



**DOCTORAT DE DROIT DES AFFAIRES**

**Alban PALSEUR**

**PARTICIPATION À L'ÉTUDE DE LA QUALIFICATION JURIDIQUE  
DES PRODUITS DÉRIVÉS DE CRÉDIT EN DROIT FRANÇAIS.**

Thèse soutenue le 22 Décembre 2011 à 14h30, Université Jean MOULIN LYON 3

Directeur de Thèse : Monsieur **Franck MARMOZ**,  
Maître de Conférences, Université Jean MOULIN LYON 3

Membres du jury :

Monsieur **Hervé CROZE**, Professeur, Agrégé des Facultés de droit, Université  
Jean MOULIN LYON 3

Monsieur **Nicolas BORGA**, Professeur, Agrégé des Facultés de droit, Université  
Pierre MENDÈS-FRANCE de GRENOBLE

Monsieur **Michel FARGE**, Maître de Conférences, Université Pierre MENDÈS-  
FRANCE de GRENOBLE

Monsieur **Franck MARMOZ**, Maître de Conférences, Université Jean MOULIN  
LYON 3



A ma famille sans qui rien n'aurait été possible.



Tous mes remerciements à Messieurs Hervé CROZE et Franck MARMOZ pour leur longue supervision attentive et compréhensive.

Merci pour leur aide dans mes recherches à Séline YAVUZ et Rémy MAJOREL, à tous les bibliothécaires rencontrés, avec une pensée affectueuse pour celles du CEUBA, et à Nathalie MASMONTET pour sa passion pour les introductions et conclusions.

Merci également à mes amis pour leur indéfectible soutien : Arnaud LEGOUGE, Caroline PFLIEGER, Damien MONNERY, Elodie CORDEL, Laetitia et Arnaud MONNERY, Pierre-Alban MONNERY, Amélie VIGNOLLES, Sylvain DESMARIS, Thomas NIOGRET, Céline et Etienne LENTZ, Sandrine ADAM, Alexandre BORNUIAT, Frédéric FERRAT, Sophia BREKHEDDA, Rosa et Patrick RAVIT, Sébastien ROSIER, Thomas NOVALIC, Laure MARTIN, Romain PIROLLET, Arnaud-Pierre PIROLLET, Cédric BARGOT, Yorick BOUILLET, Nathalie AUBERGER, Xavier WINCKEL, ainsi qu'au Greffe civil et à mes collègues et ex-collègues Assistants de Justice auprès du Tribunal de Grande Instance de Bourg-en-Bresse.



## **Abréviations et sigles employés.**

A.B.F.C.E. : Actualité Banque Française du Commerce Extérieur.  
act. Proc. Coll. : Actualité Procédure Collective.  
AFB : Association Française des Banques.  
A.J. : Actualité Jurisprudentielle.  
Actualité Juridique Famille : A.J. Fam.  
a. : autre.  
al. : alinéa.  
art. : article.  
B. : Banque  
    - Rev. B. : Revue Banque.  
    - B. mag. : Banque Magazine.  
B.&D. : Banque et Droit.  
B. Strat. : Banque Stratégie.  
BJB : Bulletin Joly Bourse.  
BJBPF : Bulletin Joly Bourse et Produits Financiers.  
BJS : Bulletin Joly Sociétés.  
Bull. B. France : Bulletin de la Banque de France.  
Bull. civ. : Bulletin des arrêts de la Cour de Cassation.  
bull. Com. Banc. : Bulletin de la Commission Bancaire.  
Bull. mens. Com. Banc. : Bulletin Mensuel de la Commission Bancaire.  
Bull. mens. COB : Bulletin Mensuel de la Commission des Opérations de Bourses.  
CAA : Cour Administrative d'Appel.  
Cah. Dr. Aff. D. : Cahiers de Droit des Affaires Dalloz.  
Cah. Jur. et Fiscaux de l'Exportation : Cahier Juridique et Fiscaux de l'Exportation.  
Cass. 1<sup>ère</sup> civ. : première chambre civile de la Cour de Cassation.  
Cass. 2<sup>ème</sup> civ. : deuxième chambre civile de la Cour de Cassation.  
Cass. 3<sup>ème</sup> civ. : troisième chambre civile de la Cour de Cassation.  
Cass. com. : chambre commerciale de la Cour de Cassation.  
Cass. crim. : chambre criminelle de la Cour de Cassation.  
Cass. soc. : chambre sociale de la Cour de Cassation.  
Cass. req. : chambre des requêtes de la Cour de Cassation.  
C.E. : Conseil d'Etat.  
CMF : Code Monétaire et Financier.  
COB : Commission des Opérations de Bourses.  
com. : commentaire.  
con. conc. cons. : Revue Contrat Concurrence Consommation.  
concl. : conclusion.  
chron. : chronique.  
D. : Recueil Dalloz.  
D. aff. : Dalloz Affaire.  
Defrénois : Répertoire du notariat Defrénois.  
D.F. : Revue de Droit Fiscal.  
DH : Recueil Hebdomadaire de jurisprudence Dalloz.  
DP : Dalloz Périodique.  
DPCI : Droit et Pratique du Commerce International.  
Dr. & Proc. : Droit et Procédure.  
Dr. Fam. : Droit de la Famille.

Dr. Pén. : Droit Pénal.  
 D.S. : Droit des Sociétés.  
 Fasc. : Fascicule.  
 FBF : Fédération Bancaire Française.  
 G.A.J.C. : les Grands Arrêts de la Jurisprudence Civile.  
 Gaz. Pal. : Gazette du Palais.  
 IR : Information Rapide.  
 ISDA : International Swaps and Derivatives Association.  
 J.-Cl. : Juris-classeur.  
 J.-Cl. B. : Juris-classeur Banque Crédit Bourse.  
 J.-Cl. Civ. : Juris-classeur Civil.  
 J.-Cl. com. : Juris-classeur de Droit Commercial.  
 J.-Cl. conc., cont., dist. : Juris-classeur concurrence, contrat, distribution.  
 J.-Cl. Pén. : Juris-classeur Pénale.  
 J.-Cl. Resp. civ. ass. : Juris-classeur Responsabilité Civile et Assurances.  
 J.-Cl. soc. : Juris-classeur sociétés.  
 JCP : semaine juridique, édition générale.  
 JCP C.I. : semaine juridique, édition commerce et industrie.  
 JCP E : semaine juridique, édition entreprise.  
 JCP N : semaine juridique, édition notariale.  
 JDI : Journal de Droit International.  
 JO AN : Journal Officiel de l'Assemblée Nationale.  
 J.O.R.F. : Journal Officiel de la République Française.  
 J.O.C.E. : Journal Officiel des Communautés Européennes.  
 J.O.U.E. : Journal Officiel de l'Union Européenne.  
 Jour. des Soc. : Journal des Sociétés.  
 Jour. not. : Journal des Notaires.  
 Lamy ass. : Lamy des assurances.  
 Lamy Dr. com. : Lamy droit commercial.  
 Lamy Dr. fin. : Lamy droit du financement.  
 Lamy Dr. Fis. : Lamy droit fiscal.  
 Lamy Dr. Pén. Aff. : Lamy de droit pénal des affaires.  
 Lamy soc. com. : Lamy sociétés commerciales.  
 Lég. : législation.  
 MTF : Marché et Technique Financière.  
 O.F. : Option Finance.  
 OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.  
 Quot. jur. : Le Quotidien Juridique.  
 P.A. : les Petites Affiches.  
 pan. : panorama.  
 pan. rap. : panorama rapide.  
 préc. : précité.  
 RCA : Responsabilité Civile et Assurance.  
 RCDIP : Revue Critique de Droit International Privé.  
 RLDA : Revue Lamy de Droit des Affaires.  
 RLDC : Revue Lamy de Droit Civil.  
 RDAI : Revue de Droit des Affaires Internationales.  
 RDBB : Revue de Droit Bancaire et de la Bourse.  
 RDBF : Revue de Droit Bancaire et Financier.  
 RDC : Revue Droit des Contrats.  
 R.E.F. : Revue d'Economie Financière.  
 Rép. Civ. D. : Répertoire Dalloz civil.  
 Rép. Com. D. : Répertoire Dalloz commercial.  
 Rép. Pén. D. : Répertoire pénal Dalloz.  
 Rép. Soc. D. : Répertoire Dalloz des Sociétés (encyclopédie).

Rev. critique de législation et de jurisprudence : revue critique de législation et de jurisprudence.  
Rev. Dr. pat. : Revue Droit et Patrimoine.  
Rev. Jur. Pers. Fam. : Revue Juridique des Personnes et de la Famille.  
Rev. Proc. Coll. : Revue des Procédures Collectives.  
Rev. Soc. : Revue des Sociétés.  
R.S. : Revue des Sociétés.  
Rev. Sta. Fin. : Revue de Stabilité Financière.  
Rev. des Huissiers de Just. : Revue des huissiers de justice.  
Rev. Trésor : La Revue du Trésor.  
RGAT : Revue Générale des Assurances Terrestres.  
RIDC : Revue Internationale de Droit Comparé.  
RJCom : Revue de Jurisprudence Commerciale.  
RJDA : Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires.  
RJPF : Revue de Jurisprudence et de Procédure Fiscale.  
R.M.A.M.F. : Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers.  
RTDC : Revue Trimestrielle de Droit Civil.  
RTD com. : Revue Trimestrielle de Droit Commercial.  
RTDF : Revue Trimestrielle de Droit Financier.  
S.A. : Société Anonyme.  
SARL, Société à Responsabilité Limitée.  
S.C. : Sommaire Commenté.  
S. : recueil Sirey.  
soc. : société.  
T.G.I. : Tribunal de Grande Instance.  
T.I. : Tribunal d'Instance.  
T. Com. : Tribunal de Commerce.  
V. : Voir.



## Sommaire

<u>Abréviations et sigles employés</u> .....	7
<u>Sommaire</u> .....	11
<u>Introduction</u> .....	13
<b>Partie I : L'ambivalence des « dérivés de crédit » : une famille d'instrument hétérogène sous une appellation commune</b> .....	37
<b>Titre I : Des instruments différents sous une appellation commune</b> .....	39
<b>Chapitre I : Une situation révélées par la notion de « dérivé de crédit »</b> .....	41
<i>Section I : La description économique des mécanismes « des dérivés de crédit »</i> .....	41
<i>Section II : Les intérêts de ces instruments</i> .....	73
<b>Chapitre II : Des différences révélées par l'origine des « dérivés de crédit »</b> .....	91
<i>Section I : Des mécanismes copiés d'instruments financiers antérieurement créés</i> .....	91
<i>Section II : Les mécanismes inspireurs des « dérivés de crédit » autres que les produits « dérivés »</i> .....	124
<b>Titre II : Une situation révélée par une première approche juridique</b> .....	140
<b>Chapitre I : Une unité juridique des « dérivés de crédit » de par leur mode de création</b> .....	140
<i>Section I : La prédominance de l'autonomie de la volonté</i> .....	140
<i>Section II : Les implications de la nature contractuelle des « dérivés de crédit »</i> .....	158
<b>Chapitre II : Une diversité juridique de par leurs caractéristiques essentielles</b> .....	180
<i>Section I : Une source de diversité des « dérivés de crédit » : la nature de leur aléa caractère juridique de ces contrats</i> .....	180
<i>Section II : La diversité engendrée par la notion « de risque de crédit », objet de la lutte des « dérivés de crédit »</i> .....	198
<b>Partie II : Tentative de qualification des « dérivés de crédit » : l'ambivalence confirmée des « dérivés de crédit »</b> .....	246
<b>Titre I : Recherche d'une qualification unique à l'ensemble des contrats de « dérivés de crédit »</b> .....	248
<b>Chapitre I : Les qualifications restreignant l'utilisation factuelle et actuelle des « dérivés de crédit »</b> .....	250
<i>Section I : Les qualifications restreignant la liberté d'emploi des « dérivés de crédit » par toute partie en raison de leur qualité : les atteintes à un monopole</i> .....	252
<i>Section II : La qualification des « dérivés de crédit » en jeux et paris : une qualification ôtant toute force obligatoire à ces conventions</i> .....	304
<b>Chapitre II : Les qualifications sans restriction conséquente quant à l'usage des « dérivés de crédit »</b> .....	314
<i>Section I : Distinction des « dérivés de crédit » de notions voisines</i> .....	314

<i>Section II : La seule qualification législative envisageable : la notion d'instrument financier.</i> .....	330
<b>Titre II : Essai de qualification propre à chaque catégorie de « dérivé de crédit ».</b> .....	366
<b>Chapitre I : La qualification des « dérivés de crédit » dont l'aléa est représenté par un événement.</b> .....	366
<i>Section I : Survenance d'un événement aléatoire entraînant une remise de somme d'argent : « le credit default swap ».</i> .....	368
<i>Section II : La survenance d'un événement aléatoire entraînant une interruption de « flux financiers » : le « credit linked note ».</i> .....	403
<b>Chapitre II : Les « dérivés de crédit » dont l'aléa est constitué par l'inconnu de la valeur de la créance.</b> .....	419
<i>Section I : Les « dérivés de crédit » dont l'aléa résulte d'un calcul d'écart.</i> .....	419
<i>Section II : Le «dérivé de crédit » entraînant un transfert de rendement : « total rate of return swap ».</i> .....	435
<b><u>Conclusion :</u></b> .....	477
<b><u>Glossaire :</u></b> .....	483
<b><u>Bibliographie.</u></b> .....	485
<b><u>Index Alphabétique.</u></b> .....	515

## Introduction.

« *La société du risque a tendance à générer un totalitarisme légitime de la prévention qui, sous couvert d'empêcher que ne se produise le pire, finit par créer (...) les conditions d'apparition de ce qui est encore pire* »

Ulrich BECK, « la société du risque, sur la voie d'une autre modernité », Flammarion 2001 p. 145.

1. Il est dans la nature humaine de chercher à sécuriser autant que faire ce peut son existence. Au fil de l'évolution du XXI<sup>ème</sup> siècle, cette tendance s'est alourdie au point qu'un auteur a écrit : « *c'est une réalité bien connue que le goût du risque se perd ; chacun cherche à s'assurer contre tout* »<sup>1</sup>. La peur du risque est prégnante dès qu'elle est mise en perspective par les crises sanitaires, alimentaires, météorologiques etc., et corrélativement la place prépondérante du principe de précaution et du risque zéro, jusque dans le domaine militaire avec le paroxysme du mythe de la guerre propre. L'industrialisation de l'assurance et les systèmes de protections sociales ont contribué à ce sentiment. En matière économique, ce sentiment est le terreau idéal de la schizophrénie lorsque dans le même temps l'esprit d'entreprise et le goût du risque sont le ferment de la valorisation, de la reconnaissance et de la récompense de la réussite sociale. Symbole de ces contradictions, le développement cette dernière décennie des structures d'activités entrepreneuriales restreignant le quantum du capital engagé ou l'importance des biens garantissant cette activité. La gamme des mécanismes contribuant peu ou prou à cette sécurisation économique n'a cessé de s'amplifier. Au sein de la vie des affaires, le secteur boursier et financier n'y échappe pas, en témoigne l'article écrit par M. Philippe ITHURBIDE s'intitulant « *le grand retour de l'aversion pour le risque* »<sup>2</sup>. Il explique l'aversion des investisseurs à s'engager sur les marchés actions en raison de l'éclatement de la bulle spéculative liée à la nouvelle économie et aux abus révélés. En matière bancaire, cette tendance s'est affirmée de manière très nette. Elle s'explique également pour des raisons historiques sur lesquelles nous nous appesantirons.

2. Les banques ont bénéficié d'un élargissement considérable de la clientèle « ménages » ou « particuliers »<sup>3</sup>. Concentrées d'abord sur la bourgeoisie, elles ont capté une épargne croissante dégagée grâce à l'amélioration constante du niveau de vie : 95 % des familles détenaient un compte-chèques ou un livret épargne en 2000 contre 18 % en 1966<sup>4</sup>. La loi a amplifié la « *bancarisation* »<sup>5</sup> des ménages français. A travers l'article L. 112-6 du code monétaire et financier, elle interdit le paiement en espèces d'une dette supérieure à un montant fixé par décret tenant compte du lieu de domicile fiscal et de la finalité professionnelle

---

<sup>1</sup> Patrick SERLOOTEN, « l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », D. 1985 chron. XXXIII p. 187.

<sup>2</sup> Philippe ITHURBIDE, « le grand retour de l'aversion pour le risque », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 12.

<sup>3</sup> Hubert BONIN, « la banque et les banquiers en France du moyen âge à nos jours », Larousse Histoire 1992.

<sup>4</sup> Hubert BONIN, « la banque et les banquiers en France du Moyen Age à nos jours », op. cit. p. 221 et Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », collection Que sais-je ?, Presse Universitaire de France 5<sup>ème</sup> édition 2003 p. 99.

<sup>5</sup> Bancarisation : « néologisme désignant l'importance du nombre d'individus qui ont un compte en banque. Lorsqu'un même individu a plusieurs compte, on parle de multibancarisation » : Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », Dunod 6<sup>ème</sup> édition 2009.

ou non de l'opération<sup>6</sup>. L'interdiction concerne les traitements et salaires qui doivent être effectués par chèque barré ou par virement à un compte bancaire ou postal<sup>7</sup>.

Corrélativement, le crédit de masse et les crédits à la consommation, dédiés à un achat spécifique, se sont développés : création de la banque SOFINCO en 1951 pour les achats de meubles ou de CETELEM, deux ans plus tard, pour l'électroménager. À présent, cette activité cible des catégories précises de personnes, les étudiants, jeunes couples. Certains acteurs économiques offrent ce service à leurs clientèles en sus de leurs prestations commerciales : grandes surfaces, concessionnaires, etc. Des services sont apparus sur une grande échelle : tenues de compte, chèques<sup>8</sup>, substituts fiduciaires et magnétiques de l'espèce, découverts etc. Cette croissance de l'activité a favorisé l'édification de réseaux bancaires internationaux facilitant la fourniture de services extraterritoriaux, surtout aux entreprises : accroissement des crédits, aide à la gestion de la trésorerie, facilitation des transactions commerciales internationales etc.

Après la seconde guerre mondiale, la conjoncture est propice aux établissements de crédit grâce à la convergence de plusieurs facteurs : prospérité économique, collecte d'épargne massive transformée en prêts à long terme, stabilité des changes, accès au marché interbancaire à un taux avantageux et présence d'un taux réel négatif favorable aux emprunteurs car la hausse des ressources provoquée par une inflation forte compense les coûts de remboursement du crédit.

3. A partir des années 80, une érosion progressive et inexorable des marges bancaires va s'amorcer. La prospérité des trente glorieuses est remplacée par une crise persistante après les deux chocs pétroliers des années 70. Les ressources sont grevées par une baisse du taux d'épargne<sup>9</sup>. La montée du chômage au sein du segment « ménage » de leur clientèle et les défaillances des acteurs économiques nuisent à leurs résultats. Après l'échec de la politique publique de relance, qui a durablement déséquilibré les budgets publics, les gouvernants ont entendu favoriser l'essor des sociétés par leur recapitalisation et accroissement des fonds propres tout en les inscrivant dans un marché mondial à même de mieux allouer les ressources financières<sup>10</sup>. Le taux d'intérêt réel négatif a disparu avec la lutte contre l'inflation menée pour favoriser l'émergence d'une épargne forcée à orienter vers l'investissement des sociétés. De 2,2 % en 1960, ce taux oscillait entre 15 et 14 % en France entre 1974 et 1980 avant d'être ramené, hors crise et quelques pics à 3,3 % en 2009, entre environ 1,5 % et 2,2 % cette

---

<sup>6</sup> L'interdiction a été introduite par une loi du 22 oct. 1940 relative aux règlements par chèques et virement, J.O.R.F. du 8 nov. 1940 p. 5602, D. 1942 Lég. p. 2 modifiée par la loi n° 88-1149 du 23 déc. 1988 de finance pour 1989, J.O.R.F. du 28 déc. 1988 p. 16320. L'ancienne rédaction de l'article L. 112-6 était : « les règlements qui excèdent la somme de 750 € ou qui ont pour objet le paiement par fraction d'une dette supérieure à ce montant, portant sur les loyers, les transports, les services, fournitures et travaux ou afférents à des acquisitions d'immeubles ou d'objets mobiliers ainsi que le paiement des titres nominatifs et des primes ou cotisation d'assurance doivent être effectués par chèque barré, virement ou carte de paiement. Il en est de même pour les transactions d'animaux vivants ou sur les produits de l'abattage ».

<sup>7</sup> Art. L. 112-6 du code monétaire et financier et L. 3241-1 du code du travail, antérieurement L. 143-1 de ce code. Ce montant est fixé à 1500 € par le décret n° 85-1073 du 7 oct. 1985 pris pour l'application de l'art. 1<sup>er</sup> de la loi du 22 oct. 1940 modifié relative aux règlements par chèque et virement, J.O.R.F. du 11 oct. 1985 p. 11821, modifié par le décret n° 2001-96 du 2 fév. 2001 portant adaptation de la valeur en euro de certains montant exprimé en francs J.O.R.F. du 3 fév. 2001 p. 1880.

<sup>8</sup> Sur l'influence déterminante des moyens de paiement, en particulier du chèque, dans le phénomène de « bancarisation », V. Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », collection Que sais-je ?, op. cit. p. 99.

<sup>9</sup> Il était de 16,8 % du revenu disponible des ménages en 1960, 20 % en 1979, 11,7 % en 1987 pour remonter à 16,1 % en 2001 : Le « bilan du monde édition 1997, l'année économique et sociale 1996 », édition Le Monde p. 134 et le « bilan du monde édition 2003 », édition Le Monde p. 142 ; Jean-Marie THIVEAUD, « les évolutions du système bancaire français de l'entre deux guerres à nos jours : spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », R.E.F. n° 39 de 1-1997 p. 60.

<sup>10</sup> Jacques REGNIEZ, « les nouveaux produits financiers », collection Repère, édition La Découverte 1987.

dernière décennie<sup>11</sup>. Au sein de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE)<sup>12</sup>, l'inflation a été ramenée à 2,2 % en 2002 après une moyenne de 11,4 % en 1981<sup>13</sup>.

De plus, l'environnement légal et réglementaire a évolué pour mettre fin aux positions privilégiées des établissements de crédit pour réduire le coût de l'endettement et favoriser l'investissement. Durant les trente glorieuses, l'État, titulaire du droit de battre monnaie, entendait influencer la politique économique et le rouage incontournable de la circulation monétaire. Après nationalisation, en tant qu'actionnaire principal, il maîtrisait près de la moitié des banques surtout les plus importantes<sup>14</sup>. Il accordait des statuts fiscaux et financiers spécifiques à certains établissements et réservait à certains d'eux la distribution de certains financements en leur concédant des bonifications ou avantages particuliers<sup>15</sup>. Au milieu des années 1980, la privatisation et la mise en concurrence deviennent les mots d'ordre. Les procédures de financement privilégiées sont supprimées ou ouvertes à tous les établissements de crédit. Ils se concurrencent sur les opérations « ordinaires » et les « crédits spéciaux ». La loi bancaire du 24 janvier 1984<sup>16</sup> chargée d'unifier, rénover et alléger la législation et la réglementation relative à la profession bancaire tout en favorisant la concurrence a harmonisé les statuts des organismes bancaires pour les placer sur un pied d'égalité.

L'autre évolution majeure est la loi du 14 décembre 1985<sup>17</sup> qui initie la déréglementation et désintermédiation du marché monétaire par la création des titres de créances négociables

---

<sup>11</sup> V. les chiffres cités dans « bilan du monde édition 1997, l'année économique et sociale 1996 », édition Le Monde p. 134 ; « bilan du monde édition 2003 », édition Le Monde p. 142 ; « bilan du monde 2008 », édition Le Monde p. 160 ; « bilan du monde 2009 », édition Le Monde pp. 49 et 150.

<sup>12</sup> Organisme créé le 14 décembre 1960 pour remplacer l'Organisation Européenne de Coopération Economique (OECE) institué en 1948 pour organiser un programme de coopération de reconstruction de l'Europe avec l'aide du plan Marshall. L'OCDE est un forum de coordination des politiques économiques et sociales pour promouvoir le bien être économique et contribuer au bon fonctionnement de l'économie mondiale en stimulant et en harmonisant leurs efforts en faveur des pays en voie de développements. En sont membres : Allemagne, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, France, Grèce, Irlande, Islande, Italie, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Turquie, Japon (en 1964), Finlande (en 1969), Australie (en 1971), Nouvelle-Zélande (en 1973), Mexique (en 1994), Tchéquie (en 1995), Corée du Sud, Hongrie, Pologne (en 1996) et Slovaquie (en 2000).

<sup>13</sup> Le « bilan du monde édition 1997, l'année économique et sociale 1996 », édition Le Monde p. 16 et dans le « bilan du monde édition 2003 », édition Le Monde p. 22.

<sup>14</sup> Hubert BONIN, « la banque et les banquiers en France du Moyen Age à nos jours », op. cit. p. 221 ; Jean-Marie THIVEAUD, « les évolutions du système bancaire français de l'entre deux guerres à nos jours : spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », loc. cit. p. 27 ; Pierre-Henri CASSOU, « seize ans de réorganisation bancaire en France », R.E.F. n° 64 de 1-2001 p. 13.

<sup>15</sup> « Trente statuts juridiques différents avaient pu être recensés, certains ne s'appliquant qu'à un nombre limité d'institutions, voir à une seule dans certain cas » et plus de 200 procédures de prêts privilégiés par l'État ont été répertoriées à la fin des années 1970 par un rapport selon Pierre-Henri CASSOU, « seize ans de réorganisation bancaire en France », loc. cit. p. 13.

<sup>16</sup> Loi n° 84-46 du 24 janv. 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit. Sur cette phase : Pierre-Henri CASSOU, « seize ans de réorganisation bancaire en France », loc. cit. p. 13 ; Jean-Marie THIVEAUD, « les évolutions du système bancaire français de l'entre deux guerres à nos jours : spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », loc. cit. p. 27.

<sup>17</sup> Loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et opérations boursières, J.O.R.F. du 14 déc. 1985 p. 14598 et Décret n° 85-1328 du 16 déc. 1985 pris en application de la loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985, J.O.R.F. du 17 déc. 1985 p. 14684 plusieurs fois retouchés : décret n° 86-210 du 11 fév. 1986 modifiant le décret n° 85-1328 du 16 déc. 1985, J.O.R.F. du 16 fév. 1986 p. 2640 et décret n° 86-1253 du 4 déc. 1986 relatif aux conditions d'accès au marché financier des établissements publics de l'Etat à caractère industriel et commercial soumis aux règles de la comptabilité publique, J.O.R.F. du 17 déc. 1985 p. 14822.

précurseurs de nombreux autres instruments<sup>18</sup>. Sous la pression européenne libéralisant les échanges de services bancaires et financiers, le marché de refinancement moins coûteux jusque-là réservé aux établissements de crédit s'ouvre aux entreprises. Ce décloisonnement des marchés financiers de l'argent accessibles aux entreprises les invitent à les prospecter pour débusquer le taux le plus avantageux<sup>19</sup>. Cette concurrence nouvelle du secteur financier provoque une pression à la baisse des taux d'intérêt, tout au moins pour les sociétés d'une certaine taille<sup>20</sup>. Jean-Paul LAURENT le résume<sup>21</sup> : « *on peut aussi remarquer d'autres phénomènes qui traduisent une certaine « marchéisation » des crédits. Les taux de références se rapprochent de ceux du marché financier* ». Cette « marchéisation » ou désintermédiation désigne l'aptitude des acteurs économiques à se procurer directement sur les marchés les financements attendus sans passer par l'intermédiaire des banques. Les sociétés sont passées d'une situation d'utilisation de crédits bancaires (économie d'endettement) à l'émission de titres de créances négociables ou le développement de techniques de financement par fonds propres (situation de finance directe)<sup>22</sup>.

4. Les sociétés ont exploité ces évolutions par de véritables stratégies de gestion de la dette pour réduire les coûts et protéger la compétitivité. Leurs absences nuiraient aux prix ou à la capacité d'investissement nécessaire à l'innovation. M. Bernard MASSONNET précise que gérer une dette consiste à s'accommoder au mieux d'un risque préexistant et inévitable<sup>23</sup>. Elles adaptent les charges à leurs rentrées financières. Elles cherchent, parfois en transformant l'endettement, le meilleur accès aux financements nationaux ou internationaux, volonté renforcée avec la disparition des taux réels négatifs rendant douloureux l'endettement<sup>24</sup>. MM. Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER notent que « *cette désintermédiation a eu un impact sur la relation traditionnelle banques entreprises* »<sup>25</sup>. Les banques ont perdu leur rôle traditionnel de financement des économies<sup>26</sup> : leur part dans le financement des entreprises est

<sup>18</sup> V. Jean-Louis RIVES-LANGE et Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « droit bancaire », précis Dalloz 6<sup>ème</sup> édition 1995 n° 396 et s p. 394 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », revue Banque édition 2004 p.20.

<sup>19</sup> « *L'internationalisation des marchés et la possibilité technique d'intervenir dans le monde entier a favorisé la recherche de financement à moindre coût, quel que soit le marché envisagé* » : Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps : techniques contractuelles et régime juridique », édition MASSON 1992 p. 11.

<sup>20</sup> V. « bilan du monde édition 2003 », édition Le Monde pp. 26, 143 et 195. Pour les années 2000 et 2001 : Commission bancaire, « la rentabilité des grandes banques internationales en 2001 et au premier semestre 2002 », bull. Com. Banc. n° 27 nov. 2002 p. 40.

<sup>21</sup> Jean-Paul LAURENT, « les nouvelles techniques financières et la gestion des crédits », R.E.F. n° 32 printemps 1995 p. 152 ; Jacques REGNIEZ, « les nouveaux produits financiers », op. cit. p. 61 ; Hubert DE VAUPLANE, « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », RJCom n° 1 2001 p. 187 ; Frédéric MAURO et Fabrice ROBERT, « banques : votre santé nous intéresse, synthèse du rapport du groupe de travail de la commission des finances du sénat », R.E.F. n° 39 de 1-1997 p. 85 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », R.E.F. n° 78 2005 p. 284.

<sup>22</sup> Jacques REGNIEZ, « les nouveaux produits financiers », op. cit. p. 61 et s. et en particulier p. 67.

<sup>23</sup> Bernard MASSONNET, « la gestion de la dette », M.T.F. n° 10 de mars-av. 1989 p. 8 et 9.

<sup>24</sup> « *L'existence de taux d'intérêt réels négatifs avaient incité les entreprises à s'endetter au cours de la décennie soixante-dix, la réduction de l'inflation et le retournement de l'effet de levier de l'endettement les ont conduits globalement à réduire leur dette depuis le début des années 80* » : Pascale ARBILLOT, Philippe MABILLE et Nathalie SABATHIER, « la dette, vice ou vertu pour l'entreprise ? », M.T.F. mars-av. 1989 p. 11 ; Jacques GRAVEREAU et Jacques TRUMAN, « crises financières », Economica 2001 p. 438.

<sup>25</sup> Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, « banque et marchés financiers », édition Economica 1998 p. 608.

<sup>26</sup> « *La mutation du système bancaire a été rendue nécessaire par l'évolution du système financier international qui a consacré la place centrale des marchés financiers. Dans la plupart des pays, le système bancaire a perdu son rôle à part, mais aussi le système de protection et de réglementation stricte, qui sécurisaient sa mission de financement de l'économie. La période des quinze dernières années apparaît rétrospectivement comme une période d'instabilité relative, car elle correspond à la recherche par*

passée de 67 % en 1984 à 23 % en 1995, celui d'intermédiation globale baissant en 10 ans de 70 % à 23 %<sup>27</sup>. La multibancarité s'est accentuée<sup>28</sup>. La combinaison de ces facteurs a réduit les marges des banques sur cette activité traditionnelle : « *la dérégulation a été à l'origine d'une concurrence effrénée entre les banques, que d'aucun ont prévenues qu'elle risquait d'être suicidaire. Le résultat est une diminution constante de la rentabilité des banques* »<sup>29</sup>. Les banques françaises étaient plus sensibles et plus fragiles à cette conjoncture que leurs consœurs en raison d'une rentabilité plus faible<sup>30</sup>. Parallèlement, le législateur entendait favoriser la concurrence par la création du statut d'entreprise d'investissement unifiant les régimes des intervenants sur les marchés financiers<sup>31</sup>.

5. Face à la concurrence, les établissements de crédit disposaient de plusieurs attitudes pour sauver leur situation. En premier lieu, engager une guerre des prix en souffrant une diminution drastique des marges pour capter la clientèle des banques les moins compétitives. Cette stratégie reste aléatoire en raison de « *la viscosité des parts de marchés (...) qui annulent totalement le processus de sélection attendu d'une éventuelle guerre des prix* »<sup>32</sup>. La redistribution des parts de marché serait insuffisante à contrebalancer l'effort produit sur les prix et la perte de rentabilité. En second lieu, s'évertuer à trouver d'autres filons de

---

*tâtonnement d'un nouvel équilibre* » : Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », édition DUNOD 2001 p. 2.

<sup>27</sup> Pascale ARBILLOT, Philippe MABILLE et Nathalie SABATHIER, « la dette, vice ou vertu pour l'entreprise ? », loc. cit. p. 11 ; Commissariat général au plan : rapport du sénat sur les banques (1996 - 1997).

<sup>28</sup> Michel DIETSCH et Valérie GOLITIN-BOUBAKARI « l'évolution des relations banques entreprises dans les années 1990 », bull. Com. Banc. n° 27 de nov. 2002 p. 74.

<sup>29</sup> Michel VASSEUR, « sécurité financière et droit », R.E.F. 1991 n° 18 p. 120. « *Sous l'effet de la déréglementation financière et du renforcement de la concurrence entre banque, celles-ci ont été confrontées à une forte érosion de leur marge* » : Michel DIETCSH et Joël PETEY, « mesure et gestion des risques de crédit dans les institutions financières », revue banque édition 2003 p. 15 ; Christian DE BOISSIEU, « fragilité et défaillances bancaires », Mélanges A. SAYAG, creda Litec p. 171 ; Christian BORDES, « faillites bancaires et politiques monétaires », R.E.F. n° 19 1991 p. 95. Pour la rémunération effective du banquier, V. l'ex. de Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit », collection gestion, édition Economica 1998 p. 4.

