terme, au sens de l'article 1185 du

Code civil (29), il n'est pas possible d'intégrer dans cette catégorie les garanties sur événement de crédit (30). La prestation du vendeur de protection n'est en effet pas suspendue à un terme futur de réalisation certaine mais à la survenance d'un «événement de crédit», de réalisation incertaine. Mais si par contre, comme nous le pensons, les instruments financiers à terme, ne sont pas au sens juridique du terme des contrats dans lesquels l'obligation des parties est affectée d'un terme (31), mais simplement des opérations pour lesquelles une ou plusieurs dates d'échéances ont été préfixées, les garanties sur événement de crédit peuvent alors être qualifiées d'instruments financiers à terme. Il demeure que ces contrats financiers d'assurance sont irréductibles aux catégories pré-constituées de l'article 3 de la loi MAF et qu'il faut donc les classer parmi les instruments financiers à terme innommés.

\* \* \*

Les contrats de dérivés de crédit prennent aujourd'hui le chemin de la standardisation. Bien loin des modèles à tiroir proposés par l'ISDA ou l'AFB, les grandes banques et les plates-formes de négociation sur internet tendent maintenant à faire prévaloir des modèles de convention uniformes et standardisés. Dans un avenir proche, il en résultera à la fois plus de lisibilité et de sécurité mais aussi moins de sou-

plesse. Le phénomène pourrait d'ailleurs s'amplifier considérablement si les dérivés de crédit devaient être négociés par l'intermédiaire de chambres de compensation.

Pour les garanties sur événement de crédit, la présence d'une chambre de compensation assurant la bonne fin des opérations ne serait pas sans conséquence sur la qualification des instruments. Une mutualisation des risques serait dès lors réalisée et les conventions passées ne constitueraient ni plus ni moins que des opérations d'assurances. Pour éviter tout risque de requalification, une des parades possibles serait alors de structurer les opérations sous forme d'options de vente sur événement de crédit, en prévoyant un dénouement par différentiel monétaire.

Pour les dérivés sur variation d'écart de taux, l'organisation des négociations tendrait à rendre encore plus tenus les liens que ces produits entretiennent avec l'économie réelle. Déconnectés de tout rapport avec les porteurs de titres de créance, les gestionnaires de portefeuille n'appréhenderaient plus la qualité d'un crédit que comme une substance quelconque, matière à prises de positions nouvelles (32). Ces contrats financiers seraient dès lors juridiquement des paris mais ne priveraient cependant pas leurs créanciers de toute action en raison de leur qualification d'instrument financier à terme. ■

(1) Travaux de recherche menés à l'ESCP sous la direction d'Alice Pezard.

(2) Alain Gauvin, «La nouvelle gestion du risque financier», *LGDJ* 2000.

(3) Pour une description plus complète de ce phénomène, v. J.-P. Laurent, «Les dérivés de crédit», *Revue d'économie financière*, n° 59, 2000-4, p. 115 et s.

(4) Sur ce rôle, traditionnellement réservé au juriste, v. A. Ghazi in préface à l'ouvrage de A. Morin, «Contribution à l'étude des contrats aléatoires», *LGDJ* 1998, p. v.

(5) F. Haas, *Banque*, n° 568, mars 1996, p. 49. Pour la reprise de cette définition, v. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 703, p. 591 ; A. Besse et A. Gauvin, «Licéité des dérivés de crédit en droit français», *RD bancaire et bourse*, n° 72, mars-avril 1999, p. 45-46 ; Dictionnaire permanent épargne et produits financiers, Les dérivés de crédit, *Bull.* 278, déc. 1999, n° 2, p. 2927 ; A. Gauvin, «La nouvelle gestion du risque financier», *Ed. LGDJ* 2000, p. 10.

(6) Sur les fondements des contrats financiers, v. F. Peltier, «Marchés financiers et droit commun», *Banque Ed.*, 1996, n° 277, p. 173.

(7) H. Hovasse, *Le Monep, J.-Cl. Banque et crédit*, fasc. 1710, p. 5-6.

(8) ISDA, *Sample Form of Credit Derivative Confirmation*, 1998.

(9) Pour une analyse similaire des contrats de swaps, v. P.-Y. Chabert, «Heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps», *RD Aff. Int.*, 1989, n° 1, p. 24.