<sup>30</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. ; Hubert BONIN, « la banque et les banquiers en France du moyen âge à nos jours », op. cit. ; Anne MICHEL, « la mutation du secteur public mutualiste », bilan du monde, édition Le Monde 2002 p. 194 ; J.J. BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », Presse de science politique et Dalloz 4<sup>ème</sup> édition 1995 p. 275 ; Jean-Marie THIVEAUD, « les évolutions du système bancaire français de l'entre deux guerres à nos jours : spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », loc. cit. p. 27 ; Frédéric MAURO et Fabrice ROBERT, « banques : votre santé nous intéresse, synthèse du rapport du groupe de travail de la commission des finances du sénat », R.E.F. n° 39 de 1-1997 p. 77. Cette situation s'est améliorée dès le début des années 2000 : Commission bancaire, « la rentabilité des grandes banques internationales en 2001 et au premier semestre 2002 », bull. Com. Banc. n° 27 de nov. 2002 p. 63 ; Emmanuel DRESS « gestion des risques de crédit, la prise en compte des systèmes de notation interne par le comité de Bâle : quel impact opérationnel pour les banques ? », B. mag. n° 639 de sept. 2002 p. 57.

<sup>31</sup> Loi n° 96-597 du 2 juil. 1996 de Modernisation des Activités Financières, J.O.R.F. du 4 juil. 1996 p. 10063 ; Michel GERMAIN et Marie-Aude NOURY, « la loi du 2 juil. 1996 de modernisation des activités financières », JCP 1997 n° 4022 p. 217 ; Paul LE CANNU, « réflexions sur l'apport de la loi du 2 juil. 1996 au droit des sociétés », BJS oct. 1996 p. 796 ; Jean TRICOU, « la loi de modernisation des activités financières », B. n° 574 oct. 1996 p. 55 ; Marc FAVERO, « la loi n° 96-597 du 2 juil. 1996 de modernisation des activités financières : premiers commentaires », O.F. n° 428 du 25 nov. 1996 p. 38 et n° 437 du 3 fév. 1997 p. 26 ; Alice PEZARD, « la modernisation des activités financières en Europe », P.A. n° 122 du 9 oct. 1996 p. 11 ; Hubert DE VAUPLANE, « les modifications réglementaires et la jurisprudence depuis la loi MAF », B. n° 589 de fév. 1998 ; les dossiers « loi de modernisation des activités financières, ce que vous devez savoir », B.C.F. 7-8-9/1996 p. 27 et « modernisation des activités financières », BRDA n° 96-18 du 1<sup>er</sup> sept. 1996 p. 16.

<sup>32</sup> Danièle NOUY, « relation interbancaire et risques systémiques », Rev. B. n° 535 de fév. 1993 p. 26.

rémunérations par de nouveaux services à offrir à la clientèle. M. Christian GARY pensait que « *le grand rôle des banques de demain est d'offrir aux entreprises un service d'ingénierie financière adapté aux exigences de chacune* »<sup>33</sup>. Cette opportunité a été exploitée : conseil et organisation des plans de financement ou de gestion de la trésorerie, placement de produits financiers, ingénierie financière, arbitrage et gestion, création d'outils financiers. Ils ont accentué les prestations commerciales : affacturage, crédit-bail, location avec option d'achat, escompte et cession Daily. En troisième lieu, maîtriser en les diminuant les coûts de l'activité bancaire : chasse au gaspillage, réductions du personnel, regroupement des agences voir des établissements eux-mêmes<sup>34</sup>. Les concentrations entre banques se sont multipliées pour atteindre des montants effarants au cours des années 2000. Elles permettent l'amélioration de la compétitivité grâce aux économies d'échelle par suppression des « doublons » humains et matériels, économies qui s'appliqueront aussi à des coûts difficilement compressibles comme la gestion des moyens de paiement ou les investissements dans les nouvelles technologies. Elles permettent l'accès rapide à d'autres secteurs d'activité ou géographique. Cette course effrénée a très vite dépassé l'enjeu de la compétitivité. Atteindre une taille critique éloigne le risque d'être ciblé comme une proie par un concurrent et accroît la capacité à devenir un prédateur. Elle augmente d'autant sa facilité à accéder au refinancement à un moindre taux. Cette concentration a regroupé tant les banques de dépôt (collecte de l'épargne et transformation en crédit à long terme), d'affaires ou d'investissements (prise et gestion de participation dans les sociétés) et les banques spécialisées en ingénierie et conseils financiers.

6. La déréglementation, l'internationalisation, le décloisonnement des circuits de financement, le développement du rôle des marchés, la levée des contraintes en matière de circulation internationale de capitaux, l'innovation financière n'ont pas bouleversé que le seul paysage bancaire : « *la déréglementation a suscité, de la part des établissements bancaires, des prises de participations dans des non-banques (courtiers, société de bourses) contribuant ainsi à la création de véritables conglomerats financiers regroupant des entités pratiquant tous les métiers de la finance au sens large* »<sup>35</sup>. Ces rapprochements ont dépassé le monde financier ou bancaire. Ils se sont mélangés à celui de l'assurance. Ils ont donné naissance à deux nouveaux termes, celui de « *bancassurance* »<sup>36</sup>, une banque offre des services d'assurance, et « *d'assur'banque* », une entreprise d'assurance propose des services bancaires<sup>37</sup>. Ce mouvement général de concentration est contesté depuis la crise de 2007.

<sup>33</sup> Pascale ARBILLOT, Philippe MABILLE et Nathalie SABATHIER, « la dette, vice ou vertu pour l'entreprise ? », loc. cit. p. 11.

<sup>34</sup> Sur la concentration comme facteur de résistance aux effets de la déréglementation et de la concurrence : Michel DIETSCH et Valérie GOLITIN-BOUBAKARI « l'évolution des relations banques entreprises dans les années 1990 », bull. Com. Banc. n° 27 de nov. 2002 p. 74. Pour des chiffres entre 1984 et 2001 : Pierre-Henri CASSOU, « seize ans de réorganisation bancaire en France », loc. cit. p. 13 ; Dominique PLIHON, « les restructurations bancaires : un processus de rattrapage », R.E.F. n° 61 de 2001-1 p. 31 ; Hubert DE VAUPLANE, « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », loc. cit. p. 187.

<sup>35</sup> Danièle NOUY, « relation interbancaire et risques systémiques », loc. cit. p. 26. « *Le conglomérat financier type regroupe plusieurs métiers : assurance, banque d'investissement, banque commerciale, asset-management, conservation de titres* » : Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. ; Laurence SCIALOM, « les conglomerats financiers : un défi prudentiel », R.E.F. n° 39 de 1-1997 p. 125.

<sup>36</sup> Jean-Paul LAURENT, « les nouvelles techniques financières et la gestion des crédits », loc. cit. p. 149 ; Jean-Marie THIVEAUD, « les évolutions du système bancaire français de l'entre deux guerres à nos jours : spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », loc. cit. p. 63 ; Alain BORDERIE et Michel LAFFITE, « la bancassurance, stratégie et perspectives en France et en Europe », Revue Banque édition 2004. Sur l'importance chiffrée du phénomène : Q.F., « les beaux jours de la bancassurance », B. mag. n° 647 de mai 2003 p. 14. Sur la remise en cause de cette mutation : Nicolas LIOLIAKIS et Christophe TADIE, « convergence banque assurance : les jeux ne sont pas faits », B. mag. n° 655 de fév. 2004 p. 32.

<sup>37</sup> Isabel BONI, « Assur'banque : un nouveau modèle de distribution bancaire », B. mag. n° 658 mai 2004 p. 39.

7. L'environnement bancaire et financier est devenu le domaine de l'instabilité pour tous les opérateurs économiques. Depuis l'abandon en 1971 et 1973 du système de Bretton Woods du 21 juillet 1944 instaurant un système de parité des monnaies selon un taux de conversion prédéterminé avec le dollar lui-même convertible en or, ces taux de changes sont devenus flottants comme les taux d'intérêts. Une série de mécanismes a été imaginée pour limiter ces risques, pour eux comme pour leurs clients. Le risque de taux fait courir au porteur d'une créance ou d'une dette son évolution ultérieure. La charge d'emprunt peut s'alléger ou s'alourdir selon l'évolution du taux tout comme il peut augmenter ou diminuer le produit du placement d'une trésorerie. Le risque de change<sup>38</sup> est celui de variation du cours d'une devise. Il provoquera une perte ou un gain. Ils s'additionnent en présence d'un financement international. Le risque de cours est celui subi par tout détenteur ou acheteur potentiel d'un actif dont la valeur est soumise à variation. Les instruments financiers imaginés pour les contrer s'appellent « *produits dérivés* ». Ils sont l'ensemble des instruments financiers permettant de se couvrir contre une variation adverse du cours d'actifs dits « *sous-jacents* », outre les cours de change et d'intérêt, les actions, les obligations, les matières premières et les indices boursiers<sup>39</sup>. En leur sein, les « *swaps* » prennent la suite de deux techniques plus anciennes : les prêts parallèles et les prêts adossés<sup>40</sup>. Un prêt parallèle est un accord réciproque de prêts de même montant, dans des devises différentes, pour une durée identique, entre deux parties, en général des sociétés membres de groupes internationaux, remettant ces prêts à une filiale de son contractant installé sur son sol pour contourner la réglementation du contrôle des changes. La société allemande mettra des yens en surplus de trésorerie à la disposition d'une filiale d'un groupe australien installée en Allemagne et la société australienne prêtera ses dollars non utilisés à la filiale de la société allemande installée sur le sol australien. Les prêts adossés copient ce mécanisme en s'exonérant des filiales. Les swaps de devises seraient apparus les premiers en 1976 avec des florins néerlandais et la livre sterling<sup>41</sup> et celui de taux d'intérêt ne serait apparu pour la première fois qu'en 1981<sup>42</sup>. Il unifie et allège la rédaction contractuelle car ces prédécesseurs comportaient deux contrats distincts. D'autres instruments y ont été adjoints comme les contrats optionnels. Spéculatifs, ils engendrent un fort effet de levier, c'est-à-dire que les montants mobilisés pour conclure ces contrats sont faibles mais que les gains ou les pertes peuvent être illimités.

---

<sup>38</sup> Sur les modes de gestion de ce risque avant la démocratisation de ces outils financiers : M. F. BILTERYST, « la gestion du risque de change dans une entreprise multinationale », D.P.C.I. déc. 1975 p. 549.

<sup>39</sup> V. infra § 32 et 113.

<sup>40</sup> Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps : techniques contractuelles et régime juridique », op. cit. p. 11 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », Banque éditeur, 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 430 p. 422 et « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », B. n° 468 de janv. 1987 p. 24 et n° 469 de fév. 1987 p. 128 ; Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », R.E.F. n° 24 printemps 1993 p. 91 ; Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », B. de mai 1994 n° 548 p. 28 ; J.T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », RDAI 1985 n° 3 p. 293 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », collection gestion, PUF 1995 p. 201 et s.

<sup>41</sup> Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps : techniques contractuelles et régime juridique », op. cit. p. 11 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 425 p. 416.

<sup>42</sup> Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps : techniques contractuelles et régime juridique », op. cit. p. 11 ; Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », loc. cit. p. 93 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 425 p. 416 ; Yves SIMON, « les produits dérivés, origine et développements », collection gestion poche, Economica 2<sup>ème</sup> édition 1997 p. 6 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », Gualino éditeur 1996 p. 27 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », édition Economica 2<sup>ème</sup> édition 1997 p. 235 ; François LONGIN, « les innovations financières », B. mag. n° 653 de déc. 2003 p. 34.

Plusieurs illustrations existent : la liquidation de la banque Barings, la perte de 5 milliards d'euros par l'activité d'un seul trader, celle de 2 milliards cet été pour une banque suisse.

Les établissements de crédit ont essuyé une succession de crises financières : éclatement de la bulle immobilière en 1991<sup>43</sup>, crise japonaise, crise russe etc. MM. Arnaud de SERVIGNY et Ivan ZELENKO avancent que « *la décennie quatre-vingt-dix reste marquée par le risque de crédit. Elle s'ouvre par une crise majeure liée aux pertes très importantes sur les crédits bancaires, touchant pratiquement tous les pays et affectant durablement le Japon* »<sup>44</sup>. La liste peut s'enorgueillir de compter celle affectant les pays émergents asiatiques en 1997-1998<sup>45</sup>.

8. Dans ce contexte, la limitation du risque de crédit des banques, mais aussi de tout autre opérateur économique, devient crucial. Il est celui de ne pas être remboursé des avances consenties. Il engendre la perte des intérêts et du principal. Pour une banque, cette perte s'impute sur la capacité à accorder des crédits. M. Christian JIMENEZ énonce que « *le risque de crédit est le risque bancaire de loin le plus important* »<sup>46</sup>, dès lors, « *l'amélioration même marginale du coût du risque est un facteur de compétitivité non négligeable* »<sup>47</sup>. M<sup>me</sup> Danièle NOUY relève que ce risque est le plus difficile à appréhender pour les banques qui ne se méfient pas de ce risque découlant d'opérations familières<sup>48</sup>.

9. Il existe des méthodes de limitation du risque de crédit. La première s'intéresse à la viabilité d'un projet en étudiant la capacité de remboursement de l'emprunteur. Elle reposera sur des sources d'information. Les informations internes proviendront de l'emprunteur qui justifiera de sa situation financière et économique par la remise de documents, surtout comptables. Les sources extérieures à l'emprunteur sont nombreuses. Une partie est gérée par la Banque de France. Pour les particuliers, par l'article L. 333-4 du code de la consommation, elle est obligée d'administrer le fichier national des incidents de paiements. Il recense tous les incidents de paiement obligatoirement déclarés par les banques contre un accès à ce fichier, les demandes de saisies de la commission de surendettement et les procédures de rétablissements personnels<sup>49</sup>. Elle tient le fichier central des chèques impayés ou irréguliers en

---

<sup>43</sup> En France, des pertes de 210 à 280 milliards de francs : Commissariat général au plan : rapport du sénat sur les banques ; Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, « banque et marchés financiers », op. cit. p. 608 ; Frédéric MAURO et Fabrice ROBERT, « banques : votre santé nous intéresse, synthèse du rapport du groupe de travail de la commission des finances du sénat », R.E.F. n° 39 de 1-1997 p. 77.

<sup>44</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 1.

<sup>45</sup> Eric LESER, « les marchés asiatiques s'écroulent », bilan du monde, édition Le Monde 1998 p. 182 et les articles étudiant la situation des pays asiatiques : la Corée du sud p. 117, la Thaïlande p. 119. Jean-Luc GREAU : « *c'est une crise du surinvestissement et de surendettement du secteur privé* », dans « le capitalisme malade de sa finance », édition Gallimard 1998. « *La crise asiatique et le récent défaut de la Russie nous ont rappelé l'omniprésence du risque de crédit* » : Richard BRUYÈRE, « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », O.F. n° 523 du 13 nov. 1998 p. 28 ; Jacques GRAVEREAU et Jacques TRUMAN pensent que les crises économiques « *relèvent toujours d'une cause élémentaire : un excès d'endettement* », dans « crises financières », op. cit. p. 437.

<sup>46</sup> Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », B. mag. n° 607 d'oct. 1999 p. 40 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », SÉFI 2004 p. 9.

<sup>47</sup> Jean-Paul LAURENT, « les nouvelles techniques financières et la gestion des crédits », loc. cit. p. 163 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque/rentabilité », B. mag. n° 611 de janv. 2000 p. 62.

<sup>48</sup> Propos de Danièle NOUY, alors secrétaire général adjoint du comité de Bâle, recueillis par Colette COVA, B. n° 579 de mars 1997 p. 23 ; Richard BRUYÈRE, « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », loc. cit. p. 28.

<sup>49</sup> Adoption du titre III consacré à la procédure de rétablissement personnel de la loi n° 2003-710 du 1<sup>er</sup> août 2003 dite loi d'orientation et de programmation pour la ville et la rénovation urbaine, J.O.R.F. du 2 août 2003 p. 13281 complété par un décret n° 2004-180 du 24 fév. 2004 relatif à la procédure de traitement des situations de surendettement des particuliers, J.O.R.F. du 25 fév. 2004 p. 3757 ; et un arrêté du 29 janv. 2004 portant homologation du règlement du comité de la réglementation bancaire n° 2004-01 modifiant le règlement n° 90-05 du 11 avril 1990 modifié relatif au fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (J.O.R.F. du 26 fév. 2004 p. 3859). Patrice BOUTEILLER, « la procédure de

vertu des articles L. 131-84 et - 85 du code monétaire et financier pour centraliser tous les incidents de paiement et les interdictions bancaires ou judiciaires d'émettre des chèques. Pour les entreprises, elle tient le FIBEN, Fichier Bancaire des Entreprises<sup>50</sup>, tout au moins pour celles réalisant un chiffre d'affaire de 750 000 euros et employant plus de 20 personnes ou ayant plus de 350 000 euros de crédit bancaire. La Banque de France organise une double cotation, des entreprises et des dirigeants des entreprises. Elle le réalise à partir des données descriptives comme la dénomination de l'entreprise, sa nature juridique, son activité etc., les informations comptables et financières tirées des bilans et comptes de résultats et les informations sur les incidents de paiement. Elle se décompose en une cote d'activité et une cote de crédit. La cote d'activité retrace l'importance du chiffre d'affaire par une lettre (de A à J). Depuis août 2004, la cotation de crédit traduit la capacité de l'emprunteur à respecter ses engagements : 3++ (excellente), 3+ (très forte), 3 (forte), 4+ (assez forte), 4 (acceptable), 5+ (assez faible), 5 (faible), 6 (très faible), 8 (menacée au regard des incidents de paiement déclarés), 9 (compromise, trésorerie très obérée) et P (procédure judiciaire). Les dirigeants se voient attribuer une cote de 0 (aucun élément d'appréciation défavorable susceptible de donner l'une des autres cotes), 4 (aucune réserve, mais attention particulière), 5 (réserves) et 6 (réserves graves). Elles apportent deux autres indicateurs complémentaires consacrés à l'échange d'information d'une entreprise avec ses créanciers et un autre d'absence ou de retard de communication des comptes pour les sociétés légalement obligées de les publier. Elle tient un autre fichier, la centrale des bilans<sup>51</sup>, qui synthétise des ratios de certaines entreprises dans leur environnement concurrentiel, c'est-à-dire par secteur d'activité. Un comité européen des centrales des bilans est apparu. Elle tient un fichier des incidents de paiements relatif aux lettres de change et billets à ordre. Depuis 1946, elle gère la centrale des risques qui permet aux établissements de crédit de connaître les encours de crédit, quels que soient leurs natures, sur une entreprise et les arriérés de cotisations sociales<sup>52</sup>. Les Tribunaux de commerce voient affluer de nombreuses informations. Ils tiennent les registres du commerce et des sociétés<sup>53</sup> retraçant leurs vies par certaines mentions légales. Ils reçoivent en dépôts les comptes annuels des sociétés commerciales<sup>54</sup>. Ils accueillent d'autres registres spéciaux révélant un passif, comme celui du vendeur du fonds de commerce<sup>55</sup>, celui

---

rétablissement personnel de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 », Rev. Dr. pat. n° 120 de nov. 2003 p. 35 ; Bernard SOINNE, « la loi sur le rétablissement personnel, propos introductifs », Rev. Proc. Coll. n° 3 de sept. 2003 p. 225 ; Nathalie CÔTE, « le nouveau dispositif de traitement du surendettement des particuliers titre III de la loi n° 2003-710 du 1<sup>er</sup> août 2003 », JCP 2003 I n° 175 p. 1973 ; Gilles PAISANT, « la réforme de la procédure de traitement du surendettement par la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la ville et la rénovation urbaine », RTD com. 2003 p. 671.

<sup>50</sup> Bernard SOINNE, « traité des procédures collectives », Litec 2<sup>ème</sup> édition 1995 p. 28 ; Albert SALGUEIRO, « appréciation du risque de crédit à une entreprise », J.-Cl. B. fasc. 180 n° 10 p. 5 ; Jérôme LÉVY et François SAUVAGE, « la cotation Banque de France et le ratio Mc Donough », Bull. B. France n° 112 d'av. 2003 p. 31.

<sup>51</sup> Albert SALGUEIRO, « appréciation du risque de crédit à une entreprise », J.-Cl. B. fasc. 180 n° 24 p. 8.

<sup>52</sup> Jean-Paul REIJASSE, « la réforme de la centralisation des risques », Rev. B. n° 516 mai 1991 p. 458 ; J.J. BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », op. cit. p. 280 ; Albert SALGUEIRO, « appréciation du risque de crédit à une entreprise », J.-Cl. B. fasc. 180 n° 33 p. 10.

<sup>53</sup> Tous les acteurs de la vie économique doivent y être déclarés et déposer un certain nombre de documents. Créé par le décret n° 84-406 du 30 mai 1984 relatif au registre du commerce et des sociétés et codifié aux articles L. 123-1 et s. du code de commerce. Jacques MESTRE et Marie-Ève PANCRAZI, « droit commercial », LGDJ 28<sup>ème</sup> édition 2009 n° 244 p. 217 ; Hélène AZARIAN, « registre du commerce et des sociétés, législation, organisation et fonctionnement », J.-Cl. com. fasc. 105, « inscriptions », J.-Cl. com. fasc. 110, « sanctions des règles », J.-Cl. com. fasc. 115.

<sup>54</sup> Pour les S.N.C. (art. L. 232-21 du code de commerce), S.A.R.L. (art. L. 232-22 du même code) et S.A. (art. L. 232-23 de ce code).

<sup>55</sup> Loi du 17 mars 1909 relative à la vente et au nantissement de fonds de commerce D.P. 1909 4 41, insérée dans le code de commerce à l'art. L. 141-5.

centralisant les incidents de paiement des lettres de changes acceptées, des billets à ordre et des chèques<sup>56</sup>. Certains révèlent la diminution de la solvabilité apparente en se concentrant sur le crédit-bail<sup>57</sup>, le nantissement de fonds de commerce<sup>58</sup> ou de l'outillage et du matériel<sup>59</sup>.

Le Trésor<sup>60</sup> et la sécurité sociale<sup>61</sup> doivent mentionner sur un registre public les créances détenues sur un redevable dès le dépassement d'un seuil de 12 000 euros. La Conservation des Hypothèques reçoit des informations sur la situation immobilière d'un emprunteur<sup>62</sup>. La banque peut consulter « *la publicité légale* »<sup>63</sup> grâce aux journaux d'annonces légales.

10. Elles peuvent solliciter divers professionnels : leurs consœurs, les huissiers qui désigneront les « mauvais payeurs », les entreprises spécialisées dans le domaine des informations financières et économiques. A grande échelle, les agences de notation ont pris une importance considérable. Elles établissent des notes synthétisant la capacité de remboursement des opérateurs économiques après une analyse économique et financière. Devenues incontournables en matière d'émission de titres, leur indigence, défaut d'impartialité et conflits d'intérêt ont été systématiquement reproché après chaque crise financière ou défaillance d'opérateurs majeurs<sup>64</sup>. Les réglementations, légères à l'origine, prennent de l'ampleur après chaque crise. En France, un double niveau normatif les encadre. Les autorités européennes ont adopté plusieurs règlements<sup>65</sup> imposant des mesures

---

<sup>56</sup> Loi n° 49-1093 du 2 août 1949 relative à la publicité des protêts (art. L. 511-56 et s. du code de commerce), décret n° 50-737 du 24 juin 1950 portant règlement d'administration publique pour l'application de la loi n° 49-1093 du 2 août 1949 relative à la publicité des protêts : Philippe DELEBECQUE et Michel GERMAIN, « droit commercial, G. RIPERT et R. ROBLOT, tome 2, effet de commerce, banque, contrats commerciaux, procédure collective », LGDJ 17<sup>ème</sup> édition 2004 n° 2092 p. 97.

<sup>57</sup> Décret n° 72-665 du 4 juil. 1972 relatif à la publicité des opérations de crédit-bail en matière mobilière et immobilière.

<sup>58</sup> Loi du 17 mars 1909 transposée à l'art. L. 142-3 du code de commerce, décret du 28 août 1909 portant règlement d'administration publique pour l'exécution des lois du 17 mars et 1<sup>er</sup> av. 1909 préc.

<sup>59</sup> Art. 3 de la loi n° 51-59 du 18 janv. 1951 codifié à l'art. L. 525-3 du code de commerce.

<sup>60</sup> Loi n°66-1007 du 28 déc. 1966 relative à la publicité du privilège du trésor en matière fiscale, J.O.R.F. du 29 décembre 1966 p. 11621, loi n° 94-475 du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises, J.O.R.F. du 11 juin 1994 p. 8440 et décret n° 67-1124 du 22 déc. 1967 portant application de la loi n° 66-1007 du 28 déc. 1966 relative à la publicité du Trésor en matière fiscale, J.O.R.F. du 24 déc. 1967 p. 12608 codifié aux art. 1929 *quater* du C.G.I. et 396 *bis* de l'annexe II du CGI.

<sup>61</sup> Décret n° 60-1217 du 24 nov. 1960 portant règlement d'administration public relatif à la publicité des privilèges des régimes complémentaires de sécurités sociales, J.O.R.F. du 2 déc. 1960 p. 10876 et surtout l'art. L 243-5 du code de la sécurité sociale et loi du 11 juin 1994 préc.

<sup>62</sup> Voir les art. 2426 et s. du code civil et le décret n° 55-22 du 4 janv. 1955 portant réforme de la publicité foncière ainsi que celui du 14 oct. 1955 n° 55-1350 pour l'application du décret du 4 janv. 1955 portant réforme de la publicité foncière et les certificats, des copies, ou extraits du fichier immobilier que peut remettre le conservateur des hypothèques à tout intéressé.

<sup>63</sup> Yves GUYON, « le droit de regard du créancier sur le patrimoine et l'activité de son débiteur considéré comme sûreté », colloque de Deauville du 13 et 14 juin 1981 sur « l'évolution du droit des sûretés », RJCom n° spécial de fév. 1982 p. 123.

<sup>64</sup> Philippe BISSARA, « analystes financiers et agences de notations », BJBPF janv.-fév. 2004 § 2 p. 11 ; François BASDEVANT, « agence de notation : éviter une dégradation de la situation », RDBF n° 5 de sept. oct. 2004 p. 385 ; Bernard DUMAS au sujet de la crise asiatique, préface de l'ouvrage de Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 27 ; Jeanne-Françoise DE POLIGNAC, « du bon usage de la notation », B. mag. n° 658 de mai 2004 p. 22. Sur les conflits d'intérêts lors de la débâcle d'Enron : Eric SÉVERIN, « les conséquences de la débâcle d'Enron sur les métiers exercés par les banques », B. mag. n° 655 de fév. 2004 p. 46 ; Claudy FOUQUET et Florence L'HOSTIS, « les enjeux des outils de notations et d'octroi de crédit », B. mag. n° 654 janv. 2004 p. 38 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 31.

<sup>65</sup> Règlement (CE) n° 1060/2009 du 16 sept. 2009 sur les agences de notation et de crédit, J.O.U.E. du 11 nov. 2009 n° L 302 p. 1 ; Ivan TCHOTOURIAN, « règlement (CE) n° 1060/2009 concernant les agences de notation de crédit : vrai réforme ou faux semblant ? », BJBPF oct. 2010 § 56 p. 430 et « agence de notation : encadrement et responsabilité », BJBPF fév. 2011 § 49 p. 119 ; Thierry GRANIER, « le

d'enregistrements auprès de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers, le respect de structure d'organisation, de prévention et publication des procédures de gestion des conflits d'intérêts, la publication des méthodes, modèles et principales hypothèses de notation et leur suivi et réexamen annuel. Ces dispositions prennent le pas sur les articles L. 544-1 et suivant du code monétaire et financier modifié par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010<sup>66</sup> qui introduit, en sus des règlements, un principe général de responsabilité délictuelle ou quasi-délictuelle des agences de notation pour manquement à leurs obligations. La faiblesse de cette méthode transpire de la fiabilité des informations recueillies, de l'obstacle de la confidentialité, de la dispersion des sources et de la qualité du travail d'analyse des renseignements collectés. Les caractéristiques du crédit sont la confiance, le risque et la durée<sup>67</sup>. La justesse d'appréciation de la qualité d'un emprunteur perd de sa fiabilité avec l'éloignement du moment où elle s'effectue. M. Lucien M. MARTIN explique qu' « octroyer un crédit, c'est donc faire en quelque sorte un pari sur le futur de l'entreprise créditée. Plus court est le crédit, plus proche est la date convenue pour le remboursement et plus aisé est le pari ainsi fait »<sup>68</sup>. Pour résoudre cet inconvénient, chaque établissement de crédit disperse ce risque par un système d'autorisation représentant des enveloppes fixant les encours maximum à accorder par client, secteur d'activité, secteur géographique<sup>69</sup>. Une mauvaise fortune d'une partie du portefeuille de prêts sera compensée par la bonne tenue du reste de ce portefeuille<sup>70</sup>. La philosophie est de diversifier « les risques entre les différents clients pour que chaque engagement individuel ne représente qu'une faible part du total »<sup>71</sup>.

---

règlement communautaire sur les agences de notation : un début de régulation de l'activité ? », BJBPF janv.-fév. 2010 p. 8 et « la notation des financements structurés après le règlement communautaire sur les agences de notation et de crédit », RTDF n° 1 2010 p. 120 ; Olivier DOUVRELEUR, « la mise en place d'un nouveau cadre de régulation : les agences de notation », RTDF n° 2 2010 p. 20. Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement Européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, J.O.U.E. du 31 mai 2011 L. 145 p. 30 ; Norbert GAILLARD, « quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? », R.E.F. n° 101 2011 p. 73 ; Fabrice FAURE-DAUPHIN, « l'environnement réglementaire en construction de la finance structurée », RTDF n° 4 2010 p. 126 ; Thierry BONNEAU, « agence de notation », RDBF n° 5 sept.-oct. 2011 n° 181 p. 56.

<sup>66</sup> Jean-François BIARD, « les agences de notation de crédit », dans le Dossier « Le cadre de la finance après la crise », colloque de Paris du 5 mai 2011 du Magistère de juriste d'affaires-DJCE et MBA Université Panthéon-Assas, JCP E 2011 n° 1524.

<sup>67</sup> Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, « banque et marchés financiers », op. cit. p. 143.

<sup>68</sup> Lucien M. MARTIN, « sûretés traquées : crédit détraqué », B. n° 346 de déc. 1975 p. 1133. Sur la difficulté de prévoir les risques futurs : Pierre MATHIEU et Patrick D'HEOUVILLE, « les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 13 et « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », B. n° 577 de janv. 1997 p. 50 ; Albert SALGUEIRO, « appréciation du risque de crédit à une entreprise », J.-Cl. B. fasc. 180 n° 65 et s. p. 19.

<sup>69</sup> V. infra § 74.

<sup>70</sup> Cette idée apparaît dans le débat entre partisans de banques universelles ou à compétence limitée : « l'expérience des dernières décennies semble indiquer que les systèmes privilégiant la banque universelle offrent une meilleure résistance aux variations de la conjoncture. Grâce à une large gamme d'activités et à une vaste implantation géographique, de tels établissements bancaires disposent d'une clientèle d'emprunteurs diversifiée, collectent d'important dépôt et interviennent dans tous les secteurs de la banque. Ils sont ainsi à même de compenser les difficultés rencontrées dans tel segment de leur clientèle ou dans telle branche de leur activité, grâce aux résultats provenant des autres pôles de leurs métiers » : Danièle NOUY, « relations interbancaires et risques systémiques », loc. cit. p. 26 ; Aimé SCANNAVINO, « banque universelle et intégration financière internationale », R.E.F. n° 39 1997 p. 201.

<sup>71</sup> Joël BESSIS, « risque de contrepartie des banques », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, article n° 83 p. 1701. Arnaud DE SERVIGNY indique qu'il s'agit de « bénéficiaire des gains de diversification », B. mag. n° 642 de déc. 2002 p. 48 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 41 et « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », loc. cit. p. 28 ; Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », op. cit. p. 36 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du

Ce rôle de la direction des risques est constamment renforcé : « dans les établissements les plus avancés, les directions des risques sont devenues des acteurs clés, des ressources importantes leurs sont consacrées et des dispositifs robustes de mesure et de suivi indépendant des risques de crédit et de marché ont été mis en place »<sup>72</sup>. Cet axiome est aujourd'hui imposé par la réglementation prudentielle des autorités de supervision.

11. La comptabilité est incontournable et s'impose aux banques. L'article L. 123-12 du code de commerce dispose que « toute personne physique ou morale ayant la qualité de commerçant doit procéder à l'enregistrement comptable des mouvements affectant le patrimoine de son entreprise ». La comptabilité pourrait permettre d'apprécier l'exposition au risque de crédit. Mais beaucoup déplorent que ce ne soit pas le cas : « les commissaires aux comptes estiment généralement que l'information financière sur le risque de crédit est insuffisante, tant au niveau qualitatif que quantitatif, hétérogène entre les établissements de crédit et, ce quel que soit le support »<sup>73</sup>. Les provisions est le seul élément comptable utilisé pour appréhender ce risque. Les progrès sont insuffisants<sup>74</sup>. Les superviseurs veulent une information comptable plus explicite du risque de crédit supporté<sup>75</sup>. Les établissements ont copié la Banque de France en initiant un système de cotation des risques. Ils attribuent aux débiteurs des notations révélatrices du risque de défaut combinant la probabilité de défaut et la sévérité des pertes attendues. Ce système repose sur une base d'informations copieuse et de qualité sur une longue période. Pour l'évaluer, des réflexions mathématiques et des « modèles » sont élaborés. Ces modèles sont des programmes informatiques calculant le risque de crédit<sup>76</sup>.

---

risque de crédit », op. cit. p. 43 et « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50 ; J.J. BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », op. cit. p. 284 ; Laurent OLLÉON, « la bourse et l'avis », R.J.F. 12/2003 chron. p. 343.

<sup>72</sup> Benoît CATHERINE, « les fondements d'une véritable gestion globale des risques », B. mag. n° 640 d'oct. 2002 p. 66 ; Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », op. cit. p. 39.

<sup>73</sup> Sylvie GRILLET-BROSSIER et Dominique DESTICOURT, « l'information financière sur le risque de crédit », B. n° 593 juin 1998 p. 79 ; Evelyne BESSEAU, « le traitement comptable du risque de crédit dans les banques », B. mag. n° 638 de juil.-août 2002 p. 72.

<sup>74</sup> Voir le point de la situation par comparaison avec les risques de marché sur un échantillon des 8 plus grandes banques françaises : Commission bancaire, « produits dérivés et activités de marché : information publiée par les banques de françaises », bull. Com. Banc. n° 15 de nov. 1996 p. 27. Sur l'importance de la comptabilité pour la prise de conscience des risques : Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », B. n° 560 de juin 1995 p. 88 et n° 561 de juil. août 1995 p. 89 ; Danièle NOUY, « la surveillance prudentielle des dérivés », B. n° 548 de mai 1994 p. 36 ; Jean-Paul CAUDAL, « l'information dans les états financiers », B. n° 569 d'av. 1996 p. 30 ; Pierre-Yves CHABERT, « dérivés et spéculation : le risque utilisateur », MTF n° 61 de juin 1994 p. 54 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 26.

<sup>75</sup> Evelyne BESSEAU : « Les directives et recommandations des normalisateurs ou régulateurs vont toutes dans le sens d'une plus grande transparence, au motif que les lecteurs des rapports financiers d'un établissement donné doivent pouvoir connaître son exposition au risque de crédit, les pratiques de gestion des risques, la qualité de son portefeuille de crédit, sa rentabilité au regard du risque de crédit ainsi que l'incidence des pertes enregistrées sur sa situation et ses résultats financiers » dans « le traitement comptable du risque de crédit dans les banques », loc. cit. B. p. 72.

<sup>76</sup> Michel DIETCSH et Joël PETEY, « mesure et gestion des risques de crédit dans les institutions financières », op. cit. ; Joël BESSIS, « risque de contrepartie des banques », op. cit. p. 1701 ; David DEHACHE et Didier MARTEAU, « les produits dérivés de crédit », Paris ESKA 2001 pp. 11 et 133 ; Michel DIETSCH, « les modèles de risque de crédit en sont encore à leurs débuts », B. mag. n° 607 d'oct. 1999 p. 34 ; Chiheb MAHJOUR, « risque de contrepartie, quelles limites ? », Plus-Value n° 21 de nov. 1993 p. 32 ; Paul COURBIS et Fabrice PENOT, « quelle informatique pour quelle maîtrise du risque », B. n° 548 de mai 1994 p. 44 ; Marie-Agnès NICOLET, « l'apport des outils automatisés de gestion des risques », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 51. Sur les limites de ces modèles : Arnaud DE SERVIGNY et Olivier RENAULT, « modèle de portefeuille de crédit : un succès en demi teinte ? », B. mag. n° 653 de déc. 2003 p. 48 ; François LONGIN, « les innovations financières », loc. cit. p. 34.

12. Les banques se protègent par la négociation de clauses dans le contrat de prêt<sup>77</sup>. Elles envisagent des mesures de protection en aval d'une défaillance pour tenter de la prévenir. C'est la longue litanie des engagements de faire ou de ne pas faire imposant à l'emprunteur une conduite sauvegardant la bonne fin du contrat de crédit<sup>78</sup>. L'emprunteur s'astreindra à respecter certaines conditions : maintenir une couverture d'assurance, utiliser le crédit à une fin précise, entretenir son patrimoine, respecter certains ratios, fournir régulièrement des informations comptables etc. Il s'obligera à éviter certains comportements susceptibles de mettre en péril la bonne fin du contrat. Il renoncera à emprunter, consentir des avances, investir ou distribuer de dividendes au-delà de certaines limites, remettre des émoluments excessifs, aliéner ou transmettre certains biens même par voie de fusion ou d'absorption, allouer des sûretés à d'autres que le prêteur, hypothéquer, se porter caution, se servir du gage, consentir d'autres droits réels, etc., sans au minimum une autorisation écrite du créancier. Relevons la présence des clauses dites de « pari passu » ou de traitement égal<sup>79</sup> qui cherche à éviter la perte de rang des garanties ou des sûretés accordées. Elle impose au débiteur souhaitant concéder une sûreté d'un rang supérieur à consentir à faire bénéficier la créance protégée par cette clause d'une garantie ou d'un privilège équivalent. L'efficacité de ces clauses, bien que souples, est restreinte à la bonne foi du débiteur. Les sanctions du manquement sont l'allocation de dommages et intérêts en application de l'article 1142 du code civil<sup>80</sup> ou celles insérées dans le contrat comme la déchéance du terme. La convention violant cette clause n'est annulable que dans des conditions strictes énoncées à l'occasion d'un pacte de préférence. Le contractant devait connaître n'ignorait pas le contenu de la convention passée avec le bénéficiaire de ces clauses et de l'intention de s'en prévaloir<sup>81</sup>. M<sup>me</sup> Anne MEINERTZHAGEN-LIMPENS note que « *l'on ne peut gagner en*

---

<sup>77</sup> Jean-Marc MOUSSERON, « la gestion des risques par le contrat », RTDC 1988 p. 481.

<sup>78</sup> Anne MEINERTZHAGEN-LIMPENS, « les engagements de ne pas faire en matière de crédit », RDAI n° 7 de 1986 p. 675 ; Michel VASSEUR, « les garanties indirectes du banquier », colloque de Deauville du 13 et 14 juin 1981 sur « l'évolution du droit des sûretés », RJCom n° spécial fév. 1982 p. 105 ; Yves GUYON, « le droit de regard du créancier sur le patrimoine et l'activité de son débiteur considéré comme sûreté », loc. cit. p. 121 ; Yves CHAPUT, « les sûretés négatives », annale de la faculté de droit de Clermont 1974 ; Carsten Thomas EBENROTH, « l'abandon du traitement égale des banques de crédit dans la crise internationale de la dette », DPCI 1992 tome 18 p. 278 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », 9<sup>ème</sup> édition 2010 n° 643 p. 477 ; Jean-Louis RIVES-LANGE et Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « droit bancaire », op. cit. n° 427 p. 423. sur la classification des obligations : Philippe SIMLER, « contrat et obligation, distinction des obligations de donner, de faire et de ne pas faire », J.-Cl. Civ. art. 1136 à 1145 fasc. 10.

<sup>79</sup> Pour une définition : Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. Sur les inquiétudes provoquées par ces clauses : Clifford CHANCE, « Royaume Uni : les clauses dites pari passu préoccupent le financial markets law committee », RDBF n° 5 sept.-oct. 2004 p. 314.

<sup>80</sup> Art. 1142 du Code Civil : « toute obligation de faire ou de ne pas faire se résout en dommage et intérêts, en cas d'inexécution de la part du débiteur ». L'allocation de dommages et intérêts supplée l'exécution forcée dès que celle-ci déboucherait sur une contrainte par corps par les créanciers afin d'éviter la résurgence de la servitude ou de l'esclavage.

<sup>81</sup> Sur les pactes de préférence : Cass. mixte, 26 mai 2008, arrêt *Daurice Pater et consorts Père c/ M. Solari et a.*, Bull. mixte n° 4 p. 13, D. 2006 J. p. 1861 note Pierre-Yves GAUTIER, D. 2006 pan. p. 2644 note Soraya Amrani MEKKI et Bénédicte FAUVARGUE COSSON, JCP 2006 II n° 10142 p. 1652 note Laurent LEVENEUR, JCP 2006 I n° 176 p. 1839 n° 1 note Jacques GHESTIN, JCP N 2006 n° 1256 p. 1417 note Béatrice THLLIER et n° 1278 p. 1542 n° 2 obs. Stéphane PIEDELIÈVRE, JCP E 2006 n° 2378 p. 1585 note Philippe DELEBECQUE, Gaz. Pal. 2006 J. p. 2525 obs. Yannick DAGORNE-LABBE et p. 3203 note Frédéric BERENGER, Defrénois 2006 art. 38433 p. 1206 note Éric SAVAUX, con. conc. cons. août-sept. 2006 n° 153 p. 22 obs. Laurent LEVENEUR, RLDC n° 30 de sept. 2006 n° 2173 p. 5 note Hugues KENFACK, LPA n° 9 du 11 janv. 2007 p. 13 note Alexandre PAULIN, RDC 2006 p. 1080 note Denis MAZEAUD et p. 1131 note François COLLART DUTILLEUL, RTDC 2006 p. 550 note Jacques MESTRE et Bertrand FAGES, Rev. soc. 2006 p. 808 note Jean-François BARBIÈRI. Rappelons que

souplesse, en moindre coût et en discrétion qu'au détriment de la sécurité juridique et économique»<sup>82</sup>. Les prêteurs doivent user de prudence. Leur accumulation ne doit pas aboutir à paralyser l'emprunteur ou à les voir requalifier en dirigeant de fait avec les conséquences juridiques lourdes que cela implique. Ces clauses peuvent heurter la liberté et le secret des affaires ainsi que la libre concurrence. Si Monsieur le Professeur Yves CHAPUT<sup>83</sup> appelle les obligations de ne pas faire « sûreté négative », MM. CABRILLAC et MOULY y voient des « pseudo-sûretés » car elles « ne constituent certainement pas de véritables sûretés. Elles ne font pas acquérir au stipulant un droit particulier sur le bien concerné, qui lui donnerait un avantage sur les autres créanciers »<sup>84</sup>.

**13.** Les clauses de « préférence » et de « subordination »<sup>85</sup> étoffent la hiérarchie entre créanciers. Un créancier renonce au remboursement de sa créance tant que les autres créanciers de même rang n'ont pas été totalement désintéressés. Le législateur a dupliqué ce type de mécanisme avec les « prêts participatifs »<sup>86</sup> ou au sein de l'article L. 228-97 du code de commerce<sup>87</sup> en concédant aux émetteurs de titres de créances le droit de prévoir expressément leur remboursement après le désintéressement de tous les autres créanciers. Ils ont été très vite appelés titres super-subordonnés<sup>88</sup> ou hyper-subordonnés car ils pouvaient subordonner le remboursement après le paiement complet des prêts ou titres participatifs. Le prêteur peut imposer la souscription d'une assurance peut protéger les avances accordées<sup>89</sup>, que l'on songe aux contrats d'assurance-vie, chômage, invalidité etc., aussi bien pour les particuliers que pour les dirigeants de société. Comment ne pas citer l'assurance-crédit, même

---

l'art. 1165 du code civil dispose que « les conventions n'ont d'effet qu'entre les parties contractantes ; elles ne nuisent pas aux tiers, et elles ne lui profitent que dans le cas prévu par l'article 1121 ».

<sup>82</sup> Anne MEINERTZHAGEN-LIMPENS, « les engagements de ne pas faire en matière de crédit », loc. cit. p. 679.

<sup>83</sup> Yves CHAPUT, « les sûretés négatives », annale de la faculté de droit de Clermont 1974.

<sup>84</sup> Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », op. cit. n° 643, 644 et 645 pp. 477, 479 et 480.

<sup>85</sup> Hervé LE ROY, « les clauses de « préférence » et de « subordination » en droit français des emprunts », RDAI n° 7 de 1986 p. 725 ; Jean DEVEZE, Alain COURET et Gérard HIRIGOYEN, « les prêts subordonnés », Lamy Dr. fin. 2009 n° 593 p. 323 ; A. BRUNEEL, « les prêts subordonnés », banque 1976 ; L. CIONI, « les cessions d'antériorités et les créances de dernier rang », P.A. n° 32 1981 p. 7 ; Laurent FAUGEROLAS, « la subordination des créances », Mélanges DERRUPPE, Litec GLN Joly 1991 p. 227.

<sup>86</sup> Loi « Monory » n° 78-741 du 13 juil. 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, J.O.R.F. 14 juil. 1978 p. 2799 à présent aux art. L. 313-13 et s. du code des marchés financiers ; Charles CARMAGNOL, « les prêts participatifs », JCP C.I. 1980 n° 13 350 p. 401 ; Bernard BOULOC, « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », R.S. 1983 p. 501 ; Henri DE FEYDEAU et Jean-Luc PIERRE, « titres participatifs : possibilité de suppression et choix de substitution d'autres valeurs mobilières », Rev. B. n° 471 d'av. 1987 p. 348 ; Danièle CRÉMIEUX-ISRAËL, « l'assimilation des prêts participatifs à des fonds propres », R.S. 1983 p. 751 ; Jean DEVEZE, Alain COURET et Gérard HIRIGOYEN, « les prêts subordonnés », Lamy Dr. fin. 2009 n° 568 p. 313.

<sup>87</sup> Par la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière, J.O.R.F. du 2 août 2003 p. 13220.

<sup>88</sup> Maxime GALLAND, « les titres super-subordonnés, art. L 228-97 du nouveau code de commerce », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 107 ; Diane DE MOUY et Eric ZELLER, « première émission de titres super-subordonnés », B. mag. n° 655 de fév. 2004 p. 40 ; ANDERMAHR Natasha, « Michelin inaugure les titres super-subordonnés », O.F. n° 763 du 15 déc. 2003 p. 40 ; Olivier HUBERT et Annick MORICEAU, « titres subordonnés : observatoire des émissions récentes », B. mag. n° 659 de juin 2004 p. 41 ; Ran HAMOU, « les titres super-subordonnés dans les LBO », Rev. Dr. pat. n° 128 de juil. août 2004 p. 26 ; Pierre-Michel LE CORRE, « porteurs de titres super-subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », D. 2010 p. 839.

<sup>89</sup> Michel VASSEUR, « les garanties indirectes du banquier », loc. cit. p. 105 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 38 ; J.J. BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », op. cit. p. 290 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 45.

si M. Michel VASSEUR constate que « nul n'a jamais vu un banquier prendre l'initiative de s'assurer contre le risque de non-remboursement du crédit qu'il a consenti »<sup>90</sup> ?

14. Les protections les plus recherchées sont les sûretés réelles et personnelles ou les mécanismes assimilés : lettres d'intentions, cautionnement, garantie autonome, solidarité, ducroire, privilège, nantissement, hypothèque, rétention de la propriété etc. Mais elles ne sont pas infaillibles. La tendance à l'accroissement de la protection du garant réduit leur attrait en alourdissant le formalisme, rendant aléatoire leur efficacité et devenant chronophage<sup>91</sup>. Au plan international, accepter une sûreté soumise à un droit étranger peut rebuter en raison des difficultés à en saisir le régime juridique et à en obtenir l'exécution devant les juridictions. M. le Professeur Bruno OPPETIT trouve qu'« après un certain nombre d'années d'aberrations jurisprudentielles et législatives (parmi lesquelles figurent en bonne place le droit des procédures collectives), on en est arrivé, devant les graves menaces que fait planer sur le crédit la décadence organisée des sûretés traditionnelles, à chercher des substituts dans les modalités les plus arriérées et les plus dépassées sur le plan technique, et à ce titre délaissées depuis des siècles »<sup>92</sup>. Ainsi, il est difficile d'identifier un système efficace de lutte contre le risque de crédit.

15. Cette lutte n'est pas qu'une prise de conscience individuelle des établissements de crédit<sup>93</sup>. Il est un centre de préoccupation permanente pour les gouvernements et les autorités de supervision. Depuis ces vingt dernières années, il est devenu un des piliers de la prévention de la systématisation des risques. Le risque systémique est « un risque de déséquilibre majeur qui résulte de dysfonctionnements dans les systèmes financiers, lorsque l'interaction des comportements individuels, loin de déboucher sur des ajustements correcteurs, porte atteinte aux équilibres économiques généraux »<sup>94</sup>. Il est la crainte que la défaillance d'un établissement bancaire ou financier provoque, par réaction en chaîne, une défaillance des autres établissements. Il est la contagion d'une grave difficulté à tout le système bancaire et financier affectant tout le tissu économique. La propagation s'étendrait grâce à la toile des liens financiers et contractuels imbriquant tous les acteurs économiques<sup>95</sup>. Les exemples de la faillite de Lehman Brothers, des difficultés d'AIG, ou encore d'une extension de la crise de la dette souveraine en Europe à partir des États les plus fragiles en témoignent. Des règles

---

<sup>90</sup> Michel VASSEUR, « les garanties indirectes du banquier », loc. cit. p. 111.

<sup>91</sup> Pour une synthèse de la protection jurisprudentielle de la caution : Laurent AYNES, « le droit des sûretés en 2002 », Rev. Dr. pat. n° 113 de mars 2003 p. 69.

<sup>92</sup> Bruno OPPETIT, « les tendances régressives dans l'évolution du droit contemporain », Mélanges dédiés à Dominique HOLLEAUX, Litec 1990 p. 317 ; dans le même sens J.J. BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », op. cit. p. 288. Sur ces difficultés : Lucien M. MARTIN, « sûretés traquées : crédit détraqué », B. n° 346 de déc. 1975 p. 1133 ; Pierre CROCQ, « l'évolution des garanties du paiement : de la diversité à l'unité », Mélanges Christian MOULY, Litec 1998 p. 317 ; Alain CERLES, « le risque lié aux garanties », B.&D. n° 50 nov.-déc. 1996 p. 10 ; Stéphane PIEDELIEVRE, « droit des sûretés et droit de la consommation », Rev. Dr. pat. sept. 1997 p. 56.

<sup>93</sup> « Un autre aspect clé est la nécessité d'intégrer véritablement la gestion des risques dans le pilotage de l'établissement au quotidien et d'assurer la cohérence d'ensemble du dispositif. Cela passe au premier chef par la reconnaissance d'une relation indissociable entre risque et rentabilité » : Benoît CATHERINE, « les fondements d'une véritable gestion globale des risques », loc. cit. p. 66 analysant une enquête menée par PricewaterhouseCoopers et « the Economist » sur les enjeux actuels de la gestion des risques par les établissements financiers. Philippe HEBERT, « gestion des risques dans les établissements de crédit et les sociétés de bourse : les outils et les méthodes », Plus-Value n° 21 de nov. 1993 au sujet d'un sondage des établissements de 1993 révélant les insuffisances des moyens de lutte contre les risques.

<sup>94</sup> Danièle NOUY, « relations interbancaires et risques systémiques », loc. cit. p. 26.

<sup>95</sup> Hubert DE VAUPLANE, « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », loc. cit. pp. 187 et 192 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 20. Pour des explications de cette propagation par les marchés financiers à partir des exemples des crises qui ont secoué les marchés internationaux tout au long des années 1990 : Michel AGLIETTA, « défaillance des marchés financiers et risque systémique », R.E.F. n° 37 de 1996 p. 113.

cherchent à enrayer sa survenance, elles imposent la prudence aux acteurs bancaires et financiers, d'où leur désignation sous le terme de réglementation prudentielle<sup>96</sup>.

Les Gouverneurs des Banques Centrales du Groupe des 10 (G10) se sont réunis en 1974, à Bâle, au sein d'un comité<sup>97</sup> pour proposer des solutions afin d'anticiper tout risque de réalisation. Cette concertation a débouché sur un accord nommé Bâle I en 1988<sup>98</sup>. Ce Comité a localisé la cause du problème dans la volonté d'augmenter démesurément le volume des prêts accordés pour accroître la taille des bilans au détriment de la sélection entre bons et mauvais risques. Pour entraver cet essor, ce Comité a imaginé d'obliger chaque établissement à conserver en capital au minimum 8% du total des engagements pondérés<sup>99</sup>. C'était la naissance du célèbre ratio de solvabilité ou ratio Cooke du nom du directeur de la banque d'Angleterre présidant alors le Comité. Il cherchait à harmoniser les règles de concurrence en imposant à toutes les banques de ne sélectionner que les meilleurs risques pour éviter les pertes de capital en cas de défaillance. Il s'appuyait sur des théories économiques et mathématiques démontrant que les prêteurs avaient intérêt à rationner le crédit, sélectionner les bons risques, plutôt que de tarifier le risque à sa valeur, car au delà d'un certain niveau de taux d'intérêt, les pertes potentielles deviennent supérieures aux gains<sup>100</sup>. Ce ratio se répartissait en 4 catégories différentes selon la qualité présumée des contreparties donnant lieu à l'allocation d'un niveau spécifique de capital réglementaire péjorant les plus mauvais risques. Il a essuyé un feu de critiques<sup>101</sup> : absence de méthode claire pour reconnaître bon et mauvais risque, détermination arbitraire de ce seuil de capital réglementaire. Plus grave, il

---

<sup>96</sup> Sur une vision globale des moyens de préventions des défaillances bancaires : Jean-Pierre ARRIGHI, « les règles de préventions des risques bancaires », in contrôle des activités bancaires et risques financiers, études coordonnées par J. SPINDLER, *Economica* 1998 p. 245.

<sup>97</sup> Dénué de pouvoir normatif supranational, il n'énonce que des recommandations prudentielles. Ces normes sont ensuite reprises par le législateur et les règlements ou directives européennes : Claude BEURAIN, « la banque et le pouvoir des normes internationales », *B. mag.* n° 643 de mars 2003 p. 28. Sur les raisons historiques de sa création : Dominique GARABIOL, « le modèle financier implicite de la réforme de Bâle », *B. mag.* n° 642 de déc. 2002 p. 23.

<sup>98</sup> Accord qui résulte de l'approbation, en juillet 1988, d'un rapport intitulé « convergence internationale et de la mesure et des normes de fonds propres ». Il inspiré une directive communautaire n° 1993/6/CEE du conseil en date du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissements et des établissements de crédits, *J.O.C.E. L. 141* du 11 juin 1993 p. 1, suivie par une série de directives : n° 1989/647/CEE du conseil du 18 déc. 1989 relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, *J.O.C.E. L. 386* du 30 déc. 1989 p. 14 ; n° 1998/32/CE du parlement européen et du conseil en date du 22 juin 1998 modifiant la directive préc. relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, *J.O.C.E. L. 204* du 21 juil. 1998 p. 26.

<sup>99</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », *op. cit.* pp. 2 et 171 ; Véronique McCARROLL, « le comité de Bâle se trompe t'il de cible ? », *B. mag.* n° 642 de déc. 2002 p. 20 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », *op. cit.* pp. 162 et s. ; François LONGIN, « les innovations financières », *loc. cit.* p. 34 ; Jean-Louis FORT, « les règles prudentielles et leurs limites », *RDBB* n° 55 mai-juin 1996 p. 76 ; Jean-Pierre ARRIGHI, « les règles de préventions des risques bancaires », *op. cit.* p. 252 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », *revue banque* édition 2003 p. 15 ; Joël BESSIS, « risque de contrepartie des banques », *op. cit.* p. 1701 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », *op. cit.* p. 38 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », *L.G.D.J.* 2005 n° 1180 p. 514.

<sup>100</sup> Les travaux d'AKERLOFF (1970), STIGLITZ et WEISS (1981) expliqués par Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », *R.E.F.* n° 97 de mars 2010 p. 35.

<sup>101</sup> Sur les principales imperfections : Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », *op. cit.* 2004 pp. 21 et s. ; Evelyne BESSEAU, « le risque de crédit et l'optimisation des fonds propres », *B. mag.* n° 649 juil.-août 2003 p. 79 ; François VEVERKA et Elisabeth GRANDIN, « un critère relatif pour la notation », *B. mag.* n° 564 de nov. 1995 p. 29 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », *op. cit.* p. 531 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », *op. cit.* p. 134.

encourageait de manière pernicieuse les banques à accepter des risques plus élevés pour rentabiliser au maximum leurs fonds propres<sup>102</sup>. Le contrôle des risques préférait les opérations « *présentant un rapport risque/rentabilité satisfaisant* »<sup>103</sup> plutôt que les bons risques qui restaient inaccessibles car les meilleures signatures s’approvisionnaient directement auprès des marchés en crédit. Pour obvier à ces inconvénients, après consultation de tous les acteurs, ce Comité a procédé à une réforme, dite Bâle II ou « Mc Donough », traduite dans deux directives dites CRD (Capital Adequacy Directive)<sup>104</sup>. Les intentions poursuivies<sup>105</sup> sont : promotion de la sécurité et la stabilité du système financier international en maintenant un seuil de capital réglementaire, ne pas fausser la concurrence, développer une approche globale du risque, tenir compte du niveau réel de risque propre à chaque emprunteur, développer le contrôle interne. Plusieurs mesures sont adoptées tout en conservant le principe de 8 % de capital réglementaire. Il est découpé en trois tranches : risque du crédit, du marché et opérationnel. De nouvelles pondérations et majorations sont ajoutées pour le moduler selon le véritable risque de crédit. Pour le mesurer, les établissements de crédit devront développer des méthodologies notant chaque emprunteur de manière corrélée au risque de défaut<sup>106</sup>. Cette procédure doit être régulièrement contrôlée en interne et en externe. De la sorte, Bâle II confie ce soin aux régulateurs nationaux qui prennent une place prépondérante. Ils doivent examiner l’efficacité de chaque procédure, prendre les mesures nécessaires pour y remédier, imposer un capital additionnel, veiller au respect permanent de ce niveau de capital et anticiper cet état si nécessaire<sup>107</sup>. Là encore, les reproches ont fusé. Ils tournent autour de la crédibilité des informations et du rôle des agences de notation ou des experts (affaire Enron<sup>108</sup>, crise des subprimes), l’immixtion des régulateurs, le délai d’archivage des informations de deux années progressivement porté à cinq années<sup>109</sup>, les

---

<sup>102</sup> « *Le prix de l’argent est fonction du risque pris* » : Delphine CARAMALLI, « la loi pour l’initiative économique et le déplafonnement des taux d’intérêts : une nouvelle étape dans l’histoire de l’usure », P.A. n° 169 du 25 août 2003 p. 4.

<sup>103</sup> Bertrand SALEWYN, « les acquis de la mesure du risque de contrepartie sur produits dérivés », B n° 579 de mars 1997 p. 30.

<sup>104</sup> Directives du 14 juin 2006 n° 2006/48 concernant l’accès à l’activité d’établissement de crédit et à son exercice et n° 2006/49 sur l’adéquation des fonds propres des entreprises d’investissements et des établissements de crédit, J.O.U.E. 30 juin n° L. 177, et l’art. L. 511-41 du CMF.

<sup>105</sup> Sur les intentions et les principes : Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENIKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. pp. 181 et s. ; Dominique GARABIOL, « le modèle financier implicite de la réforme de Bâle », loc. cit. B. p. 23 ; Marie-Laure DELARUE, « risque de crédit : les principes acquis et les discussions en cours », B. mag. n° 632 de janv. 2002 p. 20 ; Michel DIETSCH et Joël PETEY, « mesure et gestion du risque de crédit dans les institutions financières », op. cit. pp. 15 et s. ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », édition Larcier, collections Financière cahiers Financiers 2003 pp. 119 et s. ; Myriam CHAUVOT, « banques : ce qui va changer avec Bâle II », O.F. n° 744 du 7 juil. 2003 p. 15 ; V. le dossier : « Bâle II : Genèse et enjeux », R.E.F. n° 73 4/2003 ; Michel ROCCHI et Michel RUMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. pp. 43 et 146 ; Georges TEBOUL, « les accords de Bâle II et les entreprises en difficulté », RLDA n° 29 de juil./août 2008 n° 1762 p. 29.

<sup>106</sup> Ce mécanisme fait appel aux systèmes de notation interne appelé IRB (Internal Rating Based) : Reda LOUMANY, « la gestion du risque de crédit », B. mag. de mai 2004 n° 658 p. 60 ; Laurent JULLIEN et Marc GOURGEOT, « l’évaluation du risque de crédit par Bâle II : un savant compromis », B. mag. n° 663 de nov. 2004 p. 52 ; Rami FEGHALI et Yacin MAHIGODINE, « l’intégration des indicateurs de création de valeur », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 55.

<sup>107</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENIKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. pp. 181 et s. ; Yves BURGER, « Bâle II, moins de règles, moins de fonds propres ? », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 47.

<sup>108</sup> Jean-Pierre MOUSSY, « la nécessité d’une régulation française et européenne », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 31.

<sup>109</sup> Eric TORDJMAN et Naji FREIHA, « risques de crédit : la validation des systèmes de notations interne dans le cadre de Bâle II », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 54 ; Emmanuel DRESS, « gestion des risques de

investissements lourds à déboursier pour résoudre la complexité de trouver des modèles fiables<sup>110</sup>, les installer et agencer le contrôle interne. Ils dénoncent la distorsion de concurrence face aux établissements de crédit des pays émergeant incapables de s'y astreindre et face aux marchés financiers<sup>111</sup>. La polémique la plus sérieuse concernait la philosophie même des normes qui aggraverait le risque systémique. En harmonisant le mode de calcul du capital réglementaire, elles encourageraient les établissements à adopter un comportement uniforme en cas de dégradation de l'économie amplifiant les difficultés<sup>112</sup>. Il était critiqué par l'abandon de vastes pans du risque de crédit en ne se focalisant que sur les banques internationales. Certains contestaient sa représentativité ; il ignore les pays émergents<sup>113</sup>. La crise des subprimes a prouvé son échec partiel. De nouvelles normes constituent à présent la base de Bâle III<sup>114</sup>. Elles veulent imposer un niveau élevé de fonds propres réglementaires, des normes robustes de gestion, la surveillance de la liquidité des banques, l'amélioration de la gestion et du contrôle des risques, une meilleure transparence et une coopération transfrontière en matière de supervision. Le niveau de fonds propres doit être renforcé pour accroître la résistance du système bancaire, en particulier celui des fonds propres durs, ceux détenus en réserve, dont le niveau minimal sera de 7 % d'ici 2013. Il préconise de nouvelles méthodes de calculs avec des coussins censés être utilisés en période de crise et reconstitués en période faste. Des évaluations doivent se faire en simulant des situations de marchés dégradés, stressés. Ce Comité introduit un ratio de liquidité et propose des mesures de renforcement de la surveillance. La vigilance doit devenir transfrontalière grâce à une coopération des superviseurs. Il propose l'accroissement de la transparence en obligeant les établissements à communiquer des informations sur l'exposition au risque pour éloigner la

---

crédit : la prise en compte des systèmes de notation interne par le comité de Bâle : quels impacts opérationnels pour les banques ? », B. mag. n° 639 de sept. 2002 p. 58.

<sup>110</sup> « *La mise au point de modèles internes pour mesurer les risques de crédit est infiniment plus compliquée que la mise au point de modèles pour les risques de marchés* », propos de Danièle NOUY, secrétaire général adjointe du comité de Bâle, recueillis par Colette COVA, B. n° 579 de mars 1997 p. 23 ; Marie-Laure DELARUE, « risque de crédit : les principes acquis et les discussions en cours », loc. cit. p. 20 ; Max BÉZARD et Philippe HENROTTE, « les failles techniques de Bâle II », B. mag. n° 642 déc. 2002 p. 36.

<sup>111</sup> Cette distorsion de concurrence favoriserait les marchés financiers : Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENGO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 181 ; Philippe HENROTTE et Antoine HYAFIL, « quel capital pour une institution financière ? », B. mag. n° 642 de déc. 2002 p. 28 ; Les éléments de pondérations favoriseraient les banques américaines : Véronique McCARROLL, « le comité de Bâle se trompe t'il de cible ? », loc. cit. p. 20 et avec Max BÉZARD et Dominique GARABIOL, « les biais concurrentiels de la réforme de Bâle », B. mag. n° 642 de déc. 2002 p. 42 ; Dominique GARABIOL, « le modèle financier implicite de la réforme de Bâle », loc. cit. p. 27 ; Myriam CHAUVOT, « banques : ce qui va changer avec Bâle II », O.F. n° 744 du 7 juil. 2003 p. 15 ; M.C., « les grandes banques avantagées par Bâle II », O.F. n° 736 du 12 mai 2003 p. 13 ; F.G., « les critiques sur Bâle II se précisent », O.F. n° 720 du 20 janv. 2003 p. 8 ; Rym AYADI et Karel LANNON, « les enjeux de la transposition de l'accord de Bâle II », B. mag. n° 661 de sept. 2004 p. 54.

<sup>112</sup> Max BÉZARD et Dominique GARABIOL, « la réforme de Bâle II et l'instabilité financière », B. mag. n° 642 de déc. 2002 p. 32 ; Voir les deux articles contradictoires de Pierre-Yves THORAVAL et Alain DUCHATEAU et de Michel DIETSCH et Dominique GARABIOL regroupés sous l'intitulé de, « Bâle II et la stabilité financière », B. mag. n°651 d'oct. 2003 p. 54 ; F.G. ; « les critiques sur Bâle II se précisent », loc. cit. p. 8. En faveur de ces règles : Yves BURGER, « Bâle II, moins de règles, moins de fonds propres ? », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 47.

<sup>113</sup> Rym AYADI et Karel LANNON, « les enjeux de la transposition de l'accord de Bâle II », loc. cit. p. 54.

<sup>114</sup> Andréane FULCONIS-TIELENS et Élisabeth COULOMB, « le point de vue de Jonathan FAULL », Rev. B. n° 739 de sept. 2011 p. 18 ; Hassan LAHLOU, « le traitement du risque de contrepartie dans les opérations de marché sous Bâle III », Rev. B. n° 738 de juil.-août 2011 p. 93 ; Nout WELLINK, « Au-delà de la crise : la réponse stratégique du Comité de Bâle », Rev. Sta. Fin. n° 13 de sept. 2009 p. 131 ; Séverine LÉBOUCHER, dossier sur la « liquidité les grandes manœuvres », Rev. B. n° 737 de juin 2011 p. 22 ; Danièle NOUY, « régulation bancaire et financière : une nouvelle donne post crise ? », RTDF n° 4 2010 p. 62 ; Bertrand BREHIER, « les nouvelles régulations bancaires et financières », BJBPF sept.-oct. 2010 § 55 p. 426.

méfiance des investisseurs. En Europe, l'architecture de supervision a été profondément réformée ces dernières années. L'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance a donné lieu à l'apparition de l'Autorité de Contrôle Prudentielle<sup>115</sup>. Les instances normatives européennes ont créé le nouveau système européen de surveillance financière composé de plusieurs institutions : le comité européen du risque systémique, l'autorité bancaire européenne, autorité européenne des marchés financiers et de l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles. Si les trois dernières comprennent des missions et pouvoirs classiques de surveillance, d'interdiction ou de restriction de l'exercice de certaines activités financières, d'adoption des normes techniques, de sanction des infractions à la législation, de régler certains différents, notamment transfrontaliers, la première est plus originale. Elle est dénuée de personnalité juridique et pouvoirs contraignants. Elle émettra des recommandations et alertes à des états ou des autorités de surveillances<sup>116</sup>.

**16.** La lutte contre le risque de crédit est primordiale et pas seulement pour les seuls établissements de crédit. Ce risque « *s'impose aujourd'hui comme la dernière frontière à conquérir pour les banques* »<sup>117</sup>. Au titre des pondérations de Bâle II, les crédits accolés à un « dérivé de crédit » bénéficient d'une pondération favorable de calcul du capital réglementaire<sup>118</sup>. Elle est justifiée parce que ces « dérivés de crédit » luttent contre le risque

<sup>115</sup> Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, J.O.R.F. du 22 janv. 1392 p. 1392 ; Jean BIGOT et Jean-Louis BELLANDO, « la nouvelle autorité de contrôle prudentiel et l'assurance : aspects structurels », JCP 2010 n° 364 p. 665 ; Gérard NOTTÉ, « création de l'Autorité de contrôle prudentiel », JCP E 2010 n° 4 aperçu rapide n° 71 p. 4 ; Hervé CAUSSE et Anthony MAYMONT, « l'autorité de contrôle prudentiel », RDBF mai-juin 2010 n° 11 p. 11 ; Thierry BONNEAU, « commentaire de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance », JCP E 2010 n° 1140 ; Brigitte DAILLE-DUCLOS, « l'autorité de contrôle prudentiel : nouvelles règles de contrôle et de sanctions en matière d'assurance », P.A. n° 91 du 7 mai 2010 p. 4 ; Danièle NOUY, « régulation bancaire et financière : une nouvelle donne post crise ? », loc. cit. n° 4 2010 p. 62 ; Étienne GRUNER, « dernières évolutions de l'architecture du système de supervision financier français et des missions de l'autorité de contrôle prudentiel », RLDA n° 56 de janv. 2011 n° 3221 p. 37.