(10) Sur la combinaison des dispositions du Code civil pour la détermination des contrats aléatoires, v. notamment A. Benabent, *Droit civil - Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, *Montchrestien*, 4<sup>e</sup> éd. 1999, n° 924, p. 541-542.

(11) A. Morin, «Contribution à l'étude des contrats aléatoires», *LGDJ*, 1998, n° 36, p. 24.

(12) A. Morin, op. cit., n° 144 et s., p. 70 et s.

(13) A. Morin, op. cit., n° 169, p. 79.

(14) Sur cette définition du risque dans le contrat d'assurance, v. V. Nicolas, «Contribution à l'étude du risque dans le contrat d'assurance», *RGDA*, 1998, n° 4, p. 654.

(15) I. Najjar, *Le droit d'option*, Contribution à l'étude du droit potestatif et de l'acte unilatéral, Paris 1967, sp. n° 17 et s.

(16) J. Flour et J.-L. Aubert, *Les obligations - 3. Le rapport d'obligation*, *Ed. Dalloz*, 1999, n° 285, p. 181.

(17) Pour un exemple concret de ce risque, v. R. Bruyère, «Les produits dérivés de crédit», *Ed. Economica*, p. 183-184.

(18) Sur l'objet des options monétaires : v. D. Martin et H. Synvet, note sous arrêt Paris, 3<sup>e</sup> ch., 27 oct. 1988, *D.* 1988, p. 147.

(19) Pour le rejet de la qualification d'assurance, v. notamment : B. Pérignon, «Le particularisme juridique des produits dérivés», *MTF, l'AGEFI*, n° 96, mai 1998, p. 29 ; P. Gissinger dans l'ouvrage de P. d'Hérouville et P. Mathieu, *Les dérivés de crédit*, p. 146-150 ; R. Bruyère, op. cit., p. 179 ; G. Kolifrath, «Les dérivés de crédit : vers une approche juridique», *Banque & Droit*, n° 63, janv.-fév. 1999, p. 15-16 ; A. Besse et A. Gauvin, «Licéité des dérivés de crédit en droit français», *Revue de droit bancaire et de la bourse*, n° 72, mars-avril 1999, p. 51-52 ; Dictionnaire permanent épargne et produits financiers, «Les dérivés de crédit», *Bull.* 278, p. 2931 ; A. Gauvin, «La nouvelle gestion du risque financier», *Ed. LGDJ*, 1996, p. 135-140.

(20) G. Kolifrath, article précité, p. 16.

(21) A. Gauvin, op. cit., p. 140.

(22) Pour une telle interprétation, v. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, «Droit des marchés financiers», *Ed. Litec*, 1998, n° 707, p. 596.

(23) M. Picart et A. Besson, «Le contrat d'assurance», T.1, 5<sup>e</sup> Ed., *LGDJ*, n° 10, p. 18 et 19.

(24) M. Picart et A. Besson, op. cit., n° 12, p. 21.

(25) J.-P. Laurent, article précité, 2000-4, n° 59, p. 126.

(26) D. Marteau, «Vers une explosion du marché des dérivés de crédit», *Banque Stratégie*, n° 48, avril 1998, p. 15.

(27) Sur la distinction à effectuer entre le dommage et le préjudice, cf. V. Nicolas, «Contribution à l'étude du risque dans le contrat d'assurance», *RGDA*, 1998, n° 4, p. 654.

(28) Pour une analyse similaire, v. AFB, «Approche juridique des dérivés de crédit», *Comité juridique*, 27 nov. 1998.

(29) F. Auckenthaler, «Instruments financiers à terme de gré à gré», *Juris.-Clas. Banque et crédit*, 2000, Fasc. 2050, n° 13, p. 4.

(30) Dans ce sens, v. P. Pouliquen et L. de Maintenant, «Les instruments dérivés de crédit à l'épreuve de la fiscalité», *Revue de droit fiscal*, n° 38, 1999, p. 1146.

(31) Selon H. Le Nabasque et P. Portier, «Le législateur a, de façon artificielle, qualifié d'instruments à terme des contrats qui ne le sont ni pour le juriste, ni pour le praticien» : H. Le Nabasque et P. Portier, «Les instruments financiers» in *La modernisation des activités financières*, ouv. coll. dir. par Th. Bonneau, *Ed. GNL-Joly*, 1996, n° 73, p. 43.

(32) La fiction n'est-elle déjà pas réalité ? V. les propos de D. Marteau in «Des climats très alternatifs», *La Tribune*, 17 oct. 2000.