<sup>116</sup> Règlements UE des 24 novembre 2010 n° 1092/2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union Européenne et instituant un comité européen du risque systémique, n° 1093/2010 instituant une autorité européenne de surveillance (bancaire), n° 1094/2010 instituant une autorité européenne de surveillance (assurances) et n° 1095/2010 instituant une autorité européenne de surveillance (marchés financiers), J.O.U.E. 15 déc. 2010 n° L. 331 ; Jean-Louis GUILLOT et Pierre-Yves BÉRARD, « la nouvelle architecture européenne », Rev. B. n° 730-731 de déc. 2010 p. 127 ; Hubert DE VAUPLANE, « gestion des crises financières et plans de résolution : la réponse européenne », Rev. B. n° 730-731 déc. 2010 p. 122 ; Thierry BONNEAU, « la réforme de la supervision financière européenne », RLDA n° 56 janv. 2011 n° 3220 p. 31 ; Olivia DUFOUR, « l'Europe se dote d'un système de supervision financière... enfin ! », P.A. n° 195 du 30 sept. 2010 p. 4 ; Anne-Catherine MULLER, « la réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », RDBF mars-av. 2011 n° 11 p. 17 ; Régis VABRES, « la réforme du système européen de surveillance financière : les pouvoirs des autorités européennes de surveillance », RDBF mars-av. 2011 n° 12 p. 19. Le pendant français est le Conseil de régulation financière et du risque systémique, institué par la loi de régulation bancaire et financière (V. notes infra n° 1103 et 1122), Marie-Anne FRISON-ROCHE, « la nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », D. 2010 p. 2712 ; Karine RODRIGUEZ, « création du conseil de régulation financière et du risque systémique » dans le n° spécial sur « étude et clarification de la loi de régulation bancaire et financière », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010 p. 12.

<sup>117</sup> M. François SCHLUMBERGER, avants propos de l'ouvrage de Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 2.

<sup>118</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. ; Véronique Mc CARROLL, Max BÉZARD et Dominique GARABIOL, « les biais concurrentiels de la réforme de Bâle », loc. cit. p. 42 ; Jonathan LEWIS et Richard PAROLAI, « les effets des travaux du comité de Bâle II », B. mag. n° 638 de juil. août 2002 p. 32 ; Pierre GISSINGER et Alain GAUVIN, « gestion du risque de crédit : les leçons des crises asiatiques et russes », O.F. n° 574 du 6 déc. 1999 p.

de crédit. Ils s'ajoutent à la multitude d'instruments diminuant le risque de crédit. Quels sont-ils ? Ils isolent le risque de crédit et le transfèrent à une entité tierce qui l'assumera. Il est un instrument de négociation centré sur le risque de crédit. Il est nouveau car il n'existait pas d'outils luttant spécifiquement et uniquement contre ce risque de crédit. Une définition financière avancée est « *peut-être qualifié de dérivé de crédit, tout instrument permettant de valoriser et de transférer le risque de crédit d'un actif sous-jacent en le désolidarisant des risques de marchés à ce même actif* »<sup>119</sup>. Il se reconnaît lorsqu'il permet d'identifier, tarifier et négocier un risque de crédit lié à une créance financière, commerciale ou bancaire, sans se départir des autres risques de la créance. Le créancier ne subira pas les conséquences financière d'une dégradation du risque de crédit qui sera supportée par la contrepartie de ce « dérivé de crédit ». Cette protection ne sera conventionnellement déclenchée qu'après la survenance de circonstances précisées dans le contrat, l'émergence d'un événement de crédit ou après la mesure de l'évolution d'un « spread » (d'un écart), c'est à dire selon l'évolution positive ou négative d'une valeur ou d'un indice. Cette protection prend la forme d'une prestation monétaire compensant la dégradation de l'actif protégé selon des modalités de calcul définis par le « dérivé de crédit ».

17. Ils sont apparus en 1992<sup>120</sup>, année au cours de laquelle l'emploi de ce vocable est officiellement relevé pour la première fois lors d'une conférence de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Son objet est de contribuer au développement des « produits dérivés » en identifiant les problèmes rencontrés pour les résoudre à partir de l'aide, des vœux et des besoins des utilisateurs et en proposant une documentation contractuelle standardisée pour en faciliter l'emploi. Les banques américaines en sont les créatrices pour se protéger des défaillances de partenaire contractuel de « produits dérivés » de gré à gré. Ils sont nés sous la dénomination anglaise de « credit derivative »<sup>121</sup>. Ils succèdent à quelques instruments spécifiques : les lettres de crédit et Floating Rate Notes. L'une des formes des lettres de crédit est la promesse d'une banque de payer les dettes d'un émetteur s'il devait faire défaut contre paiement d'une commission par cet émetteur<sup>122</sup>. Instruments des années 80, les Floating Rate

---

36 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 284 ; Mohamed RADJABOU, « gestion de capital : l'incitation au transfert de risques », Rev. B. n° 688 de fév. 2007 p. 41 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 143.

<sup>119</sup> François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », B. n° 568 de mars 1996 p. 48.

<sup>120</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 47 et « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », loc. cit. p. 28 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque/rentabilité », loc. cit. p. 62 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 149 ; Pierre GISSINGER et Alain GAUVIN, « gestion du risque de crédit : les leçons des crises asiatiques et russes », loc. cit. p. 36 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 130 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », mélanges AEDBF France, banque éditeur 1999 p. 15.

<sup>121</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 45 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; AGBAYISSAH Séna, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 15.

<sup>122</sup> David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque/rentabilité », loc. cit. p. 62 ; Lettre adressée par un banquier à ses clients pour lui permettre d'obtenir du crédit ou une somme d'argent : Jean-Louis RIVES-LANGE et Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « droit bancaire », op. cit. n° 470 p. 457 ; Philippe DELEBECQUE et Michel GERMAIN, « droit commercial, G. RIPERT et R. ROBLOT, tome 2, effet de commerce, banque, contrats commerciaux, procédure collective », op. cit. n° 2381 et s. p. 328 ; Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire », Litec 7<sup>ème</sup> édition 2008 n° 1022 p. 549 ; sur les différentes lettres de crédit : J. ROUSSEAU, « les lettres de crédit », JCP 7-1939 n° 115 et Paris, 10 juin 1932, arrêt *Bank of California c/ comptoir national d'escompte de Paris*, S. 1934 2<sup>ème</sup> p. 76.

Notes<sup>123</sup> (FRN) calent automatiquement leur taux d'intérêt sur celui du marché augmenté selon des paramètres prédéterminés selon la dégradation de la notation de l'émetteur des titres. Il n'organise pas de transfert du risque de crédit<sup>124</sup>. M. Richard BRUYÈRE y ajoute les titres à marge de crédit protégée<sup>125</sup> qui concèdent une option aux investisseurs les autorisant à céder les titres à l'émetteur deux ans après leur émission à un prix incluant la valeur des flux restant à percevoir actualisé par un taux sans risque augmenté d'une marge préfixée.

**18.** Les « dérivés de crédit » ont pris une ampleur considérable ces dernières années, ampleur qui n'est pas que médiatique. Les débuts étaient modestes, quantifiés mais en milliards de dollars, estimés à 10 milliards de dollars en 1995, 40 à 50 milliards en 1996 pour atteindre 180 milliards en 1997. Une progression régulière persista, 350 milliards en 1998, 600 milliards en 1999, 1000 milliards en 2000, 2000 en 2002, plus de 5 000 milliards en 2004. La barre des 10 000 milliards a été franchie en 2005. Le montant notionnel des « dérivés de crédit » étaient de 26 000 milliards en 2006, près de 60 000 milliards en 2007. La crise financière a notablement diminué le volume des encours ramené à 42 000 milliards en 2008 et environ 50 000 milliards en 2009<sup>126</sup>.

Les banques françaises ont accusé un certain retard. Pour l'année 1998, elles n'auraient conclu qu'une dizaine de milliards de dollars de « dérivés de crédit ». Ces chiffres sont souvent imprécis, car les négociations se réalisent de gré à gré, c'est-à-dire de manière confidentielle.

---

<sup>123</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 47 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque/rentabilité », loc. cit. p. 62 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 55.

<sup>124</sup> David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque/rentabilité », loc. cit. p. 62.

<sup>125</sup> « Spread protected debt securities » selon la terminologie anglo-saxonne.

<sup>126</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 81 et 2004 pp. 202 et 206 et s. ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque/rentabilité », loc. cit. p. 62 ; François HAAS, « crédit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50 et « les dérivés de crédit ont réussi le test », B. n° 601 de mars 1999 p. 43 ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », loc. cit. p. 40 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENGO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 157 ; Anne FEITZ, « crédits dérivés : le nouveau marché des anglo-saxons », O.F. n° 433 du 6 janv. 1997 p. 11 ; Bertrand PERIGNON, « la gestion dynamique des risques de crédit », MTF - l'AGEFI n° 94 de mars 1998 p. 7 ; Alain CARRON et Eric TANGUY, « dérivés de crédit et titrisation : un mariage prometteur », B. mag. n° 625 de mai 2001 p. 30 ; Bruno RAVÍS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. pp. 94 et s. ; Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », Rev. Sta. Fin. n° 1 de nov. 2002 p. 69 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », Pearson Education France 6<sup>ème</sup> édition 2007 p. 539 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 61 ; Naji FREIHA et Rami FEGHALI, « le développement des dérivés de crédit se confirme », B. mag. n° 648 de juin 2003 p. 57 ; Pierre GISSINGER, « les instruments dérivés de crédit auto-référencés », RTDF n° 1 2007 p. 93 ; Jean-François BOULIER, « dérivés de crédit, faut-il s'alarmer de leur croissance spectaculaire ? », Rev. B. n° 694 de sept. 2007 p. 48 ; Michel CASTEL, « la compensation des produits financiers dérivés est-elle la panacée ? », R.E.F. n° 97 de mars 2010 p. 65 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », Dalloz 2<sup>ème</sup> édition 2009 p. 1034 ; Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », R.E.F. n° 97 de mars 2010 p. 15 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », éditions EMS 2<sup>ème</sup> édition 2010 p. 70 ; Rama CONT, « credit default swaps et stabilité financière », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 41 ; Daniela RUSSO, « produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponse des autorités », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 117 ; Catherine LUBOCHINSKY, « transfert du risque crédit : de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière », R.E.F. H.S. juin 2008 p. 101.

19. L'explosion de ces chiffres cache une certaine modestie au regard des produits dérivés dont le volume est dix fois supérieur. Le panel d'utilisateurs des « dérivés de crédit » reste limité. Ce sont essentiellement les grandes banques américaines<sup>127</sup> : J.P. Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, mais aussi Deutsche Bank et Barclays Group. En France, les principales banques utilisatrices sont la Société Générale, BNP-Paribas, Crédit Agricole et le CIC. Potentiellement, tous les acteurs économiques auraient un intérêt à se protéger du risque de crédit : l'investisseur qui souscrit un titre, l'établissement de crédit qui accorde un prêt, l'opérateur économique qui attend le paiement de sa prestation<sup>128</sup>. Si une extension du nombre d'établissements y recourant a eu lieu, la diversification des utilisateurs s'est esquissée à partir de 1999 : entreprises d'assurance<sup>129</sup>, organismes de gestions collectives etc. Ils ont longtemps été promis au succès : « *les dérivés de crédit s'imposent désormais comme les instruments les plus performants en matière de gestion des risques de crédit* »<sup>130</sup>. Ils recueillaient des avis favorables, car « *si le développement des nouvelles techniques financières dans la gestion des crédits n'a pas pour l'instant d'impact notable sur la rentabilité, on peut penser que globalement, il devrait amener à réduire le risque porté par les distributeurs de crédit. Notamment parce qu'il permet de transférer aux marchés des risques difficiles à gérer en interne (par exemple, certaines options financières) et aussi parce qu'il devrait permettre d'optimiser la gestion du risque de défaut* »<sup>131</sup>. Malgré une faculté d'utilisation universelle, depuis la crise des subprimes, ce marché s'est resserré autour des établissements de crédit. En France, à en croire une étude menée par les autorités régulatrices, le quantum des volumes traités par d'autres organismes que les banques est resté limité<sup>132</sup>.

20. Une première observation se dégage de cette dénomination. Elle est souvent employée au pluriel. Alors qu'elle désigne une philosophie protégeant du risque de crédit en l'isolant et transférant, elle masque différents mécanismes si l'on en croit les noms anglo-saxons ratifiés aux « dérivés de crédit » : « credit default swap » ou CDS, rendus célèbres avec la crise de la dette grecque, mais aussi « credit linked notes », « credit spread forward », « credit spread option » ou « total rate of return swap ». Ce sont les cinq catégories de mécanismes les plus cités comme « dérivés de crédit ». Né de la pratique, ces catégories restent méconnues des textes législatifs ou réglementaires. Pendant un temps, seul un décret du 10 décembre 2002<sup>133</sup> relatif aux OPCVM, c'est à dire les Organismes de Placement

<sup>127</sup> Pour une liste plus détaillée : Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 94 et s.

<sup>128</sup> Pierre GISSINGER et Alain GAUVIN, « gestion du risque de crédit : les leçons des crises asiatiques et russes », loc. cit. p. 36.

<sup>129</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 158. V. l'étude statistique pour la commission bancaire et de la commission des contrôle des assurances d'Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69 ; Anne LÉCUYER, « résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », Rev. Sta. Fin. n° 4 de juin 2004 p. 81 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. pp. 62 et s.

<sup>130</sup> Richard BRUYÈRE, « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », loc. cit. p. 28.

<sup>131</sup> Jean-Paul LAURENT, « les nouvelles techniques financières et la gestion des crédits », loc. cit. p. 149.

<sup>132</sup> Anne LÉCUYER, « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », loc. cit. p. 81.

<sup>133</sup> Décret n°2002-1439 du 10 déc. 2002 modifiant le décret n°89-624 du 6 sept. 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, J.O.R.F du 12 déc. 2002 p. 20487. Actualité législative, « les OPCVM peuvent utiliser les dérivés de crédit », D. 2003 n° 1 p. 50 ; Patrick BUSSIERE, « chronique de gestion collective, le décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 modifié par le décret n° 2002-1439 du 10 déc. 2002 encadrant les opérations de dérivés de crédit conclues par les OPCVM », B.&D. n° 87 de janv.-fév. 2003 p. 41 et n° 88 de mars-av. 2003 p. 45 ; Cyrille LACHEVRE, « Bercy autorise l'utilisation des dérivés de crédit dans les OPCVM », les échos du mardi 3 déc. 2002 p. 23 ; Propos de Jean-Marc DELION recueilli par Nicolas RAULOT, « le décret sur les dérivés de crédit va favoriser les SICAV et FCP de droit français », la tribune du jeudi 5 déc. 2002 p. 37 b ; Naji FREIHA et Rami FEGHALI, « le

Collectif de Valeurs Mobilières, aborde le droit pour ces organismes d'en user sous certaines conditions<sup>134</sup>. Certaines dispositions renvoient aux instruments luttant contre le risque de crédit. Mais aucun texte général et global ne s'en saisit. Aucune ne les définit. Les juridictions françaises n'ont pas eu l'occasion de les aborder. Plus ou moins sophistiqués, ces instruments inventés par la pratique n'ont pas été motivés par la volonté de s'inscrire au sein de règles de droit, mais de satisfaire les besoins des financiers. Ce qui faisait écrire à M. Michel VASSEUR qu' « *au plan du droit, on voudrait être sur que tous ces nouveaux produits, qui voient le jour sans discontinuer, tous ces contrats de gré à gré, notamment, copiés en certaines de leurs dispositions sur les contrats en usage aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne, reposent sur des bases juridiques solides selon le droit français et ne correspondent pas à des châteaux de cartes dont une chiquenaude provoquerait l'effondrement* »<sup>135</sup>. S'il pensait aux « produits dérivés » en écrivant ces lignes, cette remarque reste valable pour les « dérivés de crédit ». En l'état, les risques juridiques ne sont pas moindres que les risques financiers, surtout lorsque des instruments sont décriés. La sécurité juridique est un facteur d'efficacité essentiel. Elle doit être un objectif inspirant son créateur car « *le droit n'assure sa relation d'ordre qu'en tant qu'il assure la sécurité des relations sociales* »<sup>136</sup>. Elle peut être singulièrement amoindrie par les incohérences et la complexité du « maquis » législatif ou réglementaire répondant au coup par coup aux innovations des praticiens tout en cherchant à assurer la compétitivité internationale du marché ou de la place<sup>137</sup>. Face à l'émergence d'un nouvel instrument juridique, il est nécessaire de s'assurer qu'il s'inscrit bien dans la légalité et la validité. Sa qualification devient essentielle. Elle sera l'objet de la seconde phase de notre travail (Partie II). Mais pour ce faire, il est indispensable de saisir exactement ce que sont ces mécanismes regroupés sous cette appellation unique de « dérivés de crédit » (Partie I).

---

développement des dérivés de crédit se confirme », loc. cit. p. 57 ; Jean-Norbert PONTIER, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », O.F. n° 718 du 6 janv. 2003 p. 33 ; V. aussi Philippe PORTIER, « les dispositions applicables aux OPCVM », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2003 p. 305 ; Jean-Baptiste LENHOF, « la réforme des organismes de placement collectif », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 31. Texte codifié à l'article R. 214-4 du CMF.

<sup>134</sup> V. infra § 219.

<sup>135</sup> Michel VASSEUR, « sécurité financière et droit », R.E.F. 1991 n° 18 p. 113.

<sup>136</sup> Ibidem p. 113.

<sup>137</sup> Alain COURET, « innovation financière et règle de droit », D. 1990 chron. XXV p. 135.



## **Partie I : L'ambivalence des « dérivés de crédit » : une famille d'instrument hétérogène sous une appellation commune.**

21. Pour contribuer à l'étude juridique des « dérivés de crédit », il est nécessaire d'étudier la nature de leurs mécanismes, c'est-à-dire de dégager l'ensemble des caractères fondamentaux qui leurs sont propres. Cette nature va révéler l'ambivalence des « dérivés de crédit ». Ils ne sont pas réductibles à une seule facette et ne peuvent s'appréhender avec simplicité. Cette ambivalence se révélera source de difficultés. Le travail de description de ces outils le confirmera. Nous l'avons déjà succinctement exposé lors de l'introduction, sous cette appellation collective de « dérivés de crédit » foisonne en réalité plusieurs mécanismes très différents même s'ils poursuivent un but commun. Ce travail de description sera d'autant plus précieux qu'il permettra de délimiter précisément les notions que nous voulons soumettre à notre loupe. Il évitera de nous éparpiller car la seule borne présente en la matière est l'imagination fertile des praticiens. C'est pour ces raisons qu'il apparaît nécessaire de consacrer à ces développements un titre entier, le premier en l'occurrence, qui mettra en évidence à travers l'étude de leur nature que sous cette appellation générique se placent des instruments très variés. Dans un second temps, nous procéderons à une première approche juridique de ces instruments. Là encore, celle-ci démontrera une ambivalence permanente : ces contrats ont des points communs à tous, mais qu'il présente des caractéristiques propres à chacun.



## Titre I : Des instruments différents sous une appellation commune.

**22.** Les « dérivés de crédit » ont été créés pour lutter contre le risque de crédit. L'emploi du pluriel dans cette expression générique, les « dérivés de crédit », ne renvoie pas à plusieurs contrats d'une même sorte, mais désigne plusieurs catégories d'outils différents sous cette unique appellation. Elle regroupe tous les mécanismes qui ont pour point commun de protéger du risque de contrepartie. En cela, les « dérivés de crédit » forment une « famille »<sup>138</sup>, une communauté liée par cet objectif. Mais sous ce « nom » se trouvent plusieurs membres avec leurs individualités propres. Pour les identifier, comme pour toute famille, il faut aussi leur adjoindre un prénom. Cette nécessité est d'autant plus impérative que la famille est féconde. A l'origine, les accords les initiant étaient de gré à gré. Ils étaient et restent issus de la négociation et taillés aux mensurations voulues pour répondre aux besoins des financiers ou de leurs clients. Aucune législation nationale ne les encadre ou même ne les définit. Dès lors, il sera absolument fondamental de décrire cette notion de « dérivé de crédit » tant généralement qu'individuellement. Ce panorama des « dérivés de crédit » s'arrêtera sur le présent, ou tout au moins, remontera dans le temps jusque dans les années 1990, date de leur apparition. En réalité, nous nous proposons de remonter un peu plus loin dans le temps. En effet, les « dérivés de crédit » peuvent avoir été inspirés par des mécanismes plus anciens. Leur étude s'avérera judicieuse. Elle découvrira la diversité des sources d'inspiration des « dérivés de crédit » et confirmera leur ambivalence. En l'absence de réglementation par les instances nationales, réussir à leur attribuer des ancêtres peut apporter une aide inestimable à quiconque les étudie. Ces ancêtres peuvent participer à cerner leur régime juridique à travers le suivi des pistes de réflexions auxquels ils ont pu donner lieu. Ce travail sera l'objet de notre second chapitre.

---

<sup>138</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », LGDJ 2000 p. 35 et « droit des dérivés de crédit », revue banque édition 2003 p. 83.



## Chapitre I : Une situation révélées par la notion de « dérivé de crédit ».

23. La description des « dérivés de crédit » suffira à elle seule à prouver l'ambivalence des « dérivés de crédit ». Ces accords ont jailli de l'imagination des financiers qui se sont peu préoccupés des aspects juridiques. Il en découle que leur description sera par nature économique et financière afin d'en comprendre le fonctionnement. Cette étape est indispensable à l'appréhension de leurs caractéristiques préalable à un travail de qualification. Ce sera l'objet de la première section. La deuxième section s'arrêtera aux raisons qui sont à l'origine du développement spectaculaire des « dérivés de crédit ». Embrasser convenablement les « dérivés de crédit » demande de dégager les intérêts qu'ils présentent auprès de tous leurs utilisateurs et de comprendre ainsi l'état d'esprit de leurs utilisateurs.

### Section I : La description économique des mécanismes « des dérivés de crédit ».

24. Les « dérivés de crédit » représentent une notion généraliste désignant un groupe d'accords. Cette notion détient alors une singularité qu'il est précieux de souligner. Pour ce faire, nous procéderons à une définition synthétique des « dérivés de crédit ». Mais ces accords comprennent des membres qui ont leur identité propres. Nous les étudierons alors à tour de rôle dans un second temps.

#### § I - Essai de définition globale et synthétique des « dérivés de crédit ».

25. Les « dérivés de crédit » sont une famille d'accords différents. Leur dégager une définition synthétique qui corresponde à tous les cas de figure peut s'avérer délicat. D'autres avant nous l'avaient remarqué en écrivant qu'une « *définition systématique du dérivé de crédit n'est pas aisée, tant le produit est souple et adaptable aux objectifs les plus divers* »<sup>139</sup>. Pourtant, il est primordial de le faire pour connaître ce que recouvre exactement cette expression. Nous procéderons alors en deux phases qui seront d'abord leur présentation financière globale puis une proposition de définition.

---

<sup>139</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », RDBB n° 72 de mars-av. 1999 p. 45 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 14 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 55 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », revue Banque édition 2004 n° 410 p. 286 ; Pierre GISSINGER et Alain GAUVIN, « les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit », RDBB n° 76 nov.-déc. 1999 p. 236.

## A. Présentation financière des « dérivés de crédit ».

26. Cette présentation nécessite de reprendre une description générale et globale de ce que les financiers englobent sous l'appellation de « dérivés de crédit ». A cette occasion, nous verrons qu'ils insistent beaucoup sur une spécificité qu'est le sous-jacent sur laquelle il faudra offrir quelques développements.

### 1. Description générale des « dérivés de crédit ».

27. A la lecture des travaux des spécialistes de ces mécanismes, la définition de ces « dérivés de crédit » ne se dévoile pas franchement. Pour illustrer cette affirmation, force est de constater que certains ouvrages<sup>140</sup> et certaines études<sup>141</sup> éludent la question. Ils sont alors approchés après l'exposé de développements tournés vers la notion de « risque de crédit ». Elles rappellent que ces instruments permettent d'isoler ce risque et de le transférer à une entité tierce qui en assumera les conséquences avant de décrire les mécanismes utilisés. Une partie de la doctrine reprend une définition proposée par Monsieur François HAAS décrite ci-après<sup>142</sup>. La formulation employée révèle un réel niveau d'incertitude par le recours à des expressions telles que « *peut-être considéré etc.* »<sup>143</sup>. Pour la clarté des explications à venir, nous entendrons provisoirement le risque de crédit comme le

---

<sup>140</sup> Natali JOVIC et Maire NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie », édition ESKA 2001 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENGO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de contrepartie », op. cit. ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », Précis Dalloz, 8<sup>ème</sup> édition 2010 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », édition La Découverte 2010 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit.

<sup>141</sup> David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. p. 62 ; Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50 ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », loc. cit. p. 40 ; Bertrand PÉRIGNON, « la gestion dynamique des risques de crédit », loc. cit. p. 7 ; Jean-Pierre MATTOUT, « de l'endettement au surendettement des entreprises », Gaz. Pal. 22 et 23 sept. 1999 p. 19 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », B. Mag. n° 631 de déc. 2001 p. 54 ; Pierre GISSINGER et Alain GAUVIN, « les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit », loc. cit. p. 236 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », B. & D. n° 63 de janv.-fév. 1999 p. 13 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », R.E.F. n° 59 de 2000-4 p. 115 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; John KIFF, François-Louis MICHAUD et Janet MITCHELL, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », Rev. Sta. Fin. juin 2003 p. 110.

<sup>142</sup> Dictionnaire Permanent Epargne et Produits Financiers, « swaps et dérivés de crédit », mise à jour du 15 sept. 2007 n° 37 p. 912-8 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », Litec 2001 n° 703 p. 60 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 410 p. 286 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 14 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 55 ; Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », B.&D. n° 75 de janv.-fév. 2001 p. 15 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 56 ; Hubert DE VAUPLANE, « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », loc. cit. p. 187.

<sup>143</sup> François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48.

risque de pertes qui résulte d'une défaillance d'un contractant ou d'un débiteur ou la perte de valeur d'une créance.

28. Les financiers abordent souvent les mécanismes rencontrés au travers de leur valeur. Habités à tout négocier, ils se concentrent spécifiquement sur le prix de chaque chose et la manière de le déterminer. Certaines définitions n'échappent pas à ce réflexe : « *un produit dérivé de crédit est un contrat dont le prix est lié soit aux variations de spread de crédit, aux modifications de la cotation de l'obligation ou aux défauts de paiement* »<sup>144</sup> ou encore il « *est un instrument dont la valeur est liée à la qualité de crédit d'une entité de référence (Etat, entreprise publique ou société privée) ou au remboursement d'une dette de référence (obligation, emprunt ou bon du trésor)* »<sup>145</sup>. Elles nous indiquent qu'il existe une corrélation entre la valeur des « dérivés de crédit » et celle d'une dette. Cette corrélation découle de la protection offerte par un « dérivé de crédit » à toute personne placée en situation de créancier. Il lui épargne une soumission à un risque de perte liée à un défaut de paiement, une baisse du rendement ou de la cotation d'une dette. Pour ce faire, il organise le transport du risque sur un tiers qu'il l'a délibérément accepté. Les définitions les plus minimales se concentrent sur cette fonction en précisant que les « dérivés de crédit » transfèrent le risque de crédit. Celle-ci expose qu'il « *consiste en l'échange ou le transfert entre deux contreparties du risque de crédit portant sur une ou plusieurs contreparties tierces* »<sup>146</sup>. Ainsi, celui qui accepte de prendre en charge ce risque n'a, a priori, aucun lien en rapport avec l'apparition de la dette ou de la créance couverte par le « dérivé de crédit ». C'est une personne extérieure à ce rapport juridique initial qui accepte de supporter ce risque financier. La question qui vient immédiatement à l'esprit est de savoir comment les parties arrangent cette prise en charge. Certaines définitions apportent des précisions à ce sujet en indiquant qu'ils sont « *des produits donnant lieu, le cas échéant, à des paiements dont l'un au moins des flux est déterminé par l'évolution du risque de crédit relatif à la référence sous-jacente* »<sup>147</sup>. Ce sont des flux

---

<sup>144</sup> David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », B. n° 611 de janv. 2000 p. 62.

<sup>145</sup> Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », O.F. n° 477 du 1<sup>er</sup> déc. 1997 p. 28 et n° 478 du 8 déc. 1997 p. 28.

<sup>146</sup> Jeanne France DE VILLENEUVE, « dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers 2005-2006 », Soficom 2004. Voir aussi cette définition similaire : « *contrat financier conclu de gré à gré permettant de transférer un risque de crédit attaché à un actif financier ou à une catégorie d'actifs financiers d'une contrepartie (l'acheteur de protection) à une autre (le vendeur de protection)* » de Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », Gualino éditeur 1996 p. 128 ; « *les dérivés de crédit sont des instruments qui permettent de transférer, par un contrat passé entre deux contreparties, tout ou partie du risque de crédit portant sur un tiers encore appelé entité de référence* » de Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », Rev. Sta. Fin. n° de nov. 2002 p. 69. « *Contrat par lequel il est convenu entre les parties que l'un s'oblige de transférer à l'autre, qui l'accepte, le risque de défaillance d'un tiers ou tout autre risque de crédit...* » de Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 56 p. 15.

<sup>147</sup> Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », mélanges AEDBF France, banque éditeur 1999 p. 26 repris par Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », droit bancaire et financier, mélanges AEDBF-France IV, banque édition 2004 p. 208. Voir aussi celle presque identique : « *ils prennent la forme de contrats impliquant un échange de paiement dont l'un au moins des flux échangés est déterminé par l'évolution du risque de crédit de la référence sous-jacente au contrat* » de Hubert DE VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. ci. n° 703 p. 633. Cet angle d'explication se retrouve chez d'autres auteurs : « *un contrat financier sur mesure, traité de gré à gré entre deux contreparties, et prévoyant des échanges de flux liés à l'évolution du risque de crédit d'un ou plusieurs actifs de références* » selon Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », collection AFTE, édition Economica 2<sup>ème</sup> édition 2004 p. 2 ; « *un instrument financier dont les flux qui lui sont associés dépendent exclusivement ou en partie de la variation de la qualité de crédit de l'émetteur d'un actif de référence* » selon Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », édition ESKA 2001 p. 43 ; « *il prévoit des échanges de flux entre des contreparties dont certains sont contingents*

financiers échangés entre les parties prenantes à un « dérivé de crédit » qui matérialise la protection contre le risque de crédit. L'un de ces flux sera directement dépendant de l'évolution du risque de crédit. Il est celui qui donnera toute son efficacité à la protection. La lecture de cette définition montre aussi qu'il n'existe pas un unique flux de protection. Il est donc possible d'en rencontrer un qui n'a pas pour mission de protéger contre le risque de crédit. Il profite alors au protecteur qui déploie son bouclier contre ce risque. Un « dérivé de crédit » n'est pas gratuit. Cette idée est confirmée par une partie de la doctrine qui complète ses explications par la thématique de la vente en expliquant qu' « *une contrepartie peut ainsi vendre un risque de crédit portant sur une créance sous-jacente, à une autre contrepartie qui, contre versement régulier d'intérêts ou d'une prime, lui effectuera un paiement si un évènement de crédit survient sur cet actif sous-jacent* »<sup>148</sup>. Un « dérivé de crédit » est un instrument qui permet à un tiers de protéger un créancier contre une perte affectant sa créance en instaurant entre les parties l'échange de flux financiers.

29. Pour autant, et c'est là un point essentiel, ces outils n'arrangent que le seul transfert de risque de crédit de la créance. Un auteur explique que « *les produits dérivés de crédit sont des instruments de marché financier permettant de valoriser, de couvrir ou de répliquer le risque de crédit lié à un actif sous-jacent* »<sup>149</sup>. Seul ce risque bien spécifique focalise l'attention des « dérivés de crédit ». Celui qui s'en départit grâce à un « dérivé de crédit » ne se dégage que de ce seul risque. Il reste exposé à tous les autres risques, surtout à tous ceux qui accompagnent les créances dont l'origine se trouve sur les marchés. C'est pourquoi François HAAS en propose la définition suivante : « *peut-être qualifié de dérivé de crédit, tout instrument dérivé permettant de valoriser et de transférer le risque de crédit d'un actif sous-jacent, indépendamment des risques de marchés inhérents à ce même actif* »<sup>150</sup>. Les financiers parlent alors de réplique du risque ou d'un transfert synthétique du risque<sup>151</sup>. Ce transfert du seul risque de crédit est permis car il n'y a pas de transfert de la créance protégée. Celui qui protège sa créance en garde la propriété. Ce faisant, il reste soumis à tous les avantages et inconvénients de ce droit de créance. Il n'en est soustrait que le risque de crédit. C'est pourquoi des auteurs soulignent que « *les dérivés de crédit sont des instruments à terme permettant de transférer, en vertu d'un contrat à titre onéreux, un risque inhérent à une*

---

*à la variation de la qualité ou au défaut du crédit de référence. Il constitue donc un support permettant de transférer à un tiers des risques de crédit affectant l'actif de référence* » de Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1032.

<sup>148</sup> Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69 ; « *Ce faisant, ils permettent d'acheter ou de vendre du risque de crédit, ou, vu à l'inverse, d'acheter ou de vendre de la protection (contre le risque de défaut)* » selon Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », édition de la chambre de commerce et de l'industrie 3<sup>ème</sup> édition 2009 p. 300.

<sup>149</sup> Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 300.

<sup>150</sup> François HAAS, loc. cit. p. 48 et les auteurs s'en inspirant. Une indique qu'ils permettent « *l'identification, la tarification et la négociation du risque de crédit incorporé dans un actif financier, indépendamment des autres risques inhérents à celui-ci* » de Richard BRUYÈRE, « de nouveaux outils de gestion des risques de crédit pour les entreprises », O.F. n° 523 du 16 nov. 1998 p. 28. Voir aussi : « *les dérivés de crédit permettent, ..., de transférer sur le marché l'un des risques qu'il comporte (par exemple le risque d'impayé), en le neutralisant économiquement par la conclusion de l'opération dérivée* » de Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », Banque éditeur, 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 476 p. 466 et « *d'une manière générale, leur objet est le transfert d'un risque défini adossé à un actif financier (un titre, une créance, un prêt), d'une entité sur une autre, c'est-à-dire d'une contrepartie vers une autre. Le risque du crédit est dissocié du risque de financement et des risques de marché* » de Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 208.

<sup>151</sup> « *Un produit dérivé de crédit est un produit financier qui permet de transférer sous forme synthétique le risque de crédit (d'un ou plusieurs émetteurs de dette) d'une contrepartie A à une contrepartie B, laquelle supporte alors ce risque de crédit jusqu'à la maturité T du contrat* » de Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », Revue Banque Édition 2007 p. 18.

*créance (voir, plus largement, à un actif financier ou à une catégorie d'actifs financiers), mais - et c'est là toute l'originalité de l'opération - sans transmission de ladite créance »*<sup>152</sup>. La protection d'un « dérivé de crédit » n'opère pas de transfert de propriété de la créance couverte par cet instrument. Le créancier la conserve. Ceci peut paraître paradoxal dans la mesure où les risques suivent normalement la propriété.

**30.** Enfin, certaines définitions insistent particulièrement sur les modalités du déclenchement de la protection. Ainsi, dans leur lexique de la banque et des marchés financiers, Madame Blanche SOUSI-ROUBI et Messieurs Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ les définissent comme des instruments financiers où « *l'un des contractants (l'acheteur de protection) peut ainsi vendre un risque de crédit portant sur une créance déterminée, dite créance sous-jacente, à l'autre cocontractant (le vendeur de protection) qui, contre versement régulier d'intérêts ou d'une prime, lui paiera une certaine somme en cas de survenance d'événements précisément identifiés sur cet actif sous-jacent (faillite, défaut de paiement, restructuration de la dette, etc.)* »<sup>153</sup>. Monsieur Jean-Norbert PONTIER<sup>154</sup> les décrit lui comme un accord par « *lequel une partie achète une protection vendue par une autre partie, moyennant le versement d'une prime, à charge pour cette autre partie, vendeuse de la protection, de le couvrir contre des pertes subies sur des éléments éligibles de référence (selon le cas « crédit de référence » ou « entité de référence »), et à raison de la survenance de certaines causes « événement de crédit » identifiées par les parties* ». Ces auteurs introduisent dans leur définition la survenance de certaines causes. Ils ne sont pas les seuls, il n'est qu'à renvoyer à quelques autres citations énoncées précédemment. Et effectivement, les « dérivés de crédit » n'apportent une protection que lorsque certaines circonstances sont réunies, circonstances censées traduire une dégradation de la situation de la créance.

**31.** L'étude de cette doctrine permet de dégager quelques caractéristiques des « dérivés de crédit ». Ils ont vocation à protéger une créance, un actif, en lui-même ou par référence à une entité précise, contre la survenance d'un risque de crédit. Cette protection n'interviendra que si des contingences précises apparaissent. Le créancier conserve la propriété du bien sans le risque qui y est normalement associé. La neutralisation du risque de crédit pour le créancier ne passera pas par la séparation de la créance. Le créancier conserve la créance ou l'actif. Il se défait uniquement du risque de crédit. Il naît alors un rapport particulier entre le « dérivé de crédit », instrument à part entière, et le bien protégé. Ce sont les circonstances qui affectent ce bien et déterminent la protection. Pour marquer singulièrement ce rapport entre ces éléments, les financiers font référence à un sous-jacent pour le désigner. Il faut y revenir quelques instants car cet élément est déterminant.

---

<sup>152</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », Précis Dalloz 1<sup>ère</sup> édition 2008 n° 1091 p. 652. D'autres définitions insistent sur ce point : « *ces instruments ont été créés pour permettre aux établissements bancaires de mobiliser le risque d'un actif sous-jacent sans transférer l'actif, plus précisément, pour transférer le risque d'une créance sans céder la créance elle-même* » de Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », Economica, collection Corpus droit privé, 3<sup>ème</sup> édition 2010 n° 167 p. 252 ; « *les produits dérivés de crédit sont des contrats de swap, d'option ou de gré à gré qui permettent de transférer le risque et le rendement d'une contrepartie sans véritablement céder la propriété de l'actif sous-jacent* » de John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », revue de la banque du Canada d'automne 2000 p. 3. Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1032 : « *un produit dérivé permet de transférer à un tiers le risque qui affecte un actif sans transférer la propriété de l'actif lui-même et de ce fait sans les flux de liquidité qui sont attachés à l'opération initiale d'achat-vente de cet actif* ».

<sup>153</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>154</sup> Jean-Norbert PONTIER, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », O.F. n° 718 du 6 janv. 2003 p. 33.

## 2. La notion de sous-jacent et les « dérivés de crédit ».

32. Pour comprendre l'importance du sous-jacent, nous mettrons en perspective rapidement et schématiquement le fonctionnement des « dérivés de crédit » par une description un peu plus concrète de leur mécanisme. Bien évidemment, celle-ci restera un peu lointaine en raison de la diversité des mécanismes.

L'absence de transmission de la créance protégée laisse à penser que le « dérivé de crédit » est une de ces figures juridiques triangulaires mettant en rapport trois personnes : le débiteur, le créancier et le tiers protecteur. Le premier côté serait constitué par la relation classique de créancier à débiteur à la base de l'existence de la créance. Pour la simplicité des explications, le postulat classique du contrat de prêt consenti par un banquier sera retenu. Le prêteur, qui a exécuté de manière instantanée son obligation de mettre à la disposition de l'emprunteur une somme d'argent pour un temps déterminé, devient créancier d'un engagement de remboursement à exécution successive. Il doit restituer le capital fourni majoré d'un intérêt correspondant au prix de sa mise à disposition des capitaux. Ce créancier peut craindre un défaut d'exécution des obligations par le débiteur, crainte d'autant plus redoutable que cette obligation est étalée dans le temps. Le défaut peut toucher aussi bien que le remboursement du capital, que les intérêts, ou encore les deux, partiellement ou totalement. C'est ce risque de crédit que vient contrer le « dérivé de crédit », risque sous-jacent à toute avance de fond.

La conclusion du « dérivé de crédit » par le créancier avec une troisième personne vise à le protéger de ce risque. Que faut-il comprendre par cette fonction de couverture de risque ? Le rôle de ce tiers n'est ni d'exercer des pressions ou des poursuites contre le débiteur défaillant ni d'avancer la valeur de cette créance par un système d'escompte par exemple. Il est d'apporter un actif complémentaire afin de compenser les pertes matérialisées lors de la survenance du risque de crédit lorsque ce réalise les circonstances affectant cet actif. Mais seules les circonstances prévues par le « dérivé de crédit » sont de nature à déclencher la protection durant la période de temps fixé. De plus, le « dérivé de crédit » ne prévoit pas le transfert de propriété initial de la créance ou de l'actif protégé.

33. Cette brève explication souligne l'importance de l'actif protégé dans le déroulement et l'exécution du « dérivé de crédit ». Mais il n'est en rien affecté par le « dérivé de crédit ». Certains auteurs rappellent que le sous-jacent est essentiel car les « dérivés de crédit » « *n'existent que par rapport à un actif sous-jacent* »<sup>155</sup>. En terme financier, le sous-jacent désigne la créance protégée ou l'actif protégé par un « dérivé de crédit ». Par ce contrat, le créancier se départi d'un risque affectant un sous-jacent. Mais il en garde la propriété et la possession. L'accord de « dérivé de crédit » n'affecte aucunement le statut juridique du sous-jacent. Le rôle de ce sous-jacent prend une importance primordiale. D'abord, son évolution sera le facteur déclenchant ou non de la protection offerte par le « dérivé de crédit ». Ce sont les circonstances l'affectant ou portant atteinte à l'intégrité de l'obligation principale qui provoqueront l'application de la protection. A l'inverse, en l'absence de survenu d'un tel événement, la prestation de l'acheteur de risque ne sera pas appelée. Ensuite, dans un monde où tout donne lieu à une estimation et une valeur intrinsèque afin de fixer le prix de cession des choses, le « dérivé de crédit » acquiert une valeur propre. Elle sera subordonnée à la qualité du sous-jacent et de la créance en cause<sup>156</sup>. Plus cette créance sera susceptible d'être l'objet d'une défaillance, plus la valeur du contrat qui la protège, du « dérivé de crédit », sera

<sup>155</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 145 p. 218.

<sup>156</sup> Ce que traduit la définition avancée par Bruno RAVIS : « *les produits dérivés de crédit peuvent être définis comme une classe spécifique d'instruments financiers dont la valeur dépend du risque de crédit d'une ou de plusieurs entités de référence* », in « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », édition Larcier, collections Financière cahiers Financiers 2003 p. 16.

conséquence. Elle croîtra proportionnellement à l'amplitude de la défaillance et du niveau du montant des pertes susceptibles d'être générées. Sa valeur sera moindre dès que ce risque se réduira et que la créance sous-jacente sera sécurisée. La valeur du « dérivé de crédit » sera en conséquence inversement proportionnelle à celle accordée à son sous-jacent. Dès l'origine de l'instauration d'un « dérivé de crédit », cette relation particulière apparaît. C'est la qualité du sous-jacent qui fondera l'estimation par les parties de l'amplitude du risque de défaillance l'affectant potentiellement. Cette appréciation sera le préalable à la fixation du prix du service offert par le « dérivé de crédit » qui intègre cette modalité. De la sorte, les parties procèdent à l'estimation de la confiance à accorder au sous-jacent, à son crédit en quelque sorte, d'où le terme de « dérivé de crédit ». Mais le sous-jacent en lui-même n'est pas transféré. Le transfert ne concerne que le risque de crédit. La conclusion du « dérivé de crédit » n'entraîne jamais ipso facto une remise de la créance couverte. Le sous-jacent s'entend donc de la créance couverte et protégée par le « dérivé de crédit ». Ces créances peuvent prendre des formes différentes. Elles sont évidemment tous les financements directs ou indirects qui peuvent être recensés<sup>157</sup>. Ce sous-jacent est parfois appelé « actif de référence » par les spécialistes. Le débiteur de la créance sous-jacent est aussi désigné par l'expression d'entité de référence. Ainsi, ces premières approches financières montrent qu'un « dérivé de crédit » organise le transfert d'un risque de crédit sans le transfert de l'instrument qui transporte ce risque. L'exécution et la valeur du « dérivé de crédit » sont étroitement dépendantes du devenir de l'instrument soumis à ce risque mais conservé par celui qui se sépare du risque. Essayons maintenant de proposer une définition globale des « dérivés de crédit ».

## B. Proposition d'une définition juridique des « dérivés de crédit ».

**34.** Proposer une définition synthétique des « dérivés de crédit » nécessite de dégager les caractères dégagés par les approches financières et juridiques de ces outils. Leur objet est un point essentiel. Un créancier veut éviter le dépérissement plus ou moins considérable d'une créance née de sa participation à une opération de financement. Ce dépérissement peut affliger le capital avancé et/ou les intérêts qu'il espère en retirer. Une brève parenthèse pour signaler dès à présent que le créancier pourra souhaiter se prémunir contre soit une perte sur le capital, soit sur le niveau des intérêts attendus, surtout lorsqu'ils sont variables, soit sur les deux. En second lieu, les « dérivés de crédit » donnent naissances à des flux financiers. Certains seront effectifs, d'autres seront en germe et dépendant de la survenance d'un événement de crédit. Certaines catégories de « dérivés de crédit » prévoient le paiement d'une prime par le créancier en faveur de celui qui apporte sa protection pour prix de cette couverture. Cette prime sera à acquitter en une fois au début de l'exécution de l'accord ou à échéances régulières et fixes selon sa durée. D'autres membres de la famille imposent aux parties de se fournir des flux financiers dont les modalités de calcul seront clairement paramétrées dès la passation de l'accord. Tous ces flux financiers sont effectifs. D'autres sont simplement en germes. Ce sont ceux qui n'interviendront que si certaines conditions sont réunies, à savoir l'apparition d'un événement de crédit. La contrepartie devra verser une somme si survient un événement pouvant amoindrir la confiance à accorder dans la créance. Cette obligation n'est qu'en germe puisque la contrepartie n'aura pas une obligation systématique de verser « une » somme. Si l'événement n'apparaît pas, elle n'aura jamais à s'exécuter. En tout cas, ces accords arrangent toujours la remise de flux financiers. Autre similitude propre à ces instruments, ils ne provoquent qu'un transfert du risque de crédit sur une personne étrangère à l'opération de créance initiale. Il n'est nul besoin qu'il existe un

---

<sup>157</sup> V. infra § 292 et s.

lien quelconque entre l'entité de référence et celui qui apporte la protection. Elle est organisée indépendamment de la volonté ou de la pression du débiteur. Ce débiteur reste un tiers au « dérivé de crédit », il n'est pas partie prenante dans sa naissance. Parallèlement, celui qui accepte de prendre en charge le risque de crédit reste un tiers au lien initial de créance. L'installation de ce mécanisme traduit finalement un soutien du créancier par le protecteur en dehors du débiteur.

**35.** A partir de ces points communs, nous pensons définir ces « dérivés de crédit » comme des « accords entraînant un ou des versements définitifs de sommes d'argent d'importance variable et non équilibrée entre deux parties équivalents à l'éventuelle survenance d'une perte pécuniaire totale ou partielle affectant le recouvrement ou le rendement attendu d'une créance ou d'un actif par son propriétaire et sans interférence ni liens entre les deux accords se côtoyant en la personne du créancier du financement ». Cette proposition de définition ne peut être qu'une étape intermédiaire et provisoire. Les quelques points communs dégagés à partir des explications généralistes ne peuvent suffire à en donner une définition exhaustive et définitive. Elle se doit d'être confrontée à chacun des membres de la famille des « dérivés de crédit ». Cette rencontre permettra de l'affiner et d'y adjoindre des précisions qui se feront jour au fur et à mesure des développements.

**36.** Il est également temps de fixer irrévocablement quelques points de vocabulaire unanimement utilisés. Les parties prenantes à « un dérivé de crédit » sont formellement identifiées. Le créancier cherchant une protection s'appelle « acheteur de protection ». En ce qu'il se libère d'un risque qu'il offre à tout personne intéressée, il est également nommé « vendeur de risque ». Cette dénomination peut paraître contradictoire. La référence au contrat de vente peut induire en erreur. Dans un contrat de vente, celui qui vend quelque chose doit normalement recevoir le prix de cette chose. En l'occurrence, le vendeur de risque fournit une prime pour s'en défaire. Cette dénomination ne paraît pas logique. En réalité, elle l'est si l'on s'abstrait de nos réflexes de juriste puisque cette expression traduit assez bien l'idée que le créancier se sépare du risque, ce qui est le cas. N'oublions pas que ce risque est aussi un inconvénient, un passif pour celui qui y est soumis, et non une valeur positive ou un avantage. En revanche, ce créancier acquiert cet avantage en n'y étant plus soumis. Logiquement, sa contrepartie au « dérivé de crédit » qui offre sa couverture sera dénommée « vendeur de protection » ou encore « acheteur de risque ». Il est maintenant l'heure de rencontrer les membres de la famille des « dérivés de crédit ».

## § II - La différenciation par les objectifs recherchés par ces instruments : l'étude des grandes familles des « dérivés de crédit ».

**37.** Préliminairement, nous nous devons de souligner que notre étude comporte des limites. Un juriste, confronté à ce type d'instrument, se devra d'examiner au cas par cas chacun des « dérivés de crédit » auquel il est confronté pour en déceler les règles. Ils sont imaginés par les praticiens qui n'hésitent pas à les tailler sur mesure pour répondre aux besoins de leurs clients. Evidemment, détailler chaque contrat spécifique devient dans ces circonstances une gageure impossible à réaliser car ils peuvent être infinis. C'est pourquoi, au lieu d'imaginer les « dérivés de crédit » comme une unique cellule familiale, il faut plutôt les voir comme une famille très étendue. S'intéresser individuellement à chacun de ces nombreux membres est impossible. C'est donc à chacune des grandes branches de cette famille que nous nous arrêterons, en précisant lorsque cela est rendu possible les caractéristiques plus précises

de certains personnages récurrents. Chacune de ces branches est en réalité représentée par ces grandes catégories que nous avons déjà évoquées. Ainsi, tous nos développements futurs ne peuvent valoir que pour autant que chaque « dérivé de crédit » ne se démarque pas fondamentalement de ces grandes catégories<sup>158</sup>. Malgré tout, il reste possible de rapprocher un « dérivé de crédit » particulier à l'une de ces catégories pour en révéler les grandes règles contraignantes de fonctionnement, quitte à l'adapter par la suite selon modalités qui en font sa particularité propre. De plus, il existe une tendance très nette à la standardisation de nouveaux outils financiers. Cette standardisation suit elle-même les grandes catégories dégagées par la doctrine et renforce l'identité de ces grandes catégories. Elles représentent en conséquence une base idéale pour réaliser cette normalisation.

**38.** Ces instruments peuvent contraindre un vendeur de protection à compenser une perte pécuniaire totale ou partielle d'une créance touchant aussi bien le capital que les intérêts. Cette protection peut se déclencher dans deux hypothèses. La survenance d'un événement de crédit susceptible d'hypothéquer les capacités de remboursement du débiteur en temps et en heures. Cet événement peut toucher aussi bien la dette elle-même que la situation générale du débiteur. Mais un créancier peut aussi attendre d'un placement une rentabilité minimale, c'est-à-dire un niveau minimum de taux d'intérêt. Ce taux ne sera pas forcément garanti par le placement effectué, surtout lorsque son niveau est fixé par les marchés, à savoir qu'il est variable. Une diminution de ce taux ne sera pas forcément un signe négatif sur le dénouement du contrat, mais juste la traduction du fonctionnement des règles de marchés. Ce taux a en effet vocation à varier constamment et ses fluctuations ne sont que la résultante de son fonctionnement normal. Il n'en reste pas moins que la baisse de celui-ci entraînera une baisse de la rentabilité du placement. En outre, il faut étendre un peu plus les perspectives, car nombre de créances sont à présent cotées et ont une valeur, un prix, soumis à la détermination et donc à la variation des marchés. Or les « dérivés de crédit » permettent également de lutter contre le risque de crédit résultant de ces variations en « garantissant » un niveau minimal de revenus. De ce fait, les auteurs opèrent parfois un classement fonctionnel que nous allons reprendre entre les « dérivés sur événement de crédit » et les « dérivés sur variations de crédit » encore appelés « dérivés sur marge de crédit »<sup>159</sup>. Avant d'aller plus loin, nous rappellerons que les terminologies employées sont d'origine anglo-saxonne. Elles expliquent les maladroites de traductions qui peuvent apparaître. De plus, face à de nombreuses variantes

---

<sup>158</sup> La Commission des Opérations de Bourse reconnaissait implicitement cette démarche. Les sociétés de gestion devaient obtenir son agrément préalable avant de pouvoir utiliser les « dérivés de crédit » selon le décret n° 2002-1439 du 10 déc. 2002 modifiant le décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances. Pour cela, ces sociétés devaient lui soumettre une déclaration décrivant les « dérivés de crédit » qu'elles envisageaient d'utiliser. Cette description pouvait être succincte s'ils étaient « courant », mais devait être soigneusement détaillée pour les autres d'après sa publication intitulée « *programme d'utilisation spécifique à l'utilisation des dérivés de crédit* », Bull. mens. COB n° 383 oct. 2003 p. 197.

<sup>159</sup> Hormis Alain GAUVIN qui estime que cette séparation ne correspond pas à la réalité : « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 35 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 83. D'autres retiennent une classification selon que les « dérivés de crédit » protègent contre le défaut d'une seule ou d'une multitude d'entités : Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 25 ; Benoît COUGNAUD, « l'univers des risques en finance, un équilibre en devenir », Presses de la Fondation nationale des sciences politiques 2007 p. 200. Une classification comptable selon l'inscription des « dérivés de crédit » hors ou dans le bilan : Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 149. Une classification selon que le « dérivé de crédit » donne lieu ou non à un financement : Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69. Une classification entre les contrats et les titres financiers : Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1095 p. 655.

issues uniquement de la pratique, la doctrine financière use parfois d'appellations légèrement différentes. Nous apporterons toutes les précisions utiles qui seront nécessaires.

### A. Les dérivés sur événements de crédit : éviter des pertes de créances.

**39.** La protection de ces « dérivés de crédit » est déclenchée par la survenance d'un fait générateur, d'un événement, expressément envisagé et prévu par les parties. Sans survenance de l'événement, l'acheteur de risque n'aura pas à offrir sa protection. Ces « dérivés de crédit » comprennent deux grandes catégories de contrats : les « credit default swap » et les « credit linked note ».

#### 1. Le mécanisme événement ou le « credit default swap ».

**40.** Ce « dérivé de crédit » est celui qui est le plus utilisé. Il est à l'origine des transactions les plus nombreuses et les plus importantes. Il est également le plus connu sous son abréviation de « CDS ». Dès lors, il conviendra de détailler son fonctionnement avec attention. Nous étudierons en conséquence le mécanisme de base du « crédit default swap ». Nous reviendrons aussi sur les nombreuses variantes auxquelles il a donné lieu. Enfin, nous nous permettrons de tirer quelques leçons de ces développements.

##### a. Le mécanisme de base du « credit default swap ».

**41.** Ce « credit default swap »<sup>160</sup> est le type de « dérivé de crédit » le plus usité parce qu'il possède la conception la plus simple. Il a donné lieu à plusieurs traductions plus ou moins complètes en français : « dérivé sur événement de crédit »<sup>161</sup>, « swap de défaillance »<sup>162</sup>, « swap de défaut »<sup>163</sup>, « swap de défaut de crédit »<sup>164</sup> ou « contrat d'échange sur le risque de défaut »<sup>165</sup> selon d'autres expressions employées.

<sup>160</sup> Appelé aussi « credit default derivative » par Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 35 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 83, Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. pp. 79 et 82, Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 253, Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1097 p. 656, Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 477 p. 467 ; ou encore « credit event » par Renaud LAPLANCHE, loc. cit. p. 28 ; ou « credit event swap » par François HAAS, loc. cit. p. 48, Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 26 et Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 208.

<sup>161</sup> Selon la terminologie retenue par la Fédération Française des Banques relevée par Gilles KOLIFRATH, loc. cit. p. 13 et Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 61 et 66 pp. 17 et 18.

<sup>162</sup> John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. 2000 p. 3 ; Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69.

<sup>163</sup> David DEHACHE et Didier MARTEAU, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 43 ; Emmanuelle OLLÉON-ASSOUAN, « technique de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », Rev. Sta. Fin. n° 4 de juin 2004 p. 100 ; Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », R.E.F. n° 97 de mars 2010 p. 15 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1035 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 539.

<sup>164</sup> Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 52.

<sup>165</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 54.

Une définition est contenue en préambule dans l'annexe technique consacrée aux opérations sur événement de crédit proposée par la Fédération Bancaire Française d'avril 2002. Alors qu'elle devrait correspondre à l'ensemble des opérations sur événements de crédit, elle semble en réalité concerner un peu plus les « credit default swap ». Elle est ainsi rédigée : « *une opération sur événement de crédit est une opération par laquelle les parties conviennent d'effectuer des paiements, conditionnés par la survenance d'événements affectant le risque de crédit sur une entité de référence ou ses obligations et préalablement convenus (une opération sur événement de crédit)* ». Elle ne présente finalement guère d'intérêt car elle reste très floue. Elle ne nous avance guère plus que les définitions étudiées lors de l'étude globale des « dérivés de crédit ». Elle rassemble tous les éléments alors cités : le paiement de flux, leur conditionnement à la survenance d'un événement, la lutte contre le risque de crédit concernant une entité de référence ou ses obligations.

42. Une première série de définitions relève que « *l'opération consiste pour un acheteur de protection sur une entité de référence (le sous-jacent) à se prémunir des conséquences de sa défaillance, moyennant paiement au vendeur de protection* »<sup>166</sup>. Elle relève de la philosophie de ce « dérivé de crédit ». Elle reste néanmoins imprécise. C'est pourquoi il est utile de se renvoyer à cette partie de la doctrine qui reconnaît dans cet instrument un accord « *financier bilatéral amenant une des contreparties (l'acheteur de protection contre le risque de défaut) à payer une commission périodique typiquement exprimée en point de base du montant notionnel total de la transaction, et l'autre contrepartie (le vendeur de protection contre le risque de défaut) à se tenir éventuellement prête à effectuer un paiement contingent au défaut (ou à la survenance de tout autre événement de crédit prédéterminé) d'une ou (plusieurs) partie(s) tierce(s) sur des crédits servant de référence à l'accord* »<sup>167</sup>. Ainsi, le « credit default swap » se définit clairement comme un accord par lequel, moyennant le versement d'une prime, le vendeur de protection s'engage à indemniser sa contrepartie du montant de la perte de crédit apparu sur un actif de référence lors de l'apparition d'un événement déterminé<sup>168</sup>. Certains auteurs ajoutent à ce propos que la somme remise par le

<sup>166</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 477 p. 467 ; Définition proche de Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », R.E.F. n° 97 mars 2010 p. 35.

<sup>167</sup> Richard BRUYÈRE, op. cit. 1998 p. 30 et 2<sup>ème</sup> édition 2004 p. 55 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 84. D'autres auteurs ne donnent pas de définition synthétique de cet outil et l'explique par son fonctionnement en détaillant les engagements de payer pris par les parties : Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », op. cit. p. 20 ; Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », rev. B. n° 723 d'av. 2010 p. 93 ; Emmanuelle OLLÉON-ASSOUAN, « technique de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », loc. cit. ; Precillia BINABOUT, « marché des credit default swap, la régulation est en marche », Rev. B. n° 713 de mai 2009 p. 93 ; Sébastien GRASSET et Claude DIMI, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », BJBPF de juil.-août 2009 § 46 p. 326 ; Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », loc. cit. ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1035. Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 207.

<sup>168</sup> Arnaud DE LUMMEN, loc. cit. p. 14 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1097 p. 656 ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 84 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 253 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. fasc. 912-8 n° 38 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 704 p. 634 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 129 ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 18 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 29 ; Jeanne France DE VILLENEUVE, « dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers 2005-2006 », op. cit. ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 150 ;

vendeur de protection est égale à la différence entre la valeur de l'actif avant et après le défaut<sup>169</sup>. Ce « dérivé de crédit » regroupe ainsi certaines caractéristiques. Il oblige celui qui recherche une protection à verser une prime à sa contrepartie en totalité soit dès le début du contrat, soit à échéance régulière tout au long du contrat. Les parties doivent prévoir des événements de crédit affectant soit la dette d'un débiteur soit l'entité débitrice elle-même. C'est au travers de cette entité, dite sous-jacente, que ce concentre la définition d'un projet de règlement européen sur certains aspects du contrat d'échange de risque, c'est à dire le « credit default swap ». Au travers de l'article 2, il estime qu'il est un contrat « *aux termes duquel l'une des parties verse une prime à l'autre en contrepartie d'une compensation ou d'un paiement en cas de défaillance de l'entité de référence ou d'événement de crédit affectant celle-ci* »<sup>170</sup>. La matérialisation de l'événement provoque l'indemnisation par le vendeur de protection censée compenser une perte de valeur de la créance.

**43.** Les événements déclencheurs de la protection sont multiples. Ils sont proposés par les conventions-cadres tant de l'ISDA, dans la troisième partie de la confirmation, que de celle de la Fédération Bancaire Française<sup>171</sup>. Ces listes sont relativement similaires<sup>172</sup>. Les reprendre dans le détail serait fastidieux et redondant. Nous limiterons nos efforts à celle de la Fédération Bancaire Française qui expose cinq grandes catégories d'événements : contestation - moratoire, la déchéance du terme, le défaut de paiement, la faillite, la restructuration. Chacune est définie dans l'article premier de l'annexe technique sur opérations sur événement de crédit<sup>173</sup> et renvoie à une nouvelle énumération d'événements.

Le défaut de paiement est une inexécution par une entité de référence d'une obligation de paiement au titre d'une ou plusieurs obligations sous-jacentes à la date d'exigibilité et au lieu de paiement prévus<sup>174</sup>. La déchéance du terme est l'exigibilité anticipée d'une ou plusieurs obligations de l'entité de référence provoqué par une inexécution ou de tout autre événement de même nature autre que le non-paiement à son échéance de toute somme exigible. La clause événement contestation - moratoire vise deux sous-séries d'événements. La contestation consiste pour une entité de référence ou une autorité gouvernementale à ne pas reconnaître, à contester, à dénoncer ou à remettre en cause, en tout ou partie, la validité d'une ou plusieurs obligations sous-jacentes. Le deuxième terme consiste à déclarer ou imposer un moratoire, une suspension ou un report des paiements, en fait ou en droit, pour une ou plusieurs obligations sous-jacentes. La faillite envisage deux sous-séries d'événements selon qu'elle est française ou internationale. Sous la faillite française sont placés l'insolvabilité de l'entité de référence incapable de payer ses dettes à leurs échéances, les négociations avec les créanciers en vue d'un échelonnement des dettes et celles introduites sous le régime du règlement

---

Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », BJBPF de janv.-fév. 2010 § 9 p. 58 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », B. Strat. n° 148 av. 1998 p. 13 ; Pierre GISSINGER, « les instruments dérivés de crédit auto-référencés », RTDF n° 1 2007 p. 93 ; Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », JCP E 2010 n° 1899 p. 13 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3. Pour une définition analogue sous forme d'exemple : Michel AGLIETTA, « les dérivés de crédit stimulent le transfert des risques bancaires (3<sup>ème</sup> partie) », B. Mag. n° 652 de nov. 2003 p. 38 ; François LONGIN, « les innovations financières », B. Mag. n° 653 de déc. 2003 p. 34 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 70.

<sup>169</sup> Définition de Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 43 ; Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69.

<sup>170</sup> Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit n° 2010/0251 du 15 septembre 2010 p. 20. V. infra § 717.

<sup>171</sup> Confirmation d'une opération sur événement de crédit d'avril 2002 de la Fédération Bancaire Française.

<sup>172</sup> Sur cette documentation, V. infra § 234.

<sup>173</sup> Annexe technique sur opérations sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française de juin 2002.

<sup>174</sup> Après expiration de tout délai de grâce applicable ou réputé s'appliquer lorsque les conditions en sont réunies.

amiable des articles L. 611-3 à 6 du code de commerce abrogé et remplacé par la conciliation depuis la loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises. Il faut inclure le prononcé d'une décision de redressement, de liquidation judiciaire ou de cession totale prise dans ce cadre et toutes les décisions prises en application des articles L. 620-1 à L. 628-3 du code de commerce. En anticipant la prise en compte des modifications légales de procédure, le périmètre de la faillite s'étend à la procédure de sauvegarde. Elle énumère la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991 sur la réforme des procédures civiles d'exécution : mesure de saisie, séquestre, attribution ou autre portant sur la majeure partie de ses biens si une telle mesure n'est pas retirée, annulée, suspendue ou réduite dans les 30 jours suivant. La fin de vie de l'entité de référence décidée par ses organes peut déclencher la protection : résolution relative à la dissolution (sauf par voie de fusion), la liquidation (judiciaire ou amiable), le dépôt de bilan de l'entité de référence. Enfin, la liste couvre tous les événements provoqués ou subis ayant sur un territoire donné des effets analogues à ceux précités. Le volet international de la faillite se calque sur le volet national et l'adapte à ce contexte<sup>175</sup>.

La cinquième catégorie d'événements est la restructuration définie comme une opération négociée entre un créancier et un débiteur dont l'objet est de modifier le profit de la dette afin d'en diminuer la charge : réduction du taux ou montant des intérêts payables ou à courir, de la prime ou du principal dû à ou aux échéances prévues, report de date d'une échéance de paiement d'intérêts et/ou de capital, tout abaissement du rang de priorité de paiement d'une obligation, le changement de l'unité monétaire dans laquelle doit être effectué un remboursement du principal ou un paiement d'intérêts ou tout changement dans leur composition<sup>176</sup>. Ces événements renvoient à une situation traduisant des difficultés et une détérioration financière, voir les prémices d'une défaillance. Elle renvoie à une situation de renégociation des modalités de la dette. N'entre pas dans le périmètre de la restructuration le passage en euro d'une obligation libellée dans une monnaie d'un pays ayant adopté l'euro, les modifications intervenant sur l'un quelconque des événements listés en raison d'une mesure administrative, fiscale, comptable ou technique dans le cadre de l'activité courante de l'entité de référence et la survenance de l'un de ces événements ne résultant pas directement ou indirectement d'une augmentation du risque de crédit sur une entité de référence ou de sa détérioration financière. Elle a donné lieu à de vives discussions. Après certaines annonces, comme celle de la restructuration de la dette de la société d'assurance-vie nord américaine CONSECO<sup>177</sup> par l'allongement de la maturité de ses emprunts, sa pertinence en tant que révélateur efficace d'un événement de crédit a fait l'objet de sérieuses polémiques. Pour les

---

<sup>175</sup> Sont énoncés : la dissolution de l'entité de référence (hors regroupement ou fusion), la cession générale, l'insolvabilité (incapacité à payer ses dettes ou sa reconnaissance par écrit), la conclusion d'un arrangement ou compromis avec les créanciers, l'action débouchant sur un jugement de faillite, d'insolvabilité ou tout autre mesure de redressement fondée sur toute loi en matière de faillite, d'insolvabilité ou similaire affectant les droits des créanciers et toutes les mesures de procédures d'exécutions sur les biens de l'entité de référence qui ne sont pas rejetées, annulées, suspendues ou réduites dans les 30 jours après le début de cette procédure. Il faut ajouter : l'obtention d'une résolution pour placement sous administration contrôlée, dissolution ou liquidation de l'entité de référence, l'obtention d'une mesure de nomination d'un administrateur, séquestre syndic, dépositaire, liquidateur, fidéicommissaire, trustee ou toute autre personne similaire à son égard ou celui de la majeure partie de ses biens. Cette clause l'étend aux mesures donnant suite à ces actions et à l'acquiescement à leur égard.

<sup>176</sup> Si certaines conditions sont réunies : la modification ne doit pas être prévue dans les modalités de l'obligation concernée en vigueur à la date de conclusion de naissance de l'opération ni résulter d'un accord entre l'entité de référence ou une autorité gouvernementale d'une part et tout créancier de l'obligation concernée ni être imposée ou avoir un caractère obligatoire pour l'entité de référence concernée.

<sup>177</sup> Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. pp. 26 et 27 ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 136 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 64 et s. ; Alain GAUVIN, « la question récurrente de la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 211.

opérateurs américains, la restructuration n'est pas forcément synonyme de pertes alors que leurs homologues européens y décèlent une évolution défavorable du crédit ouvrant droit à la protection<sup>178</sup>. Une large part des praticiens et des banques a été amenée à penser qu'il fallait distinguer entre les bonnes restructurations, proches du geste commercial qui ne sont pas révélatrices du risque de crédit, et les mauvaises restructurations qui sont les signes précurseurs de véritables difficultés. Aujourd'hui, l'International Swaps and Derivatives Associations (« ISDA ») a ajouté à sa documentation, depuis le 7 avril 2009, un « big bang protocol »<sup>179</sup> qui écarte en principe, sauf clause contraire, la clause de restructuration des événements de crédit à retenir dès que l'entité de référence sur laquelle porte la protection contre le risque de crédit est une nord-américaine. Mais elle est conservée pour les « credit default swap » dont l'entité de référence est européenne en raison de l'application de règle prudentielle. Son exclusion entraîne une pénalité de 40 pour cent sur le calcul de la valeur de la protection apportée par ce « dérivé de crédit » selon la réglementation Bâle II. La doctrine trouve de plus que l'insertion de cet événement procure plus d'inconvénients que d'avantage. Elle engendre une augmentation substantielle de la prime. Cette divergence engendre une contradiction avec la volonté de standardisation des contrats. En réalité, elle est rarement invoquée car les acheteurs de protection préfèrent attendre le défaut de paiement ou la faillite avant d'enclencher la protection.

De surcroît, les parties peuvent picorer parmi ces listes d'événement en toute liberté ceux contre lesquels elles désirent se protéger. Elles peuvent les panacher, en supprimer, voir en ajouter d'autres ignorés dans ces listes, liés au déroulement de la vie économique, qu'elles estiment révélateurs d'un risque de crédit tel l'irrespect de certains ratios financiers, l'annonce d'une fusion ou d'une scission (débouchant sur une entité détentrice d'une dette plus faible), la dégradation de la notation d'un débiteur ou de sa dette. Cette dernière possibilité est controversée. MM. Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUILLE s'y opposent en estimant que la simple dégradation d'un actif ne doit pas être sélectionnée comme événement déclencheur car, dans un « crédit default swap », « *le seul risque couvert est celui d'un défaut ; le risque de dégradation du crédit d'un actif n'aboutissant pas à un défaut n'étant par conséquent pas couvert* »<sup>180</sup>. Il faudrait en réalité étendre cette impossibilité aux fusions, scission et autres non-respects de ratios dès lors qu'ils ne sont que des signes précurseurs voir révélateurs d'un risque de crédit, ils ne sont pas forcément synonyme de défaut.

**44.** Les parties ne se contentent pas simplement de désigner la liste des événements susceptible de déclencher la protection. Elles affinent souvent le mécanisme de

---

<sup>178</sup> Selon Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 26, cette différence provient de la manière dont sont abordées les lois sur les difficultés des entreprises. Aux Etats-Unis, la législation leur est très favorable et leur offre de véritables chances de se sauver (Au prix pour certains d'une concurrence déloyale et au mépris des lois du marché, car au lieu de disparaître, ces sociétés, contrairement à celles qui sont viables, sont soustraites à certaines obligations et charges. V. le placement volontaire, par leurs dirigeants, de certaines grandes compagnies aériennes américaines sous la « protection du chapitre 11 » consacré aux règlements des entreprises en difficultés.), alors qu'en Europe, l'ouverture d'une procédure collective signifie le plus souvent sa disparition à plus ou moins long terme.

<sup>179</sup> 2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees and Auction Settlement CDS Protocol ; Haroun BOUCHETA, « la clause dite de restructuring, enjeux pour le marché des CDS », BJBPF de juil.-août 2009 p. 262 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1079 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », BJBPF de janv.-fév. 2010 § 9 p. 58 ; Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », loc. cit. p. 93 ; Precillia BINABOUT, « marché des credit default swap, la régulation est en marche », loc. cit. p. 93 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 35.

<sup>180</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUILLE, op. cit. 1998 pp. 50 et 65 reprise par Bertrand PÉRIGNON, loc. cit. p. 7. Ces auteurs contestent la légitimité de cette modalité en rappelant que les premiers arrangements conclus ne la renaient pas comme cause de déclenchement de la protection.

déclenchement en adjoignant à chaque événement des conditions précises avant qu'il n'acquière le pouvoir d'ordonner l'exécution de la prestation de protection offerte par l'acheteur de risque. Elles exigent que l'événement atteigne ou dépasse un certain seuil. C'est le test de matérialité. Ainsi, le modèle de confirmation d'une opération sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française prévoit pour chaque événement de crédit une indication relative au seuil de défaut fixé à 10 000 000 d'euros ou USD à défaut d'indication. Pour illustrer notre propos, une dégradation significative sera nécessaire lorsque l'événement de crédit conjecturé est la dégradation de la notation. Les parties veulent éviter que de simples variations périodiques sans conséquences ne déclenchent une protection injustifiée. Elles veulent s'assurer que l'événement de crédit atteigne un seuil de sensibilité suffisant pour révéler l'apparition d'un véritable risque de crédit. Nous retrouvons là un système de franchise ou de plafond qui restreint l'étendue de la protection. L'accord de base prévoira également que l'événement sera rendu public pour assurer une certaine sincérité. Il doit même parfois acquérir une certaine notoriété pour être prise en compte. Ainsi, l'ISDA, a installé un comité spécifique chargé entre autre d'acter la survenance d'un événement de crédit.

Un « crédit default swap » vise à compenser une perte financière à laquelle peut logiquement s'attendre le créancier. En effet, tous les événements recensés pour enclencher effectivement la protection sont de nature à laisser présager une perte pour le créancier. Le taux de réussite des procédures collectives françaises aboutissant à la continuation sereine de l'activité est très bas<sup>181</sup>. En cas de liquidation, le taux de recouvrement des créances n'est pas élevé<sup>182</sup>.

**45.** Comment fonctionne concrètement ce mécanisme ? Un créancier soucieux de l'avenir de ses fonds va trouver une contrepartie qui la protégera contre un événement de crédit pouvant affecter sa créance. Elles détermineront un ou plusieurs événements de crédit déclencheur de la protection. Elles fixeront aussi une durée du contrat et de protection qui débutera traditionnellement le lendemain de la conclusion de l'accord. Le créancier vendeur de risque rémunérera sa l'acheteur de risque pour le service rendu. Cette rémunération est une prime. Elle peut être payée en une seule fois dès la conclusion du « credit default swap » ou être périodique. Elle est régulièrement échelonnée tout au long de la vie de l'accord et payable annuellement, semi-annuellement ou trimestriellement. Cette prime est conservée par l'acheteur de risque indépendamment du dénouement de l'opération. Elle lui est définitivement acquise. L'accord prend fin à l'échéance prévu sans aucun versement supplémentaire si aucun événement de crédit ne survient. A l'inverse, il prend fin de manière prématurée si l'un de ces événements survient. Mais le vendeur de protection devra exécuter sa prestation. Cette prestation consistera à remettre à l'acheteur de protection l'actif venant compenser la perte de valeur de la créance révélée par l'événement de crédit. Cet actif pourra prendre la forme d'une somme d'argent. Les modalités de calcul seront figées lors de la conclusion du « dérivé de crédit ». Des auteurs synthétisent ces clauses essentielles en indiquant que chaque accord « *de credit default swap précise l'actif de référence (possédé ou*

---

<sup>181</sup> Une étude effectuée sur la période 2006-2010 relève que les procédures de redressement se terminent à 70 % en liquidation judiciaire, 20 % en redressement et 5 % par un plan de cession : Rapport Altares - Deloitte, « l'entreprise en difficulté en France, la crise est-elle derrière nous ? », mars 2011 p. 21. Le pourcentage des liquidations judiciaires est supérieur à 80 % sur l'ensemble des procédures collectives : Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », LGDJ 8<sup>ème</sup> édition 2009 n° 20 p. 12 ; André JACQUEMONT, « droit des entreprises en difficulté », Litec 7<sup>ème</sup> édition 2009 n° 8 et 9 pp. 5 et 6.

<sup>182</sup> Les spécialistes estiment qu'un créancier chirographaire recouvre environ 10% du montant de sa créance. Les créanciers privilégiés sont favorisés mais leur sort est variable selon leur rang. Voir le tableau sur cette situation à l'intérieur de l'ouvrage de Bernard SOINNE, « traité des procédures collectives », Litec 1995, 2<sup>ème</sup> édition n° 35 p. 35 ; Philippe PEYRAMAURE et Pierre SARDET, « l'entreprise en difficulté », DELMAS 4<sup>ème</sup> édition 2006 n° 101 p. 10.

*non par le vendeur de risque), la proportion du nominal protégé, le taux ou le montant payé par l'acheteur, la date de maturité du swap »<sup>183</sup>.*

**46.** Les modalités de calcul du nominal de la somme de la prestation du vendeur de protection sont variées. La logique voudrait qu'elle soit calculée à partir de la perte provoquée par l'événement de crédit qui déclenche la protection. Cette somme se rapproche le plus possible du dommage final supporté par l'acheteur de protection, c'est à dire de sa perte économique. En terme financier, on se reporte à la variation du prix de l'actif de référence en accordant à l'acheteur de protection une somme pécuniaire équivalente à la dépréciation de la créance protégée en comparant la différence de valeur constatée avant et après la survenance de l'événement générateur. L'opération aura été neutre pour le vendeur de risque. Il reçoit une somme égale à la dépréciation de la créance qui complète la valeur résiduelle de la créance qu'il conserve. Il ne supporte aucune perte définitive sur l'actif ou l'entité de référence. Face à des créances remboursables périodiquement, l'ampleur du risque de perte encourue diminue progressivement au fur et à mesure des remboursements. Dans ce cas, la somme virtuelle que devra verser le vendeur de protection sera dégressive avec l'écoulement du temps et l'exécution de ses obligations par le débiteur. Pour autant, le quantum de la perte supportée et calculée lors de la survenance du risque de crédit par l'apparition de l'événement ne correspondra pas forcément à la perte finale véritablement supportée par le créancier. En effet, l'indemnité compensatrice sera exigible dès la survenance de l'événement de crédit. Son montant sera fixé au moment de l'apparition de cet événement. Après le règlement de la prestation par l'acheteur de risque, la dette du débiteur reste exigible. Le créancier sera en position de recouvrer une partie de la dette du débiteur. Il peut être en mesure de retrouver une somme ou une partie de l'actif beaucoup plus importante que ce qui est attendue lorsque l'événement de crédit survient. Le cumul du total des deux obligations exécutées, par l'acheteur de risque et le débiteur, place théoriquement le créancier en position d'obtenir une somme supérieure à celle de sa créance initiale. Cette circonstance reste totalement indifférente à ce « dérivé de crédit ». Aucune régularisation n'est à attendre. Il peut aussi toucher moins selon les circonstances, car les difficultés du débiteur sont allées en empirant. Il ne peut d'ailleurs couvrir qu'une partie de son actif s'il le désire. Ces circonstances ne sont pas de nature à repousser ou modifier les modalités de calcul prévues. Dans tous les cas, par rapport à la seule opération du « dérivé de crédit », l'évaluation du gain du créancier se fera après déduction de la prime déboursée. En tant normal, la survenance de cet événement entraîne l'exécution de la prestation de protection de l'acheteur de risque et met un terme à l'accord même si sa durée n'est pas encore écoulée. Ce schéma des « credit default swap » est général. Il supporte en réalité une foule de dérogation selon les besoins des utilisateurs. Or certaines d'entre elles reviennent assez fréquemment pour devenir des variantes reconnues et identifiables.

#### b. Les variantes du « credit default swap ».

**47.** Les praticiens ont modulé les caractéristiques des « credit default swap »<sup>184</sup>. La première caractéristique variable est celle du nombre d'entités de

<sup>183</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 26.

<sup>184</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 60 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1097 p. 657 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1035 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers

référence concernée par ce « dérivé de crédit ». Nos explications ont porté jusqu'à présent sur un accord visant une entité unique. Il s'identifie comme « credit default swap single name » ou mono-support. Or cette protection peut s'étendre à de multiples références, c'est à dire sur un panier de créances ou d'entités de référence, d'où son nom de « basket credit default swap » ou « crédit default swap » multi-support. Il est aussi connu sous le terme de « first to default basket credit default swap ». La survenance d'un événement de crédit sur l'une des entités de référence met fin au « dérivé de crédit ». Le vendeur de protection doit sa prestation. Elle est évaluée par rapport à cette seule défaillance. Le « dérivé de crédit » s'achevant de manière anticipée, le vendeur de risque n'est plus couvert contre tout événement de crédit susceptible d'affecter par la suite l'une des autres entités sauf à conclure un nouvel accord. L'inconnu s'étend à la survenance du défaut, au quantum de la prestation due à l'acheteur de risque et à la connaissance de la détermination de la signature qui défaillera la première. Le terme anticipé du contrat avec toutes ses conséquences en matière de protection peut être décalé à un événement de crédit ultérieur, tel le deuxième (« second to default basket credit default swap »), le troisième ou tout autre que voudront retenir les parties.

Toujours au titre des « credit default swap » couvrant plusieurs entités, il ne faut pas confondre les variantes précédentes avec les « credit default swap au prorata » (« polled credit default swap »). Il ne représente qu'un cumul de « credit default swap » au sein d'un même document dans le but de simplifier la tâche « administrative ». Ces « dérivés de crédit » sont tous indépendants. Si l'un d'eux est touché par un événement, la protection est enclenchée, l'accord cesse à son égard, mais subsiste pour les autres jusque l'échéance ou l'apparition d'un défaut les concernant. La prime, périodique et globale, sera diminuée par la suite de celle(s) relatives au(x) « dérivé(s) de crédit » actionné(s).

La seconde caractéristique variable touche au dénouement. L'acheteur de protection remet au vendeur de protection les titres protégés au vendeur de protection contre leur prix nominal ou facial<sup>185</sup>. Cette modalité est la préférée des acheteurs de risque car elle leur laisse l'espoir d'une amélioration de la situation du débiteur de référence. La livraison des titres peut être choisie par l'acheteur de protection dans une liste prédéterminée de titres synonymes émis par l'entité de référence. Ces titres ont des caractéristiques proches de ceux sur lequel porte la protection. Cette stipulation est particulièrement utile pour assurer l'efficacité de la remise des titres, car lors de la souscription du « dérivé de crédit », l'acheteur de protection ne les a pas forcément en leur possession. Il bénéficie ainsi d'une garantie supplémentaire d'être en mesure de livrer les titres. Pour être précis, nous devons souligner l'existence d'un flou terminologique. Certains ouvrages qualifient spécifiquement de « credit default option » celui qui se termine par un dénouement physique et de « credit default swap » celui qui donne lieu à une compensation monétaire. D'autres ne procèdent pas à de distinction sémantique et réserve le terme de « credit default option » au « dérivé de crédit » qui offrent un choix à l'acheteur de protection d'activer ou de renoncer à activer la protection en sus de la survenance de l'événement.

La troisième caractéristique épargne aux parties la peine de procéder à des calculs en projetant la remise d'une somme forfaitaire. Elle est fixée dès la passation de l'accord et n'évolue

---

dérivés », op. cit. p. 52 ; Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », op. cit. p. 20 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. pp. 83, 86 et 89 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 151 ; Bruno RAVÍS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 18, 20, 27, 40 et 43 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. pp. 546 et 550 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 304.

<sup>185</sup> En présence de règlement avec livraison de l'actif de référence (actif livrable ou deliverable obligations), le terme anglo-saxon de « physical settlement » est usité, celui de « cash settlement » servant en dénouement en liquide uniquement.

jamais. Elle pourra s'avérer plus importante ou plus faible que la perte effectivement soufferte. Il est dit digital ou binaire, d'où sa dénomination de « credit default swap digital ». La quatrième caractéristique relève de l'activation de la protection. Des barrières sont introduites. Certains de ces accords ne couvrent que les pertes subies par un portefeuille jusqu'à un certain montant (« basket credit default swap subordonnés ») ou à partir d'un certain montant (« basket credit default swap senior »).

Il existe des « double default swap » ou « swaps de défaut réciproque »<sup>186</sup> qui réunissent deux « credit default swap » en un seul. Deux banques s'échangent le risque de contrepartie qu'elles détiennent. Elles auront une position réciproque d'acheteuse et de vendeuse de protection sur deux actifs de références, l'un détenu par la première banque et l'autre possédé par la seconde. Si les deux actifs sont trop disparates, elles ajoutent une compensation pécuniaire en faveur de celle qui prend en charge le risque le plus élevé.

La dernière variante est le « credit default swap step-up » ou « swap de défaut annulable ». Il offre l'option à l'acheteur de protection de mettre fin au contrat après l'écoulement d'une certaine durée. Durant la première phase, le montant de la prime est normal, mais il augmente au fur et à mesure de l'écoulement du temps afin d'inciter le vendeur de risque à le rompre. Il ressort clairement de cette description qu'il a été créé pour des besoins de protection à très court terme pour satisfaire à des problèmes prudentiels et fiscaux. Ils ont été inventés pour répondre aux besoins des établissements de crédit japonais qui risquaient, à la fin de l'année bilantielle 1997, de mobiliser un capital réglementaire très importants en raison d'une présence massive de créances douteuses dans leurs portefeuilles. La conclusion de « dérivés de crédit » d'une durée égale à celle de ces créances les dispensait ainsi de respecter cette obligation prudentielle, ce que n'aurait pas permis la conclusion de tels dérivés à court terme. Néanmoins, vu la qualité très médiocre des créances, les vendeurs de protection n'étaient pas décidés à offrir une couverture totale jusqu'à leur échéance. C'est pourquoi les acheteurs de protection devaient payer, le temps que l'année soit écoulée, une prime d'un niveau normal, puis après cette période une prime d'un niveau très élevé, multiplié par trois, afin de les inciter à exercer l'option d'annulation. Il est douteux de classer de tels « credit default swap » parmi les variantes classiques. Ils ont été peu utilisés. Ensuite, il est judicieux de s'interroger sur la légitimité de telles pratiques qui ne visent finalement qu'à contourner artificiellement la réglementation prudentielle en vigueur. On a vu les résultats de la tolérance concédée à de telles pratiques. Il est certain que l'acheteur de protection ne recherchait pas cette protection, mais uniquement un avantage prudentiel. Il est aussi certain que l'acheteur de risque n'entendait pas être soumis au risque en question. La première phase n'a duré qu'un seul mois. L'option est en réalité très virtuelle puisque l'état d'esprit des partenaires est le prononcé de l'annulation. L'acheteur de protection ne bénéficiait en réalité d'aucun choix au vu du montant de prime. Son gain consiste ici en une économie conséquente de capital réglementaire.

Chacune de ces versions recèle une influence décisive sur le niveau de la prime. Plus cette protection sera complète et étendue, plus son montant sera élevé. Il est maintenant possible de tirer quelques enseignements de ce « credit default swap ».

---

<sup>186</sup> Ces accords sont dénommés « two-way credit default swap » selon Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 34 ou « Credit Event Exchange Swap » selon Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 43.

### c. Les premières leçons enseignées par ce « dérivé de crédit ».

**48.** Ces « dérivés de crédit » recèlent finalement un effet plus large que la simple lutte contre le risque de crédit autorisant le créancier à se couvrir contre une perte pécuniaire résultant d'une défaillance du débiteur. En cas d'accomplissement de l'événement redouté, ils ne se superposent pas au millimètre près à la défaillance encourue par le créancier. Cette protection peut-être déficitaire. Le créancier n'est pas parfaitement couvert. Mais elle peut aussi être excédentaire. Ces situations sont classiques et connues, notamment au regard des systèmes de garanties habituelles. Un créancier insuffisamment préservé profitera d'une garantie insuffisante. Elle ne sera pas étendue au surplus de sa créance qui restera soumis au sort commun des créances sans privilège. Un créancier protégé par des garanties trop importantes ne sera protégé que dans la limite de sa créance. Il ne recevra pas la totalité des montants apportés en garantie, mais uniquement ceux nécessaires à le désintéresser. Ainsi, il y aura réduction des sommes à hauteur de sa créance. Tel ne sera pas le cas avec les « credit default swap ». L'acheteur de protection touchera l'intégralité de la somme bien qu'elle dépasse le montant de la créance ou de la perte alors que tous les autres systèmes de protection ou de sûretés interdisent le franchissement de la barrière du montant de la créance. En cela, ils sont beaucoup surprenants. Ce phénomène est clairement confirmé par la possibilité de protéger des titres que l'acheteur de protection ne possède pas. Il n'est alors soumis à aucun risque de crédit. Il est acheteur de protection sans être créancier du sous-jacent. Il n'encourt pas de dépréciations dommageables. Ce faisant, ils se montrent spéculatifs. Le « credit default swap digital » (fixation d'une somme forfaitaire) illustre cette leçon. Le forfait offert peut être supérieur à la perte réellement apparue sans réduction de la somme due au titre de la prestation de protection. En sus, tout « credit default swap » peut être passé par un opérateur qui n'est pas soumis au risque de crédit sur le sous-jacent de référence ou pour un montant notionnel supérieur à celui du sous-jacent quant il est détenu. Il est spéculatif pour le vendeur de risque. Il espère pouvoir profiter de la prime sans avoir à apporter sa prestation. Et celui qui se voit remettre des titres dégradés peut espérer un redressement de la situation. Ce « dérivé de crédit » ne permet pas non plus aux parties de connaître avec certitude le niveau des pertes ou des gains réellement encourus au niveau de l'opération globale. Ces instruments contiennent en eux de nombreuses incertitudes. Le second « dérivé de crédit » événement est le « credit linked notes ». Il offrira forcément des points d'achoppements avec celui que nous venons d'étudier.

## **2. Le mécanisme de titrisation ou le « credit linked notes ».**

**49.** Le « credit linked notes » est un « dérivé de crédit » événement. Comme les « credit default swap », il profite d'une architecture de base que nous aborderons dans un premier temps. Lui aussi a fait l'objet d'adaptation qu'il faudra étudier.

### a. L'architecture initiale du « credit linked notes ».

**50.** Le « credit linked note »<sup>187</sup> est défini par les auteurs l'ayant disséqué comme un « dérivé de crédit » titrisé<sup>188</sup>. La titrisation est le « *fait d'incorporer une*

---

<sup>187</sup> Ou encore « default-linked notes » selon Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 37 ; Voir « credit default linked notes » : Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 22.

*créance dans un titre. Née aux USA dans les années 70, la titrisation est utilisée soit comme une technique de financement lorsqu'elle consiste pour une banque ou une entreprise à émettre des titres garantis par un ensemble de créances (titrisation on balance sheet), soit comme une technique de gestion de bilan permettant à un établissement cédant de céder des créances à une structure ad hoc qui émet des titres pour financer l'achat des créances (titrisation off balance sheet)*<sup>189</sup>. Une structure destinée à cet effet achète des créances en émettant des titres. Elle remboursera les titres émis selon un échéancier précis grâce aux liquidités provenant du désintéressement des créances acquises par leurs débiteurs. L'établissement cédant se sépare de créances à échoir à plus ou moins long terme et les remplace par les liquidités obtenus par leurs cessions auprès de la structure. Ces « dérivés de crédit » titrisés vont s'inspirer du mécanisme de la titrisation pour leur agencement.

**51.** Sans se départir des créances du débiteur, le créancier va émettre des titres dont les modalités et l'exécution effective du remboursement seront calquées sur la tenue des créances conservées par l'acheteur de protection. Ces créances servent de référence à ce mécanisme. Le « credit linked notes » se présente sous la forme d'un emprunt (le plus souvent obligataire ou sous forme de titres de créances négociables<sup>190</sup>) émis par l'acheteur de protection et souscrit

---

<sup>188</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. pp. 40 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 103 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Jean-Norbert PONTIER, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », loc. cit. p. 33 ; Stéphane MOUY, « titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », mélanges AEDBF France II, banque éditeur 1999 p. 347 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 31 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 145 et 167 pp. 218 et 252 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1099 p. 658 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 64 et 77 pp. 17 et 21 ; Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69 ; Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », loc. cit. p. 13 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 415 p. 291. Des auteurs mentionnent un « credit default swap » adapté à un papier de type obligataire : Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 309 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 704 p. 635 ; Dictionnaire Permanent Epargne et Produits Financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. n° 38 p. 8 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », loc. cit. p. 209 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 94 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 152 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 478 p. 468 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 71. Ou encore « *des default swaps traités sous la forme de valeurs mobilières* » : Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 51.

<sup>189</sup> Définition de Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>190</sup> Les Titres de Créances Négociables (TCN) : « *instrument financier négociable sur le marché monétaire. Sont des titres de créances négociables les Billets de Trésorerie (BT), les Bons à Moyen Terme Négociables (BMTN) et les certificats de dépôt (CD)* ».

Billet de Trésorerie : « *TCN, pouvant être émis en euro ou en devises, par des entreprises d'investissement, des entreprises autorisées à faire appel public à l'épargne, des groupements d'intérêt économique et des sociétés en nom collectif composés uniquement de membres ou associés autorisés à faire appel public à l'épargne, des institutions de l'Union Européenne et des organisations internationales dont est membre la France, ainsi que la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES), les collectivités locales et leurs groupements, les associations régies par la loi de 1901 répondant aux conditions prévues pour l'émission d'obligations par appel public à l'épargne, les États et les fonds communs de créances. Un billet de trésorerie doit avoir une durée initiale inférieure ou égale à un an et un montant unitaire au moins égal à la contre-valeur de 150 000€* ».

par le vendeur de protection. Cet emprunt sous forme de titre émis par l'acheteur de protection ne sera lui-même désintéressé si l'acheteur de protection est lui-même remboursé des crédits consentis à ces débiteurs. Si le désintéressement par les débiteurs est totalement défaillant, les vendeurs de protection ne verront pas leurs titres remboursés. Si le désintéressement n'est que partiel, les vendeurs de protections se seront désintéressés que dans cette limite. Ainsi, l'acheteur de protection qui a accordé des crédits se trouve en position intermédiaire. Il est créancier à hauteur de ces crédits. Mais en émettant les titres en question, il s'engage à rembourser le capital et les intérêts de ces titres. Il devient débiteur de cet emprunt. Le vendeur de protection, en souscrivant les titres, prend la qualité de créancier de l'acheteur de protection. Le vendeur de risque adopte une position pivot qui organise un parallélisme total entre sa créance et sa dette. Ce faisant, l'évolution de sa créance va influencer directement celle de sa dette. En se plaçant en qualité de pivot entre les deux séries d'obligations, l'on conçoit que cela revient à faire comme si le débiteur initial règle directement le vendeur de protection. S'il n'exécute pas intégralement ses engagements, c'est le vendeur de protection qui en supportera les effets. Néanmoins, ce raccourci est fictif. C'est l'introduction du « dérivé de crédit » qui provoque cet effet. Le débiteur initial reste débiteur de l'acheteur de protection et non du vendeur de protection. Il n'y a pas de transfert de créance comme dans une titrisation. Il ne connaît pas le vendeur de protection, qui ne profitant pas du transfert de créance, n'a aucune action directe contre lui. Ainsi, c'est bien grâce à l'édifice des clauses du « dérivé de crédit » à travers ce second emprunt obtenu auprès du vendeur de protection que ce dernier sera coupé de son remboursement dans la limite de l'inexécution du débiteur. Il renoncera expressément à toute action en recouvrement de ces sommes auprès de l'acheteur de protection. C'est donc lui qui supporte le risque de crédit puisque l'acheteur de protection conserve les sommes remises lors du montage de l'opération par l'acheteur de risque. L'acheteur de protection se ménage une position neutre en compensant sa qualité de créancier par une qualité en tout point symétrique de débiteur en liant deux contrats de prêts au départ distincts et indépendants.

**52.** Concrètement, les souscripteurs des titres verseront le montant de leur valeur facial à l'émetteur lors de leurs souscriptions. L'acheteur de protection obtiendra des liquidités. Une fois cette obligation accomplie, l'acheteur de protection s'astreindra à désintéresser les titres en reversant aux porteurs des titres le capital plus la rétribution de l'avance des fonds ainsi opérés sous la forme d'intérêts. En sus, le taux d'intérêt en question sera majoré. Cette majoration sera le prix de l'acceptation du risque de crédit. Ainsi, dans ce type d'opération, l'insertion de ces modalités particulières constituant le « dérivé de crédit » entraîne le versement d'un taux d'intérêt par le vendeur de risque plus élevé que celui rencontré dans une titrisation sans transfert du risque de crédit. Il a normalement une durée de vie égale au temps prévu pour le remboursement intégral des créances pour éviter les distorsions de trésorerie. Si à ce terme aucune défaillance n'est constatée, l'opération se clôt par un désintéressement total. L'acheteur de risque n'a perdu aucune somme. C'est comme si sa protection n'avait pas été activée<sup>191</sup>. En revanche, si un événement affecte le remboursement des créances initiales

---

Bon à Moyen Terme Négociable : « TCN pouvant être émis en euro ou en devises, par l'ensemble des émetteurs de titres de créances négociables. Un BMTN doit avoir une échéance fixe, une durée initiale supérieure à un an et un montant unitaire au moins égal à la contre-valeur de 150 000€ ».

Certificat de Dépôt : « TCN pouvant être émis en euro ou en devises par les établissements de crédit ou la caisse des dépôts et consignation. Un CD a une échéance fixe d'une durée inférieure ou au plus égale à un an et un montant unitaire au moins égal à la contre-valeur de 150 000€ ».

Définitions de Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>191</sup> Pour un exemple « credit linked note » d'une filiale d'un groupe de réassurance : voir Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 44 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 109 pour d'autres exemples.

conformément aux causes d'événements de crédit insérées entre les parties, l'acheteur de protection cesse le versement périodique des sommes à sa contrepartie. Elle ne pourra pas exiger le paiement de ce qui lui est encore dû au titre des échéances restant à courir. L'acheteur de protection en reste maître. L'écoulement du temps réduit l'exposition au risque de l'acheteur de risque, car le montant des sommes qui sont susceptibles de ne pas lui être remboursé diminue progressivement au fur et à mesure que ce rapproche l'échéance finale. Ce « dérivé de crédit » peut n'être installé que pour une fraction des créances ou des prêts initiaux consentis.

**53.** Ce « dérivé de crédit » est à juste titre intégré parmi les mécanismes événements. C'est la survenance d'un événement de non-remboursement qui déclenche le dispositif de protection par l'interruption irrévocable du remboursement de l'emprunt au vendeur de protection. En réalité, ce « dérivé de crédit » répond à tous les cas d'événement de crédit qui se traduisent par une absence de rentrées financières, comme la défaillance de l'émetteur, sa faillite ou les cas d'exigibilités anticipés, mais aussi à ceux qui matérialisent une dégradation de la créance et une perte de valeur. Dans ces dernières hypothèses, une somme calculée par rapport à cette dégradation sera déduite des sommes à rembourser avec les titres. L'événement a ici des effets catégoriquement inverses à ceux relevés dans un « credit default swap ». L'événement produit l'émission d'un flux financier pour compenser la perte subie par l'acheteur de protection. Dans un « credit linked note », au contraire, il y a interruption d'un flux financier régulier. Nous partageons l'opinion de M. Bruno RAVÍS qui estime que le « credit linked notes » est l'équivalent nécessitant un financement par avance des « credit default swap »<sup>192</sup>. L'inconnu se matérialise d'une façon identique à celle relevée dans un « credit default swap ». Il n'est pas possible de déterminer à l'avance si le fait générateur surviendra ou non ni le montant des sommes que l'investisseur vendeur de protection perdra en définitive. Cet outil a aussi fait l'objet de quelques variations.

#### b. Les modalités d'adaptation de cet instrument.

**54.** Cet instrument peut être l'œuvre d'adaptation comme pour les « credit default swap ». Ainsi, par « l'émission de titres représentatifs de dérivés de crédit », le paiement des flux réguliers par l'acheteur de protection ne représente que les intérêts de la somme avancée. Le remboursement du montant du principal n'intervient qu'à l'échéance. En cas de survenance de l'événement craint, ce flux s'interrompt. Que devient le montant du principal ? Il sera reversé déduction faite du montant de la perte constatée après le défaut. Parfois, il est prévu une remise des titres dégradés ou d'un montant prédéterminé au vendeur de protection. L'emploi d'un panier de crédits est concevable donnant lieu à des « basket credit linked notes » et des « first-to-default basket credit linked notes » qui répondent aux mêmes modalités de dénouement que les « credit default swap » sur panier abordés précédemment. Il existe aussi des barrières de déclenchement avec des « basket credit linked notes subordonnées » ou « senior » qui couvrent des pertes jusqu'à un certain montant ou à partir d'un certain montant.

Une des modalités les moins courues par les vendeurs de protection est celui du défaut binaire. S'ils offrent des rendements particulièrement élevés, ils sont très risqués car, en cas

---

<sup>192</sup> Bruno RAVÍS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 22. Il est classé par la doctrine dans les « dérivés de crédit » qui nécessitent dès leur conclusion une avance de fonds « funded credit derivatives » en anglais en opposition à ceux qui ne nécessitent pas d'appel de fonds « unfunded credit derivatives » : Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1040 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 51.

de défaut du débiteur de l'actif de référence, le vendeur de protection ne reçoit aucun remboursement du principal. Durant la vie du contrat, il ne touchera que les intérêts versés régulièrement par le vendeur de risque. La restitution du principal ne se réalisera théoriquement qu'à l'échéance du « dérivé de crédit » si aucun événement de crédit n'interfère. Dans l'hypothèse inverse, les flux d'intérêts cesseront de manière anticipée et l'acheteur de risque renoncera à toucher une quelconque partie du montant principal avancé. Ce « dérivé de crédit » s'assimile au « quitte ou double » ou encore au « tout ou rien ». Il n'y a ici aucun calcul à faire qui tenterait d'évaluer la perte subie consistant en la différence entre avant et après le défaut. Ce qui fait dire à M. Richard BRUYÈRE que cette modalité d'instrument fait « *partie des produits les plus risqués sur le marché des dérivés de crédit* »<sup>193</sup>.

Ces « credit linked note » connaissent une autre forme spécifique, celle de « cat bond ». En réalité, il conviendrait plutôt de parler de cousins en ce qu'ils interviennent pour les risques naturels et non de crédit. Ils suppléent les assureurs en cas de catastrophes naturelles majeures. Elles ont un coût financier tellement élevé qu'elles peuvent mettre en danger ces sociétés d'assurance<sup>194</sup> qui rechignent à les prendre en charge ou qui réclameraient des primes trop élevées pour être raisonnablement supportées par les acteurs de l'économie.

**55.** Le recours à la titrisation donne à ce « dérivé de crédit » des contours ambigus, ce qui explique peut être qu'il n'apparaisse pas dans tous les études dédiées aux « dérivés de crédit »<sup>195</sup>. Par ailleurs, il est parfois confondu avec la titrisation synthétique<sup>196</sup>. Elle est une opération de titrisation au sens classique du terme auquel on ajoute un dérivé de crédit<sup>197</sup>, en général un « credit default swap »<sup>198</sup>. Les différences entre le « credit linked notes » et la titrisation synthétique se font jour. Le « credit linked notes » ne réclame pas l'intermédiaire d'un véhicule *ad hoc* et d'une entité tierce pour recevoir les créances protégées. Ce véhicule est indispensable en matière de titrisation. De plus, le « credit default swap » de la titrisation synthétique couvre les créances transférées au véhicule *ad hoc*. Il a vocation à jouer en faveur

---

<sup>193</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 39.

<sup>194</sup> Bertrand PÉRIGNON, « les cats bonds sortent de l'ombre », MTF l'AGEFI n° 109 07-08/1999 p. 49 ; Natasha ANDERMAHR, « les fonds catastrophes débarquent en France », O.F. n° 578 du 10/01/2000 p. 6 ; Alice PÉZARD, « les obligations : évolutions récentes », B.J.B.P.F. de juil.-août 2000 § 67 p. 315 ; Lise CHATAIN-AUTAJON, « les obligations-catastrophe », BJS av. 2008 § 76 p. 347 ; Philippe CHASSAT et Christophe ANGOULVANT, « aléas climatiques un nouveau marché financier », Rev. B. n° 686 de déc. 2006 p. 48 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 596.

<sup>195</sup> Ne le décrivent pas dans leurs études : Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. ; Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 14 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », op. cit. p. 40 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit. p. 13 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 15 ; Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », op. cit. ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. Emettent des doutes quant à leur classification au sein des dérivés de crédit : Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit.

<sup>196</sup> Giulia RIAL, « opération sur risque de crédit », B. Mag. n° 642 de déc. 2002 p. 58 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENIKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 152 ; Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. pp. 31 et 36.

<sup>197</sup> Alain CARRON et Eric TANGUY, « dérivés de crédit et titrisation : un mariage prometteur », B. mag. n° 625 de mai 2001 p. 30 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 39 ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », op. cit. n° 885 p. 634.

<sup>198</sup> Classent la titrisation synthétique parmi les « dérivés de crédit » : Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 314 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 115.

des souscripteurs des titres émis permettant l'achat initial des créances. Ils sont les bénéficiaires de la protection. Dans le « credit linked notes », le bénéficiaire de la protection ne sont pas les souscripteurs des titres, mais l'émetteur. Il est dans la titrisation synthétique le moyen d'attirer des investisseurs tout en réduisant le coût de la titrisation pour le créancier se séparant de ses créances.

**56.** Il existe deux grandes branches de « dérivés de crédit » qualifiés d'événement, le « default swap » et le « credit linked note », qui présentent la particularité d'offrir une protection selon des modalités inverses. L'application concrète de la protection offerte par le premier entraîne un versement de somme d'argent alors que le deuxième interrompt un flux financier. L'un exonère de financement le vendeur de protection lors de la mise en place du mécanisme pendant que le second au contraire le réclame. La rémunération du « dérivé de crédit » diverge. Elle est le versement d'une prime pour le « credit default swap » et le versement d'un intérêt plus attrayant pour le « dérivé de crédit » titrisé.

Tous les « dérivés de crédit » n'exigent pas la prévision d'un événement formel. Il existe une autre branche qui assure la rentabilité d'une créance et sa solvabilité. Ils sont classés comme « dérivés sur variation de crédit ».

### B. Les dérivés sur variation de crédit : assurer la rentabilité d'une créance.

**57.** L'appréciation de la qualité d'une créance ou d'un actif est délicate. Il est bien sûr loisible de s'intéresser à tout l'environnement économique de l'entité de référence. Les opérateurs cherchent des indices susceptibles de révéler la situation réelle de cette entité. La révélation peut se faire jour en comparant l'actif sous-jacent d'un vendeur de risque par rapport à un autre actif tiers jugé de bonne qualité ou de qualité supérieure à l'actif sous-jacent. Elle apparaît judicieuse pour les taux de rendement de deux actifs de références dont l'un serait jugé sûr par rapport à l'autre. Ce raisonnement apparaît d'autant plus pertinent quand la valeur de l'actif est corrélée à celle du rendement de cet actif. Pour illustrer ce propos, certaines créances, les obligations par exemples, sont souvent fongibles et négociables. Elles peuvent être aliénées sur des marchés cotés dont le prix dépendra de leur attractivité dont l'un des facteurs d'appréciations sera leur rentabilité, mais aussi son profil de risque. Dès lors, la comparaison s'appuie sur l'évolution de rendements, à savoir sur les variations indissociables des actifs. D'où l'appellation de « dérivés sur variation de crédit » pour les « dérivés de crédit » qui s'appuient sur ce type de comparaison pour organiser la protection de cet actif ou de la créance sous-jacente. Ce faisant, ils parviennent à couvrir le rendement d'une créance et à assurer leur rentabilité.

Ces « dérivés sur variation de crédit » se décomposent en des « dérivés sur mécanismes d'écart » et des « dérivés de crédit » reconnaissable sous le vocable de « dérivés de crédit de transfert de rendement ».

#### 1. Les « dérivés de crédit » fondés sur un mécanisme d'écart ou les « credit spread derivative ».

**58.** Les « credit spread derivative » sont décrits par Madame Alice PEZARD<sup>199</sup> comme des instruments qui « *garantissent aux parties un écart futur entre*

---

<sup>199</sup> Alice PEZARD, avant propos à l'article d'Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 14.

*le taux de rendement du sous-jacent et le taux de rendement d'une valeur de référence* » déterminée par les parties. Les échanges financiers liés à ces « *produits dérivés de crédit dépendent donc exclusivement de l'évolution des signatures entre deux émetteurs* »<sup>200</sup>. Cet écart est appréhendé sous le terme anglo-saxon de « *spread* » qui éclaire son emploi dans l'expression. Deux « *dérivés de crédit* » en dépendent : le « *credit spread option* » et le « *credit spread forward* ». Cette distinction n'est pas toujours clairement affirmée par la doctrine. Un courant décrit globalement les « *credit spread derivative* » et les présente comme deux variantes pas vraiment distinctes<sup>201</sup>. Un autre courant brosse la philosophie générale des « *credit spread derivative* » en exposant les « *credit spread option* » comme une déclinaison des « *credit spread forward* »<sup>202</sup>. Enfin, deux courants ignorent l'une de ces deux catégories, tour à tour les « *credit spread forward* »<sup>203</sup> ou les « *credit spread option* »<sup>204</sup>. Pour des raisons de clarté, nous préférons opérer ce partage<sup>205</sup>.

#### a. Le « credit spread option ».

**59.** Ils se présentent sous la forme d'une option à l'américaine d'achat ou de vente de titres de créance à un prix préfixé déterminé à partir d'un taux d'intérêt donné. Une option à l'américaine est un choix exerçable à n'importe quel moment jusqu'à son

<sup>200</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 48.

<sup>201</sup> Arnaud de LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Dictionnaire permanent épargne et produits financiers, « les dérivés de crédit », loc. cit. 912 p. 8 n° 3 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », loc. cit. p. 208.

<sup>202</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13.

<sup>203</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 39, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 101 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 55 et « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50 ; Giulia RIAL, « opérations sur risque de crédit », loc. cit. p. 58 ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », loc. cit. p. 40 ; Bertrand PÉRIGNON, « la gestion dynamique des risques de crédit », loc. cit. p. 7 ; Cécile PRUDHOMME, « crédits dérivés : des investisseurs encore réservés », loc. cit. p. 14 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 115 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 312 ; Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1044 ; Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », loc. cit. p. 13 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 4 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 102 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 479 p. 468 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 413 p. 289.

<sup>204</sup> Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 130 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 704 p. 635 qui décrivent le « *credit spread forward* » en le ramenant à une option.

<sup>205</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 49 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 46 et 2004 p. 80 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENGO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 152 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 63 et 70 pp. 17 et 19 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit. p. 13 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 27 ; Bruno RAVÍS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 28 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1102 p. 660 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 253 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », *Economica* 2010 n° 45 et 68 pp. 22 et 33.

échéance. Elle s'oppose à l'option à l'européenne dont le choix ne peut s'exercer qu'au moment de son échéance. Certains « dérivés de crédits » autorisent toutefois l'usage d'option à l'européenne. Le détenteur d'un titre ou d'une créance envisagera sa vente future à des conditions prédéfinies à l'avance. Si ces craintes de dégradation de la rentabilité de l'actif se réalisent, l'exercice de l'option lui permettra de vendre ses titres dans des circonstances de prix plus favorables que celles en vigueur au moment où se concrétise la cession. Si la dégradation ne survient pas, le vendeur de risque ne dispose d'aucune raison de se séparer de l'actif sous-jacent protégé par ce « dérivé de crédit ». Il n'a qu'à le conserver en s'abstenant d'exercer l'option qui lui permettrait de le vendre. Son partenaire ne dispose lui d'aucun pouvoir sur le déterminisme du choix. Il ne peut le forcer à vendre ni renoncer à l'exercice de l'option. Le bénéficiaire de l'option sera tenu de verser une prime à celui qui l'a consent. Ce flux financier est certain.

**60.** Une variante de cet instrument intègre l'idée de dénouer ce « dérivé de crédit » par le versement d'une somme d'argent en lieu et place d'une cession complète. Le principe du fonctionnement de l'option est conservé. L'acheteur de protection verse une prime périodique. Les parties sélectionnent toujours deux créances de références destinées à la comparaison, l'une risquée servant de sous-jacent protégé au vendeur de risque et l'autre estimée saine et stable. Si l'évolution s'avère défavorable, c'est-à-dire que le rendement de la créance risquée se dégrade par rapport à celle jugée saine, l'acheteur de protection sera en mesure d'exercer l'option puisque l'événement de crédit redouté se réalise. Mais au lieu de déboucher sur une vente classique, elle obligera le vendeur de protection à verser une somme d'argent reflétant la dégradation à partir d'une simulation. On imagine que l'acheteur de risque, qui apporte sa protection, achète les titres au prix de la situation la plus favorable, celle stipulée au contrat à laquelle il est tenu, et les revend immédiatement au prix du marché défavorable après dégradation de sa situation de la créance. Une différence est calculée entre les prix des deux situations. C'est cette seule différence que remettra le vendeur de protection à l'acheteur de protection. Les titres, eux, ne sont pas transférés. Ainsi, l'acheteur de protection se retrouve protégé car il conserve les titres dégradés et reçoit une compensation monétaire égale à cette dégradation. De la sorte, il ne subit pas cette évolution défavorable. Si ce calcul fait naître une différence favorable à l'acheteur de risque, il ne reçoit logiquement aucun versement car l'option n'aurait pas été exercée dans cette circonstance.

D'autres variantes, déjà rencontrées lors de l'étude des précédents « dérivés de crédit », se retrouvent dans les « credit spread option ». Les parties peuvent renvoyer à un panier de créances, aussi bien pour les créances couvertes que pour les créances de références jugées saines. Il est loisible de recourir à une moyenne de paniers, de se référer à des taux d'intérêts de marchés, de ne se servir que d'une créance par panier pour chaque élément de calcul ou même à un taux d'intérêt issu des marchés financiers. Les parties peuvent librement combiner entre elles toutes ces modalités.

**61.** Les parties peuvent incorporer des barrières aux options. Elles activeront ou désactiveront la possibilité d'exercer l'option si l'actif sous-jacent de référence atteint à la hausse ou à la baisse un niveau fixé par avance. Selon les modalités choisies, le franchissement de cette barrière permettra à l'option de jouer ou de ne plus jouer. Elles équivalent à un seuil de matérialité. Elles prennent de ce point de vue tout leur sens pour la lutte contre les risques de crédit quand elles sont activantes au-delà d'un certain seuil. Elles sont subordonnées à l'importance de la dégradation. L'introduction de l'exigence de ces variations minimales permet de réintroduire les événements de crédit qui a priori n'ont pas leur place dans ce mécanisme. Une défaillance, un moratoire, une restructuration de la dette, se répercutera sur le rendement de la créance protégée de manière conséquente. Ces seuils réintroduisent des considérations déjà connues. Plus la dégradation sera d'ampleur, plus la valeur de l'option croîtra. Parallèlement, le vendeur de protection sera confronté à une perte

plus importante. En revanche, une option de vente associée à une barrière désactivante entraîne une déviance de la philosophie des « dérivés de crédit ». Elles annihilent la protection contre un risque de crédit lorsque celui-ci s'avère être le plus sérieux. Elles empêchent la protection pour les situations qui se rapprochent le plus de la survenance des événements de crédit les plus sérieux et se trouvent paradoxalement pleinement actives pour les dégradations les moins graves pouvant s'expliquer par des phénomènes de marchés. Néanmoins, cette critique doit être atténuée. Leur intérêt est de permettre à l'acheteur de protection d'adapter le plus finement possible la protection qu'il désire selon ses anticipations, et ce faisant, de limiter à ses stricts besoins le coût de la prime. Celui qui anticipe l'existence de difficultés, voir d'un moratoire, mais pas une défaillance totale, pourra en installant ces barrières les fixer à des niveaux traduisant ces prévisions. Inversement, s'il désire être protégé contre les risques les plus sérieux et non une faible volatilité, il introduira une barrière activante à compter d'un certain degré. Ce faisant, il ne profite pas d'une protection totale et peut escompter une économie de prime.

Les praticiens ont aussi imaginé des options, dites binaires par certains<sup>206</sup>, dans lesquelles sont fixées par avance le quantum de la somme du dénouement du contrat lorsque se réalise une dégradation du crédit de la créance ou de l'actif. Les parties n'ont pas à produire l'effort de calculer le montant de la prestation monétaire. La couverture du risque ne couvre pas symétriquement l'évolution de cet écart.

**62.** Ce « dérivé de crédit », par nature, n'a nul besoin de la survenance d'un événement de crédit pour voir la protection s'exécuter. Messieurs Antonin BESSE et Alain GAUVIN précisent que « *le défaut de paiement n'est plus le fait générateur de l'option* »<sup>207</sup>. Le seul déterminisme de la protection est l'écart indépendamment de la présence d'un événement de crédit générateur indissociable à un « dérivé de crédit événement ». L'apparition d'un événement de crédit influencera de manière majeure l'évolution de l'écart. La réciproque n'est pas vraie, l'évolution de l'écart ne provoquera pas la survenance de l'événement de crédit. Cette description prouve que les opérateurs s'attardent sur l'évolution de l'écart et non sur l'apparition d'un événement. L'événement de crédit est indifférent. L'option peut être exercée qu'il en soit survenu un ou non. S'il en survient un, il ne déclenche pas la protection. Ce sont les évolutions de l'écart et l'exercice du choix qui sont capitaux pour le déclenchement de la protection. Si l'option est européenne, l'exercice du choix ne peut se faire que durant les périodes déterminées. La survenance d'un événement de crédit ne modifie aucunement cet état de droit. Il n'autorise pas le l'acheteur de protection à réclamer de manière anticipée la prestation de protection. Il n'entraîne pas non plus, à lui seul, la fin anticipée et prématurée du « dérivé de crédit ». Il ne contraint pas son bénéficiaire à manifester immédiatement son choix.

Le centre de gravité de l'inconnu est aussi modifié. Il ne réside plus dans l'existence future d'un fait générateur, mais dans la manière dont évoluera la comparaison entre les rentabilités de deux actifs ou créances. L'inconnu se répercutera également sur le quantum de l'obligation qui ne peut être fixé dès la conclusion de l'accord.

Cette description éclaire aussi qu'il existe des perceptions différenciées du risque de crédit. Elle illumine la diversité des mécanismes et la difficulté de trouver une définition générique adéquate à l'ensemble des « dérivés de crédit ». Le deuxième mécanisme consacré à un écart de taux, le « credit spread forward », va renforcer ces impressions.

---

<sup>206</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 58 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 86. Ou digitales : Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 112.

<sup>207</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45.

### b. Les dérivés sur écart de taux ou « credit spread forward ».

**63.** Ils se reconnaissent en tant qu'arrangement « *par lequel une contrepartie s'engage à acheter (ou vendre) à une autre, à une date future, un niveau préfixé de spread de signature entre deux obligations référencées* »<sup>208</sup>. Ils sont des accords par lequel un opérateur qui détient en portefeuille deux créances, l'une saine, l'autre à risque, ou deux créances saines mais de maturités différentes, s'engage à échanger avec le vendeur de protection à une échéance déterminée la différence à ce moment là entre les deux taux de rendement contre la différence constatée lors de la mise en place du contrat. Si l'écart entre les deux taux augmente, c'est l'acheteur de protection qui reçoit le différentiel de la part du cocontractant. Si l'écart entre les deux taux diminue, c'est l'acheteur de protection qui verse le différentiel au vendeur de protection. La référence peut être un panier de créances ou un index représentatif de la performance d'un panier de valeurs.

L'acheteur de protection cherche toujours à éviter la détérioration de la qualité d'une créance qu'il détient. Il repose, comme sa classification l'indique, sur une comparaison de rendement de créances en utilisant pour référence une créance estimée saine par rapport à celle qu'il veut protéger. En réalité, il sera procédé à trois comparaisons. La première sera réalisée lors de la conclusion de l'accord. Son objet est de dégager une différence à partir des taux de rendements des deux créances choisies. Elle est dégagée en point de base (0,01 pour cent). La seconde sera réalisée à l'arrivée du terme décidé par les parties pour dégager là encore une différence entre les taux. La troisième comparaison portera sur les deux autres comparaisons figées lors de la conclusion et l'échéance de l'accord. Si le deuxième écart de taux constaté est plus important que le premier, l'écart a augmenté. L'une des créances étant jugée saine, ceci signifie que l'acheteur de protection a vu le rendement de sa créance incertaine diminuée par rapport à celle estimée sûr. Dans cette hypothèse, la situation de sa créance se sera dégradée, il profitera alors d'un montant égal au différentiel de taux constaté lors de la comparaison finale entre les écarts de taux multiplié par le montant notionnel de l'accord fixé par les parties. Dans la situation inverse, l'écart de rendement entre les créances se sera réduit. La situation de la créance ou de l'actif à risque se sera améliorée car le taux de cette créance se sera rapproché de celle considérée comme sûr. L'acheteur de protection devra alors verser l'équivalent de cette amélioration au vendeur de protection. L'acheteur de protection n'est pas redevable d'une prime envers sa contrepartie. Il se couvre contre une détérioration de la position de la créance sous-jacente. En contrepartie, il renonce à toute amélioration car il en devient redevable envers le vendeur de protection. Le vendeur et l'acheteur de risque détiennent ainsi des positions parfaitement opposées.

**64.** Le « credit spread forward » est le premier « dérivé de crédit » rencontré qui ne donne pas lieu au paiement d'une prime par le vendeur de risque. Ensuite, il fait aussi peu de cas de l'événement générateur que le « credit spread option ». Les remarques déjà exposées sont totalement transposables. Il justifie aussi de l'existence de la catégorie des « dérivés de crédit » sur variation. Il est le « dérivé de crédit » le plus automatique ou robotisé que les autres. Il est certain qu'il y aura toujours le versement d'une prestation monétaire par l'une des contreparties au profit de l'autre. L'inconnu réside dans le quantum à verser et dans le sens de ce versement. C'est une nouveauté car ce sens est toujours connu pour les autres « dérivés de crédit ». Il était en sens unique en allant du vendeur de protection à l'acheteur de protection. Il en découle une autre leçon qui est le vendeur de risque ne voit plus le montant maximale de sa perte limitée. Jusqu'à présent, sa perte maximale ne pouvait pas dépasser le

---

<sup>208</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 49 ; Bruno RAVĪS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 29.

montant de la prime remise pour l'installation du « dérivé de crédit ». Ce montant n'est plus fixe. Il est susceptible d'atteindre des proportions identiques à celle encourues par l'acheteur de risque. Il renonce et perd toute appréciation potentielle du rendement de sa créance.

65. La différenciation entre les « credit spread derivative » et les « dérivé de crédit » événement est pleinement justifiée. Le fait de pouvoir dénouer le premier de ces instruments en espèces et non en nature (par la vente tangible des titres) est certainement à l'origine de confusion entre eux. L'acheteur de protection, avec le « credit spread forward » ne bénéficie d'aucune option de choix qui lui permettrait d'éviter de déboursier un montant quelconque à l'échéance de l'accord. Enfin, ce descriptif ne saurait être complet sans que soit abordé le mécanisme de transfert de rendement total.

## **2. Mécanisme de transfert de rendement ou l'accord de « total rate of return swap ».**

66. Il est le premier instrument « dérivé de crédit » inventé par les financiers aux Etats-Unis en 1992<sup>209</sup>. Il a été logiquement construit à partir d'outils financiers déjà connus. Monsieur Arnaud DE LUMMEN<sup>210</sup> indique qu'il « *se présente comme la combinaison de deux produits dérivés* ». Cette combinaison permet de négocier à la fois la variation de valeur d'une créance, son capital, et son taux de rendement, ses revenus ou intérêts. Ce « dérivé de crédit » est un accord par lequel l'acheteur de protection verse de façon périodique à sa contrepartie tous les revenus de la créance de référence ainsi qu'éventuellement un montant égal à l'augmentation de la valeur de marché de la créance par rapport à son nominal, en contrepartie de la réception d'une rémunération à taux fixe ou variable, éventuellement augmenté d'un montant égal à la dépréciation de la créance par rapport à son nominal. Cet instrument est certainement le plus complet car il permet « *le transfert intégral de la performance* »<sup>211</sup> de la créance et de préserver sa valeur.

67. Les parties doivent faire face à deux phases d'obligations. Elles caractérisent ce « dérivé de crédit ». Pendant l'exécution de l'accord, les parties vont s'échanger des flux financiers à échéance fixe. L'acheteur de protection fournira à sa contrepartie les revenus provenant de la créance sous-jacente protégée. Le vendeur de protection donnera en retour les revenus d'une créance de référence choisie par les parties. La prudence voudrait qu'elle présente un taux d'intérêt fixe, mais ce n'est pas impératif. Ces versements seront effectués périodiquement aux échéances spécifiées.

---

<sup>209</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 38 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 99 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. pp. 47 et 49.

<sup>210</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

<sup>211</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 40 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 54 et 2004 op. cit. p. 87 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 27 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 130 ; Bruno RAVÍS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 21 ; Jeanne France DE VILLENEUVE, « dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers 2005-2006 », op. cit. ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 704 p. 634 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. n° 38 p. 912-8 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 62 et 73 p. 17 et 20 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », loc. cit. p. 208 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 114.

La deuxième phase intervient au terme de ce « dérivé de crédit ». Elle compense les appréciations et dépréciation de l'actif sous-jacent d'après sa valeur initiale. Sa valeur est notée à plusieurs reprises : au moment de la conclusion du « dérivé de crédit », éventuellement à échéances intermédiaires fixes, et systématiquement à son expiration. Si entre le premier et le dernier relevé la créance s'est appréciée, l'acheteur de protection verse au vendeur de protection l'équivalent de cette augmentation. Si elle s'est dépréciée, le vendeur de protection offre à l'acheteur de protection l'équivalent de cette diminution. Les événements de crédit ne déterminent pas en eux même l'exécution de la protection. La seule variation de la valeur de la créance suffit à ce « dérivé de crédit ». Comme précédemment, tout événement de crédit aura une influence sur cette valeur. Ils provoqueront une variation de cette valeur, mais ils ne sont pas nécessaires pour l'application de la protection. La seule variation se suffit à elle-même, qu'il y ait événement de crédit ou non. Les parties anticipent des évolutions inversées sur le rendement de la créance et l'évolution de sa valeur. Sa durée peut être inférieure à la maturité des actifs protégés.

**68.** Ce « dérivé de crédit » peut porter sur n'importe quels actifs, titres, indices et créances, individuellement ou par panier. Les parties peuvent introduire des modulations dans ces accords. Des barrières peuvent être introduites à la hausse comme à la baisse au niveau des taux d'intérêts échangés. En réalité, il est partiellement inexact d'affirmer que le « total rate of return swap » est totalement imperméable aux événements de crédit. Il est plus sensible aux événements de crédit les plus sérieux que les « dérivés sur écart de taux » classiques. La défaillance du débiteur, l'emprunteur pour un prêt, l'émetteur pour un titre ou une obligation, entraîne l'obligation pour l'acheteur de risque d'indemniser son partenaire selon les prévisions de l'accord pour le principal de la créance. Dans le même temps, les flux échangés au titre des intérêts se tarissent définitivement. Cet événement met fin de manière anticipée à ce « dérivé de crédit ». Les parties peuvent modifier les conditions du dénouement en fixant dès la conclusion du « dérivé de crédit » le quantum du montant à verser par le vendeur de protection en cas de défaut du débiteur de référence. Il serait binaire pour reprendre la terminologie financière en usage<sup>212</sup>.

**69.** Ce « dérivé de crédit » est aussi agrémenté de plusieurs inconnus lors de sa passation. Les parties ne savent pas de quelle façon va évoluer le rendement des créances qu'elles se remettent réciproquement. L'une d'elle allouera à l'autre une somme supérieure à ce qu'elle recevra. Elles peuvent d'ailleurs agencer cette remise que pour le solde de la différence entre les taux plutôt que de se remettre l'intégralité des flux financiers. L'autre élément méconnu est l'évolution de la valeur du sous-jacent de référence. Il y a en conséquence ignorance de celle qui devra acquitter l'indemnité au terme du « dérivé de crédit » ainsi que méconnaissance du niveau de cette indemnité. Une troisième inconnue réside dans l'éventuelle survenance d'un événement de crédit de nature à mettre un terme précoce à l'accord. Cet instrument n'envisage pas de remettre une prime formelle à l'acheteur de risque. Néanmoins, il peut profiter d'un surcroît de rémunération au titre du versement d'intérêts. Les parties se placent dans une situation symétrique. Chacune doit verser des intérêts et est susceptible d'être gagnante ou perdante. Chacune encourt un risque de gain ou de perte d'une intensité analogue au titre des intérêts, mais aussi du capital. N'importe laquelle est susceptible de verser l'indemnité au titre de l'évolution de valeur de l'actif de référence. Le vendeur de risque cherche à fixer la valeur du sous-jacent de référence. Il ne subira pas la dévaluation de la valeur de cet actif au prix du renoncement à toute amélioration de cette valeur.

**70.** Ce « total return swap » est considéré comme un « credit default swap » pour sa capacité à compenser une perte en capital. Il lutte contre le risque de crédit et il est agrémenté

---

<sup>212</sup> Ou fixed pay-out total rate of return swap : Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 116.

d'un transfert des risques de marché efficace<sup>213</sup>. Il évite au vendeur de risque d'endurer les variations défavorables du taux d'intérêt et ses conséquences sur la valeur de son titre<sup>214</sup>. Il transfère à un tiers le rendement et le risque rattachés à un actif de référence<sup>215</sup>. Il possède des facettes plus amples que le « credit default swap ». Il agit de manière automatique à la plus infime variation de cours, avec ou sans événement. Il est plus sensible que le « credit default swap » car des événements non prévus ou définis dans un « credit default swap » donneront lieu à indemnisation. Les événements définis à l'occasion d'un mécanisme de « credit event » ne sont que des manifestations extrêmes dans l'exécution de la dépréciation de la créance. Cet instrument est la synthèse la plus aboutie de l'ensemble des produits « dérivés de crédit ». Il y mêle les « produits dérivés » en intégrant les risques de marché auxquels les « dérivés de crédit » sont normalement insensibles. Ceci s'explique certainement par leur positionnement historique.

**71.** Les descriptions des « dérivés de crédit » montrent l'absence d'homogénéité. Ils n'ont pas la même perception du « risque de crédit ». Certains luttent contre les événements atteignant un sous-jacent de référence, d'autres contre les variations les affectant. Ils sauvegardent soit la valeur, soit le rendement de ce sous-jacent, soit les deux. Dès lors, ils ne peuvent avoir qu'un mode de fonctionnement hétérogène. Cette description montre qu'il est impossible de standardiser les « dérivés de crédit ». Leur diversité pourrait être ainsi résumée : « un dérivé de crédit peut en cacher un autre ». Même au sein d'une même branche de la famille, l'homogénéité n'est pas totale. Malgré tout, les modulations se retrouvent chez la plupart des catégories de « dérivés de crédit » : les barrières ou les dénouements binaires. Il est encore une fois indispensable de rappeler les réserves à garder à l'esprit face à un « dérivé de crédit » particulier. Le récapitulatif des intérêts et avantages des « dérivés de crédit » confirmera leur ambivalence.

---

<sup>213</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 254 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1043 ; Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », loc. cit. p. 13 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 414 p. 290 ; David DEHACHE et Didier MARTEAU, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 59 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 480 p. 469.

<sup>214</sup> Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit. p. 13 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 115 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1104 p. 662 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 93 p. 43.

<sup>215</sup> John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 54.



## Section II : Les intérêts de ces instruments.

**72.** Le développement d'un outil ou d'un instrument est proportionnel à son utilité. Cette évidence concerne les « dérivés de crédit » qui à défaut d'être employés seraient restés méconnus et anonymes. Ils présentent des intérêts et avantages qu'il est judicieux de saisir pour les comprendre. Nous abordons alors les rivages des objectifs poursuivis par les opérateurs financiers acteurs des « dérivés de crédit ». A ce stade, il n'est qu'un petit pas à franchir pour atteindre la problématique de la cause du contrat. En droit des obligations, la cause est l'intérêt de l'acte juridique pour son auteur. Elle prend deux connotations différentes selon l'angle étudié<sup>216</sup>. Généralement, elle est le but immédiat et direct qui conduit l'auteur de l'acte à s'engager. Pour apprécier sa licéité ou moralité, elle se rapproche du mobile, du motif individuel ou personnel de son auteur. Ce but est concret et variable d'une personne à une autre. C'est la cause subjective, impulsive et déterminante. Pour savoir si elle existe, la cause s'apprécie objectivement. Elle doit être nécessaire à la validité des actes juridiques. Elle est invariable pour chaque catégorie d'acte. Transposé à un « dérivé de crédit », la cause objective de l'acheteur de protection est la recherche de la protection. Le paiement de la prime, quand elle est prévue, serait celle du vendeur de protection. Cette seule nuance démontre qu'il est délicat de raisonner de manière générale au seul stade de la définition synthétique des « dérivés de crédit ». Il faudrait l'étudier pour chaque grande catégorie d'acte, c'est-à-dire pour chaque grande branche de cette famille. Néanmoins, notre propos ne se limitera pas à la notion de cause. Il est trop tôt pour le faire alors que nous n'avons pas encore abordé de notions juridiques élémentaires. Ensuite, la cause se centralise sur les parties. Or nous voulons dépasser les intérêts des « dérivés de crédit » pour les seuls parties. Ils présentent des avantages pour le système financier, le marché, en lui-même, voir pour l'économie. C'est pourquoi appréhender ces intérêts à travers la simple notion de cause n'est pas satisfaisant. Il est possible de classer ces avantages selon différentes distinctions. Il nous semble adéquat de les voir dans un premier temps par rapport à la nature même des « dérivés de crédit ». Ensuite, cet exemple montre que les intérêts recherchés divergent selon la qualité des personnes signataires de l'accord, acheteur ou vendeur de protection. Nous y reviendrons dans un second temps.

---

<sup>216</sup> Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », Dalloz 19<sup>ème</sup> édition 2012 ; Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », PUF, association Henri Capitant, 8<sup>ème</sup> édition 2009 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », précis Dalloz, 10<sup>ème</sup> édition 2009 n° 331 et s. pp. 351 et s. ; Alain BÉNABENT, « droit civil, les obligations », Montchrestien 12<sup>ème</sup> édition 2010 n° 178 et s. p. 139 et s. ; Philippe MALINVAUD et Dominique FENOUILLET, « droit des obligations », Litec 11<sup>ème</sup> édition 2010 n° 315 et s. pp. 241 et s.

## § I - Synthèse des intérêts liés à la nature des « dérivés de crédit ».

73. Les « dérivés de crédit » offrent des avantages et intérêts communs à tous. Mais chaque grande branche de cette famille procure également des intérêts spécifiques les démarquant les uns des autres. Ce sont les deux axes de réflexions que nous allons suivre.

### A. Les avantages communs à tous « les dérivés de crédit ».

74. Messieurs Didier MARTEAU et David DEHACHE insistent sur la place spécifique de ces instruments : « *dans la panoplie des instruments de gestion du risque de crédit, les produits dérivés de crédit occupent une place unique* ». Cette unicité implique l'existence d'avantages propres à ces « dérivés de crédit ». Le premier avantage commun se détecte dans la définition qui est faite des « dérivés de crédit », car « *ils introduisent en effet une innovation fondamentale, qui est la déconnexion entre la gestion du risque de marché, la gestion du risque de crédit et la gestion de la liquidité* ». Ils insistent en précisant que « *les trois morceaux du puzzle obligataire - risque de marché, risque de crédit, et position physique - peuvent désormais être gérés de manière parfaitement indépendante* »<sup>217</sup>. Cette remarque vaut pour tous les titres de créances composés de ces trois éléments. Grâce aux « dérivés de crédit », il est possible d'isoler le risque de contrepartie d'un actif et de le transférer sur les épaules d'un tiers. Ceci nous oriente vers une autre caractéristique essentielle du « dérivé de crédit » qui agence ce transfert en laissant la propriété de l'actif au détenteur originel du risque. Le titulaire conserve la propriété des créances ou de l'actif protégé tout en se défaisant du risque de crédit qui les accompagne normalement. Il n'y a pas de cession de créance. C'est pourquoi d'autres relèvent que c'est le « *risque de crédit pur qui est traité* »<sup>218</sup>.

Ces « dérivés de crédit » échappent à la réalisation d'opérations complexes sur les créances protégées et offrent aux parties l'opportunité d'adopter de nouvelles positions d'investissements inexistantes avant leur création.

Ces opportunités sont ouvertes grâce à leur grande souplesse et flexibilité. Ils sont majoritairement négociés de gré à gré. Ils tiennent compte des besoins sur mesure des signataires. Les parties choisiront librement la durée du produit, l'actif protégé et son périmètre, le mode de calcul retenu, les conditions de déclenchement de la protection etc. Ils se modèlent parfaitement aux desiderata des parties. Aujourd'hui, il convient de nuancer de propos car la standardisation des contrats a pris de l'ampleur. Des « dérivés de crédit » prêts à l'emploi sont proposés aux parties qui n'ont plus qu'à les souscrire. Leurs caractéristiques et documentations sont identiques et prédéterminées. Pourtant cette force est aussi une faiblesse, une faiblesse commerciale car elle nécessite la gestion d'une multitude de paramètres qui freine leur extension commerciale au-delà du cercle des investisseurs avertis. Pour la même raison, elle est aussi une faiblesse juridique.

Les « dérivés de crédit » diluent le fardeau du risque de crédit. Il est pour une importante part supporté par les banques, et par les entreprises pour le crédit commercial. Il est grâce à eux

---

<sup>217</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 11 ; même avis de Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 15.

<sup>218</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 64.

absorbé par l'ensemble des marchés financiers<sup>219</sup>. Leur volume est sans commune mesure avec celle de n'importe quel opérateur. Leur capacité est d'autant plus grande. Ils modifient la procédure classique d'étude et de décision d'octroi des prêts. Cette procédure cherche à prévenir le risque de crédit à priori avant la prise de décision. Normalement, les avances sont octroyées après étude de la situation économique du solliciteur et de l'importance des garanties apportées au remboursement du financement consenti. La décision est aussi contrainte par les limites prudentielles d'allocation des ressources. Afin d'éviter une trop grande concentration des risques de crédit, la doctrine financière préconise la diversification des portefeuilles de crédit<sup>220</sup>. Il est habituellement admis que la hausse des encours accordés sur une signature augmente le risque. Elle devrait être compensée par un surcroît d'intérêts qui est rarement réclamé pour des raisons essentiellement commerciales. Les établissements de crédit prêtent un capital dont le rendement n'est pas à la hauteur de la marge de risque supplémentaire encouru. Pour l'éviter, chaque direction financière de tout établissement de crédit fixe des limites d'encours par client, secteur économique et zone géographiques. Lorsque l'une de ces bornes est atteinte, il devrait être impossible d'allouer de nouveaux fonds. Si un client, un secteur d'activité ou une zone géographique endure une crise, l'espoir est que cette crise reste cantonnée à ce client, ce secteur d'activité ou cette zone géographique. La bonne tenue du reste du portefeuille de crédit compenserait la perte encourue. Elle n'est qu'un désagrément partiel sur une partie de son chiffre d'affaire qui ne met pas en péril le prêteur à la différence de celui qui a concentré son activité sur ce client, ce secteur d'activité ou cette zone géographique. Les « dérivés de crédit » modifient l'importance de cette procédure car ils permettent au prêteur de se protéger a posteriori. Ils neutralisent les décalages de temps entre la décision de financement et la demande de protection car ils peuvent être conclus de manière différée. Ils peuvent se séparer du risque à tout moment après l'octroi du prêt. Ainsi, la lutte contre le risque de crédit ne dépend plus uniquement de cette analyse financière<sup>221</sup>. La décision d'accorder un financement se trouve de la sorte influencée par ce nouveau paramètre que sont les « dérivés de crédit » qui rend beaucoup moins prégnante la nécessité de procéder à l'étude décrite.

**75.** Au niveau macro économique, les « dérivés de crédit » constituent un nouveau segment de l'activité financière comme le démontre les chiffres des montants notionnels conclus, même si la crise financière a ralenti leur croissance. Les parties enregistrent des gains et des pertes après la conclusion de ces contrats. Ils sont également une source de rémunération d'un service d'ingénierie financière vers toute personne intéressée qui ne disposerait pas des ressources financières pour les passer par elle-même. Ils sont à présent inclus dans un certain nombre de montages financiers. Les « dérivés de crédit », en qualité de

---

<sup>219</sup> Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 130 ; Michel AGLIETTA, « les dérivés de crédit stimulent le transfert des risques bancaires (3<sup>ème</sup> partie) », loc. cit. p. 38 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 26 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 50. Ou « marchandisation » des risques de crédit : Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 410 p. 285.

<sup>220</sup> Cette diversification ne doit pas être excessive, sinon, le résultat aboutirait à l'effet inverse de celui recherché, Christian DE BOISSIEU, « fragilité et défaillances bancaires », Mélanges A. SAYAG, creda Litec p. 174.

<sup>221</sup> Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 130 ; Patrick D'HÉROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », B. janv. 1997 n° 577 p. 50 ; Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », loc. cit. p. 93 ; John KIFF, François-Louis MICHAUD et Janet MITCHELL, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », loc. cit. pp. 112 et 114 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; Christian NOYER, « repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 1.

nouveau poste de chiffre d'affaire, sont une nouvelle source de profits pour les intermédiaires financiers et les établissements de crédit.

Les « dérivés de crédit » seraient aussi une source d'information privilégiée du risque de crédit à plusieurs stades. Le niveau de prime, lorsqu'il en existe une de prévue dans le « dérivé de crédit », serait un révélateur statistique de la probabilité de survenance du risque de crédit. Plus la prime serait élevée, plus le danger serait élevé, plus la signature du sous-jacent serait de mauvaise qualité et sa défaillance susceptible d'intervenir. A défaut de prime, le prix, la valeur du « dérivé de crédit », aurait le même rôle indicateur. Plus elle serait élevée, plus son utilité serait avérée, plus le risque de crédit serait susceptible de se matérialiser. Ils seraient un signal d'alerte ou de mise en garde. Enfin, ils serviraient d'indicateur plus général du prix de risque de crédit de certains actifs. Les opérateurs peuvent adapter leur position de la manière la plus efficace qui soit. Ils servent de guide à l'ensemble des acteurs des marchés financiers qui ne disposent pas d'un système indiscutablement fiable pour apprécier ce risque malgré le développement de modèles mathématiques. Ils permettent de mieux saisir et appréhender le risque de crédit et contribuent ainsi à l'allocation optimale des ressources financières. Ils servent de référence aux autorités de régulation et les aident à mieux appliquer les politiques publiques. Chaque branche de cette famille apporte des intérêts spécifiques en raison de leurs structures propres.

## B. Les avantages spécifiques à chaque famille de « dérivé de crédit ».

**76.** La manière la plus simple et la plus évidente d'aborder ces avantages est de les aborder instrument après instrument. Nous commencerons par les « dérivés sur événement de crédit » avant de voir les « dérivés sur variation de crédit ».

### 1. Les dérivés sur événements de crédit.

**77.** Les dérivés sur événements de crédit comprennent deux mécanismes, le « credit default swap » et le « credit linked notes ».

#### a. Le mécanisme événement ou le « credit default swap ».

**78.** Le premier avantage du « credit default swap » est d'être un instrument « bon marché ». Il ne demande pas de débours importants lors de sa conclusion hormis le paiement de la prime par le vendeur de risque. L'acheteur de risque n'a lui absolument aucun frais de financement à supporter lors de l'instauration de la protection<sup>222</sup>. L'acquisition ou la possession de l'actif sous-jacent n'est pas requise. Aucun prix augmenté des coûts de transactions élevés n'est à mobiliser<sup>223</sup>. La protection d'un panier d'actifs couvre

---

<sup>222</sup> Michel AGLIETTA, « les dérivés de crédit stimulent le transfert des risques bancaires (3<sup>ème</sup> partie) », loc. cit. p. 38 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 54.

<sup>223</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 26 ; Même remarque de la part de Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 44 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 50 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. p. 63 ; Bruno RAVĚS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 18.

un portefeuille par compression supplémentaire des débours financiers et administratifs. Ces « dérivés de crédit » sont financièrement accessibles aux investisseurs et établissements de crédit les moins bien notés et les plus fragiles financièrement. Ce n'est pas sans danger pour eux bien qu'ils soient incités à y recourir. Lorsqu'un établissement de crédit consent un prêt, il doit conserver en fonds propres un pourcentage de ce prêt. C'est le capital réglementaire, le ratio de solvabilité connu sous le nom de ratio Cook, devenu Mac Donough, dont le principe est maintenu par Bâle III<sup>224</sup>. Il lui est impossible d'accorder indéfiniment des prêts. Dès lors, le montant de ces fonds propres détermine le niveau du montant des prêts que l'établissement de crédit peut accorder. Plus le montant des fonds propres est bas, moins il peut prêter. L'immobilisation de ce capital réglementaire oblige les établissements les plus fragiles à rechercher des actifs à fort rendement pour que les fonds propres soient le plus rentables possibles. Mais ils se fragilisent en n'acceptant que les risques les plus élevés pour obtenir les rémunérations les plus intéressantes. Ils s'exposent aux risques de pertes les plus conséquents. Les établissements de crédit peuvent élargir leur exposition à moindre coût. Chaque partie peut négocier et apprécier librement les risques qu'elles désirent assumer. Ils disposent d'un effet de levier important. Celui qui demande une protection pourra recevoir une somme équivalente à plusieurs dizaines, centaines ou milliers de fois le montant de la prime déboursée. Ces « dérivés de crédit » ont les caractéristiques les plus homogènes, même s'ils sont souples<sup>225</sup>, et s'organisent aisément sous la forme de produits standardisés négociables<sup>226</sup>. Il serait, dans les situations de crise, le meilleur indicateur du risque de crédit<sup>227</sup>. Ils permettent aux financiers de suivre de nombreuses stratégies tant de couverture que de spéculation<sup>228</sup>. Voyons maintenant si le « credit linked notes » offre autant d'avantages et d'intérêts.

#### b. Le mécanisme de titrisation ou le « credit linked notes ».

**79.** Le « credit linked note » agence le transfert de risque au travers de l'émission d'obligations. Tous les « dérivés de crédit » l'organisent. Mais ils ne l'éliminent pas totalement. Le vendeur de risque est protégé contre la défaillance du débiteur ou de l'entité de référence, mais il ne l'est pas contre celle du vendeur de protection. Il reste soumis au risque de contrepartie de l'acheteur de risque. L'impossibilité d'exécuter ses engagements rend illusoire la protection du « dérivé de crédit ». Son efficacité dépend de la qualité du vendeur de protection. Cet écueil naît à chaque conclusion d'un « dérivé de crédit ». Sa survenance annihile le transfert du risque de crédit. Le vendeur de risque se retrouve sans protection et redevient complètement dépendant du sort et devenir de la créance ou de l'actif sous-jacent. Le quantum de la perte est accentué par celui de la prime acquittée lors de l'installation de la protection. Le « credit linked note » est le seul « dérivé de crédit » à

---

<sup>224</sup> V. supra § 78.

<sup>225</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 64.

<sup>226</sup> Michel AGLIETTA, « les dérivés de crédit stimulent le transfert des risques bancaires », loc. cit. p. 38.

<sup>227</sup> Alex GENKO, « prix des CDS ou spreads obligataires : quel indicateur pour le risque de crédit », B. Mag. n° 659 de juin 2004 p. 50 ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », loc. cit. p. 86 ; Emmanuelle OLLÉON-ASSOUAN, « technique de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », loc. cit. p. 107 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; Ronald W. ANDERSON, « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 1 ; Rama CONT, « credit default swaps et stabilité financière », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 41.

<sup>228</sup> Sur ces nombreuses stratégies : Emmanuelle OLLÉON-ASSOUAN, « technique de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », loc. cit. p. 100 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 pp. 95 et s.

échapper à cet écueil. Le vendeur de protection doit acquérir les titres émis par le vendeur de risque. Il en paye le prix, la valeur faciale du titre. Il finance le « dérivé de crédit ». L'acheteur de protection détient dès la conclusion du contrat le montant de la protection, la somme remise en garantie si survient un événement de crédit. Cette somme est restituée selon les paiements issus des actifs sous-jacents protégés. L'apparition d'un événement de crédit interrompt les versements des remboursements par l'acheteur de protection. L'acheteur de protection conserve le montant de la prestation de protection. Il n'a pas besoin d'en réclamer l'exécution et le versement auprès du vendeur de protection. Le risque de contrepartie est éliminé pour l'acheteur de protection qui détient déjà le montant de la prestation de protection. En réalité, ce risque de contrepartie est transféré sur l'acheteur de risque. Il peut craindre l'absence d'exécution des obligations de l'acheteur de protection même et surtout en l'absence d'événement de crédit affectant l'entité ou l'actif de référence. Ce « dérivé de crédit » cumule le transfert le risque de crédit et le risque de contrepartie sur le vendeur de protection. Par la forme employée, le titre ou de l'obligation, ce « dérivé de crédit » s'adresse à un panel d'acheteurs de risque de crédit beaucoup très étendu au regard de tous les autres « dérivés de crédit »<sup>229</sup>.

## **2. Les dérivés sur variation de crédit.**

**80.** Ils comprennent deux classes de « dérivé de crédit ». Certains organisent la lutte à partir de la seule variation du crédit. Ils sont de purs « dérivés sur variation de crédit ». D'autres y adjoignent le risque de contrepartie.

### **a. Les dérivés sur écart de taux.**

**81.** Ils regroupent deux branches de la famille, les « credit spread option » et le « credit spread forward ». Ils reposent sur les mêmes principes de fonctionnement et offrent des intérêts similaires.

Mesdames Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF notent que « *ce type d'outil permet de prendre une prise de position sur le niveau futur de l'écart de taux entre deux instruments, indépendamment de toute position sur le niveau absolu des taux d'intérêt* »<sup>230</sup>. La référence de ces outils est l'écart entre les taux. Une augmentation absolue du rendement de l'actif de l'acheteur de protection ne l'empêchera pas de profiter d'une compensation si l'écart de taux augmente. C'est le cas lorsque la créance la plus saine profite d'une augmentation de son rendement plus importante que la créance protégée. Il aura bénéficié d'une protection malgré l'absence d'accentuation du risque de crédit. L'inverse peut se concrétiser quand l'écart entre les deux taux se réduit mais que le niveau de rendement de la créance protégée baisse moins que celui de la créance jugée saine, obligeant l'acheteur de protection au versement d'une prestation à l'égard du vendeur de protection. C'est en cela qu'ils ne se préoccupent pas de « *la position sur le niveau absolu des taux d'intérêt* ». D'où l'intérêt de retenir une créance de comparaison de référence supposée saine dont l'intérêt est fixe. Ils prémunissent les investisseurs contre toute dégradation de crédit sur la dette publique et privée matérialisée par des mouvements de marché provoqués par une baisse de notation, des gains médiocres, une présomption excessive de dettes ou toute autre raison les influençant et incitant les

<sup>229</sup> Richard BRUYÈRE, « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », loc. cit. p. 30.

<sup>230</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 33.

intervenants à se défier d'une signature<sup>231</sup>. Ils sont plus flexibles et fins que ceux reposant sur un événement en ce que la couverture se moule à la perfection à l'évolution du risque d'un sous-jacent perçue par les parties<sup>232</sup>. Ils reposent sur des procédés introduits pour la gestion des taux d'intérêts et de change de devises largement connus. Leurs fonctionnements sont plus facilement compris par les intervenants.

Les « credit spread option » prennent position sur la volatilité du risque de crédit indépendamment de tout événement de crédit. Si un tel événement survient, il se répercutera sur cette évolution, mais ce n'est pas cette survenance qui prime, mais l'évolution. Son application essentielle est l'anticipation d'une dégradation d'un actif ou de la « signature » d'un tiers. La signature désigne la capacité de son titulaire à respecter les engagements souscrits. L'engagement est matérialisé par la « signature » sur le document « instrumentum ». Les marchés en apprécient la qualité selon la situation économique et financière de l'entité de référence. En la matière, les agences de notation et les informations financières sont essentielles. Elles se reflètent directement sur les marchés et l'évolution du rendement de la signature. Un abaissement traduit un amoindrissement de la confiance accordée et une hausse de la probabilité de survenance d'un risque de crédit<sup>233</sup>. Dans ce cas, ses accès au financement sur les marchés se renchérissent. Il permet à un vendeur de risque de se couvrir contre les fluctuations de sa propre signature<sup>234</sup> : une entreprise projetée de s'endetter à terme pour un coût d'Euribor plus 50 points de base ; elle redoute une diminution de la confiance des investisseurs qui porterait le coût de l'endettement au moment de l'emprunt à Euribor plus 75 points de base. Pour s'en prémunir, elle souscrit sur sa signature un « credit spread option ». Elle réclamera, si sa signature se dégrade, le versement d'une différence entre les 50 et 75 points de base multiplié par le montant notionnel de l'emprunt au vendeur de protection. En l'absence de dégradation, le futur emprunteur aura figé son coût de financement. Le « credit spread forward » autorise la réalisation des mêmes avantages.

#### b. Le mécanisme de transfert de rendement ou le « total rate of return swap ».

**82.** Les « total rate of return swap » permettent la détention de positions sur des titres de créances sans fourniture d'un prix de gestion ou de détention, ni d'un quelconque transfert d'actifs. Ils sont d'un coût moindre mais qui n'est pas inexistant. Les parties se remettent des flux financiers tirés des actifs protégés. Il installe lors de sa conclusion des obligations symétriques entre les parties. Elles n'apparaissent pas disproportionnées entre elles. Son avantage essentiel, qui est sa principale caractéristique, est qu'il agence une protection contre le risque de crédit et les risques de marché habituels<sup>235</sup>. Les cocontractants décident de transporter tous les revenus et tous les risques liés à l'actif

---

<sup>231</sup> Ibidem p. 39.

<sup>232</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 54.

<sup>233</sup> Sur l'importance de la notation pour l'accès aux marchés des « produits dérivés », voir par exemple les indications fournies par Marc CHARLES et Samir SADAKA, « un véhicule AAA pour rester actif sur les marchés de produits dérivés », B. n° 571 de juin 1996 p. 54.

<sup>234</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 40 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 102 avec illustration ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 79 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit. p. 14.

<sup>235</sup> Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 21 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 115 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 414 p. 290.

concerné. La couverture dépasse le simple transfert des risques de crédit traditionnel<sup>236</sup>. Il prend l'apparence d'un produit d'investissement. Une décision de l'Autorité des Marchés Financiers montre comment la pratique des affaires a su en jouer<sup>237</sup>. Elle a sanctionné la S.A. Wendel pour la façon dont elle a pris le contrôle de 24 pour cent du capital social de Saint-Gobain pour défaut d'information publique grâce à des « total rate of return swap » négociés avec plusieurs établissements de crédit. Wendel versait une rémunération contre l'équivalent des dividendes attachés à ces actions. Au terme des accords, que Wendel pouvait provoquer de manière anticipée, les parties devaient se verser une prestation monétaire calculée d'après la différence entre la valeur des actions lors de leur conclusion et dénouement. La naissance d'une plus-value, une augmentation de la valeur des titres, profitait à Wendel tandis qu'une moins-value l'obligeait à la verser aux établissements de crédit. Pour se couvrir, ces établissements ont acquis environ 85 millions d'actions Saint-Gobain. Quand Wendel décida d'exercer un dénouement partiel, ces établissements cédèrent sur le marché un nombre équivalent d'actions immédiatement rachetés par Wendel grâce à des ouvertures de crédit négociés auprès d'eux en même temps que les « total rate of return swap » pour un montant équivalent. Ainsi, le montage d'une telle opération autorise l'acquisition d'un sous-jacent en l'entourant de secret tout en gérant de manière très efficace la communication envers les marchés. Cette achat s'est révélé plus économique pour Wendel qu'une acquisition classique. Elle a évité deux hausses : celle provoquée par l'information des marchés et celle provoquée par l'achat des titres. En effet, la mise sur le marché massive des actions par les établissements de crédit est venue en contrepoids de cet achat.

**83.** Ce « dérivés de crédit » clos la démonstration de l'originalité des intérêts spécifiques à chacun d'entre eux et de l'impossibilité de les unifier même s'il est possible de leur trouver des avantages communs. De plus, chaque partie use de ces instruments pour des objectifs propres. Il est évident qu'un acheteur de risque ne passe pas un tel contrat pour les mêmes raisons qu'un vendeur de risque. Etudions maintenant l'intérêt de ces instruments selon la qualité des parties.

## § II - L'intérêt de ces instruments en fonction de la qualité des signataires du « dérivés de crédit ».

**84.** Les « dérivés de crédit » sont conclus par deux parties tenus à des obligations différentes. Ils ont des effets divers et opposés car il répond à des objectifs distincts. Pour autant, certains intérêts se retrouvent chez les deux parties sous une forme différente. Ainsi, un même avantage se présente sous deux facettes selon la qualité des parties. Étudions-les selon cette qualité.

---

<sup>236</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. pp. 12 et 59 ; Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 42 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit.

<sup>237</sup> Commission des sanctions de l'AMF, plénière, du 13 décembre 2010, société Wendel et a., Hervé LE NABASQUE, « total return swap : l'obsession du numérateur », R.S. d'avril 2011 p. 212 ; Renaud MORTIER, « affaire Wendel : rupture du charme des total return swap », D.S. de juin 2011 n° 114 p. 27 ; Thierry BONNEAU, « les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF », BJB avril 2011 § 112 p. 257 ; Antoine GAUDEMET, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », D. 2011 p. 855 ; Franck Martin LAPRADE, « affaire Wendel/Saint-Gobain : une sanction exceptionnelle (et qui doit le rester) », O.F. n° 1112 du 14 fév. 2011 p. 23 ; Alan MASON, Gabriel FLANDIN et Sophie BAUQUIS, « des récentes affaires impliquant l'usage des dérivés actions », RTDF n° 3 2011 p. 36.

## A. L'intérêt de ces instruments pour l'acheteur de risque.

**85.** En toute logique, il serait suicidaire de se porter acquéreur de risque par l'intermédiaire d'un « dérivé de crédit ». Ils sont pour eux un énorme danger financier en raison de l'effet de levier. Ils recevront une prime dérisoire par rapport au montant qu'ils sont susceptible de fournir lors de la réalisation du risque. Il n'est que dans le « total rate of return swap » que les engagements sont d'une force similaire et équilibrée, tout au moins lors de sa conclusion. Se porter acheteur de risque est économiquement contre-nature. Pourtant, de nombreux accords sont conclus parce qu'ils offrent l'avantage d'ouvrir de nouveaux marchés et de multiplier les stratégies d'investissements.

### 1. L'ouverture de nouveaux marchés pour les investisseurs.

**86.** Traditionnellement, la prudence recommande aux établissements bancaires de diversifier leurs portefeuilles de prêts ou d'actifs. En dépit de cette nécessité, la plupart des établissements de crédit restent placés dans des créneaux géographiques et économiques précis. Plus la taille de la banque est limitée, plus cet enfermement est patent et plus la difficulté de s'en dégager est grande. La potentialité de diversification reste étroite. Ils sont confrontés à un sérieux écueil, celui de ne pouvoir se diversifier. Les causes en sont la capacité réduite de ses moyens techniques, la limitation de son réseau et son désavantage compétitif. La concurrence est aussi spécialisée dans certains secteurs. Ces établissements concurrents le ou les connaissent bien et sont idéalement placés pour fournir une offre sur-mesure à moindre coût. Cette spécialisation entrave l'accès à ces marchés. Elle freine la diversification. Les « dérivés de crédit » permettent aux établissements bancaires, en qualité de vendeur de protection, d'engranger des revenus provenant de secteurs économiques et géographiques sur lesquels ils ne peuvent espérer pénétrer en temps normal<sup>238</sup>. De plus, ils épargnent une prospection coûteuse en moyen humains et matériels comme l'ouverture de nouvelles filiales ou succursales ou encore un effort de prospection long et aléatoire. Cette problématique s'accroît de manière proportionnellement inverse à la taille et surface financière des établissements. Ils sont exclus des opérations qui dépassent leurs capacités de bilan, même dans leur zone géographique ou industrielle. Cette ouverture leur est offerte indirectement par les « dérivés de crédit » sans supporter ni l'évolution des taux, ni les coûts nécessaires à l'acquisition d'un produit de taux, ni les coûts indissociables à l'acquisition, la vente ou la gestion d'un actif. Leur protection s'applique à des actifs, créances, portefeuille de prêts auxquels ils n'auraient pas accès en temps normal.

---

<sup>238</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 65 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 43 et 2004 pp. 100 et s. ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 111 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 60 p. 16 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », loc. cit. p. 41 ; Bertrand PÉRIGNON, « la gestion dynamique des risques de crédit », loc. cit. p. 8 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. p. 64 ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 82 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 301 ; John KIFF, François-Louis MICHAUD et Janet MITCHELL, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », loc. cit. p. 127 ; Michel ROCCHI et Michel RUMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 137.

87. Mais restreindre ces explications aux établissements de crédit nous obligerait à réviser notre plan selon la nature des acheteurs de risque. Tel n'est pas notre propos car tout investisseur qui se propose d'offrir sa protection accède indirectement à des marchés inaccessibles. La liste des divers opérateurs acheteurs de protection suffit à le prouver. Un OPCVM, une société d'assurances ou tout autre investisseur peut offrir sa protection pour un prêt ou un portefeuille de prêts. Pourtant, seuls les établissements de crédit peuvent concéder des prêts et profiter des revenus tirés de cette activité. Toute autre entité violerait ce monopole des prêts bancaires constitutifs d'opérations de banques que seuls les établissements de crédit sont habilités à effectuer<sup>239</sup>. Elle serait d'ailleurs sanctionnée si elle exerçait une telle activité. De la sorte, les « dérivés de crédit » forcent l'accès à des segments de marché normalement fermés par un monopole<sup>240</sup>. Les « dérivés de crédit » étendent très fortement la capacité de pénétrer de nouveaux marchés des opérateurs économiques. Mais leur rôle ne s'arrête pas là.

## **2. La multiplication des stratégies d'investissements.**

88. Les « dérivés de crédit » mettent à la disposition des investisseurs économiques une multiplication des stratégies d'investissements. Des sociétés peuvent flatter leur bilan en lissant les revenus de leurs activités<sup>241</sup>. Des sociétés spécialisées dans un domaine économique atténueront les conséquences financières disproportionnées d'une crise touchant leur secteur en échangeant leurs revenus contre d'autres revenus et/ou un risque qui les accompagnent. Employés à grande échelle, ils pourraient lutter contre l'incertitude de leur cœur d'activité sans acquérir de nouveaux titres ni radicalement modifier l'activité ou l'infrastructure économique de l'entité.

Ils sont modulables aux désirs des investisseurs. Ils répondent au besoin de nouveaux produits réceptacles de capitaux introuvables sur les marchés organisés. Ils sont des instruments d'investissements inexistants sur le marché<sup>242</sup>. Ils augmentent le nombre de stratégies d'investissements plus rentables<sup>243</sup>. Les investisseurs peuvent jouer la dépréciation de la qualité de crédit d'un émetteur alors qu'ils devaient se contenter de la jouer à la hausse jusque-là. Dans un contexte de diminution des écarts, la vente de garantie peut parfois produire une rémunération supérieure avec un niveau de risque supplémentaire acceptable par

---

<sup>239</sup> Selon l'article 10 de la loi n° 84-46 du 24 janv. 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédits maintenant codifié à l'article L 511-3 du code de commerce.

<sup>240</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », op. cit. p. 127 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 73 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 128.

<sup>241</sup> François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit.

<sup>242</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 72 et 238 et 2004 pp. 97 ; Didier MARTEAU et David DEHACHE, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », op. cit. p. 125 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. pp. 115 et s. ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 129. Selon l'expression consacrée, les « dérivés de crédit » permettent de créer de la « dette synthétique » ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 109.

<sup>243</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 65 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 43, 54 et 77 et 2004 pp. 97 et 111 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 128 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 475 p. 466 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 125.

rapport à une intervention sur les risques de marché, de taux ou de change<sup>244</sup>. La rémunération sera plus intéressante que celle d'un positionnement de l'investisseur sur une opération de prêt classique. Les « dérivés de crédit » peuvent fournir un rendement global plus fort avec d'importants effets de leviers : l'acheteur de risque ne finance pas ou peu sa position et peut espérer des gains importants, sans commune mesure, avec la mise de départ. Voyons maintenant les intérêts qui motivent un opérateur à vendre du risque.

## B. L'intérêt de ces instruments pour le vendeur de risque.

**89.** La motivation d'un vendeur de risque est immédiatement perceptible. Il se sépare du risque de crédit d'un actif sous-jacent. Il se protège contre ce risque ou la variation de crédit susceptible de diminuer sa valeur. Il cherche à sauvegarder une richesse, mais pas de n'importe quelle façon. Grâce à eux, les vendeurs de risque peuvent gérer dynamiquement la dette tout en préservant des impératifs commerciaux.

### 1. La gestion dynamique de la dette.

**90.** La pression de l'environnement économique mondial invite les opérateurs économiques à accroître leur rentabilité. Pour ce qui est du secteur bancaire, rapetisser le risque de crédit participe de cette philosophie. De nombreux mécanismes ont cherché à réduire cette exposition au risque. Le « dérivé de crédit » est un nouvel outil pour ce faire. Ce qui les signale est qu'ils arrivent à ce résultat par une « gestion dynamique » de la dette. Le terme dynamique est essentiel. Il exprime l'idée que les créanciers ne subissent plus la situation face aux dettes des débiteurs, mais qu'ils peuvent la modifier. C'est là une innovation majeure. Cette gestion dynamique adopte de nombreuses facettes que nous allons examiner.

#### a. L'altération de l'impérativité des politiques d'octroi de crédit.

**91.** L'activité économique jouit des développements de la recherche et de l'informatique pour jauger au mieux les risques de crédit et la rentabilité des investissements. Ce mouvement est guidé par les établissements bancaires particulièrement sensibles à ce risque et leurs autorités de contrôle qui veulent en diminuer l'impact. Mais réussir à le mesurer au moment de la soumission du projet ou tout au long de sa phase d'exécution est insuffisant si elle ne peut déboucher sur une action efficace. Elle n'offre aucune souplesse car elle ne permet que d'écarter les projets économiquement peu viables lors de la soumission ou de prendre connaissance de l'aggravation de ce risque lorsque l'issue de l'opération devient douteuse. Mais elle ne permet pas de s'en dégager. La situation des crédits est figée une fois les fonds remis. Les lignes bloquées ne peuvent être libérées pour alimenter des projets plus rentables. Cette difficulté prend une acuité particulière avec l'obligation imposée aux établissements de crédit de se soumettre à la norme du capital réglementaire destiné à les empêcher de consentir un volume de prêts dépassant leurs capacités. Ce capital réglementaire est une ressource rare qui ne peut se dilater à l'infini. Chaque opération de

---

<sup>244</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 46 ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit.

financement ponctionne de ce capital réglementaire et restreint la capacité de l'établissement de crédit à accorder de nouveaux financements. Dans le même temps, il est difficile, voir impossible pour un prêteur de signifier à un emprunteur la cessation anticipée et le remboursement des concours octroyés dans le seul but de les redéployer vers une demande de financement plus prometteuse<sup>245</sup>. Le remboursement avant terme des fonds prêtés n'est possible qu'en présence d'une faute de l'emprunteur. Mais il est illusoire car la faute traduit déjà la réalisation de ce risque de crédit. Il est trop tardif. A défaut, l'attente de la restitution des fonds avant leur redéploiement est un mal nécessaire qui ne s'effectuera pas dans le tempo adéquat pour répondre aux projets les plus intéressants. Les « dérivés de crédit » résolvent ces difficultés. Les prêteurs peuvent maintenant ajuster en permanence leur politique d'octroi des financements selon la rentabilité des opérations. Le risque de crédit d'un actif est isolé, transmis mais l'actif est gardé au bilan du prêteur. Par ce transfert, un tiers prendra en charge le risque de crédit contre lequel lutte ce capital réglementaire. La réglementation autorise alors l'emprunteur à réduire le capital réglementaire mobilisé pour ledit financement. Ce capital libéré sera tourné vers une opération plus profitable.

**92.** L'adaptation de la politique de prêt permet l'élaboration d'une stratégie prêt par prêt mais aussi sur un ensemble de créances par nom ou par secteur. La répartition des fonds peut être repensée à l'échelle d'un portefeuille de prêts<sup>246</sup>. En conservant la propriété des actifs en sortant le risque de son bilan, le vendeur de risque libère des lignes de crédit. Il dégagera des marges de manœuvres pour opérer sur les lignes de crédits sous-utilisées mais inexploitées pour cause de dépassement de seuil. Bien mieux, ils pourront dépasser les limites atteintes sur quelques noms, même si d'autres sont sous-utilisées, pour développer des prêts dans les créneaux les plus prometteurs, tout en diminuant le risque de crédit auquel ils sont confrontés<sup>247</sup>. Chaque prêt supplémentaire accordé à un tel client s'accompagne de l'achat d'un « credit default swap » d'un montant identique au prêt. De la sorte, la politique d'octroi des crédits peut être modifiée par la création des « dérivés de crédit ».

#### b. La lutte contre les dangers de la concentration.

**93.** La diversification et la concentration sont les aspects opposés du même problème. La concentration est l'absence de diversification comme la diversification est l'absence de concentration. Dans la pratique courante, la diversification la plus optimale n'est pas toujours ni concevable ni réalisable. Les établissements de crédit restent confrontés à un danger résiduel irréductible. Après avoir développé sciemment une politique dans un secteur industriel ou une zone géographique donnée pour obtenir des gains de compétitivité, il est délicat pour un établissement de crédit de renoncer à cette implantation en reniant des liens de collaboration développés au cours de son histoire. Il doit conserver et maintenir une coopération financière en contradiction avec la sécurité prudentielle. Il est

---

<sup>245</sup> Le simple rappel de l'existence d'une jurisprudence condamnant la rupture abusive de crédit illustre remarquablement les risques encourus par le banquier.

<sup>246</sup> Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 301.

<sup>247</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 43 et 67 et 2004 p. 101 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 46 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de contrepartie », loc. cit. ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. p. 63 ; François LONGIN, « les innovations financières », loc. cit. ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 49 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 124.

chimérique d'espérer les voir refuser des avances au motif du dépassement des enveloppes fixées par les directions compétentes. Les « dérivés de crédit » aplanissent ces contradictions car les vendeurs de risque « *peuvent réduire la concentration de leurs risques sur certaines signatures* »<sup>248</sup>.

Tout d'abord, les concours seront consentis à un emprunteur même si les montants plafonds par signature sont atteints. Le risque de crédit supplémentaire sur ces lignes surexploitées sera cédé par un « dérivé de crédit ». Le « dérivé de crédit » limite le risque d'exposition, maintient les relations établies le tout sans violation des gardes fous prudentiels<sup>249</sup>.

Le risque s'apprécie aussi selon la qualité du débiteur, un autre établissement bancaire, un particulier personne physique ou personne morale ou bien un pays. Ils représentent respectivement un risque bancaire, un risque privé ou un risque souverain<sup>250</sup>. Le risque souverain implique des considérations propres et concerne la répartition par zone géographique. Il exprime la difficulté d'un Etat à faire face à ses dettes, les exemples Grec, Espagnol, Portugais et Irlandais l'illustrent. Il englobe ensuite le fait du prince, le pouvoir normatif des autorités de l'Etat. Ces autorités peuvent modifier la législation monétaire du pays de manière à entraver le règlement de ses dettes par une contrepartie privée solvable comme l'interdiction étatique de convertir ou transférer sa monnaie. Le débiteur ne peut acquitter sa dette dans cette devise même s'il dispose paradoxalement de la trésorerie adéquate. Le risque souverain influence le risque privé. La répartition par zone géographique déborde du risque souverain, ni maîtrisable ni contrôlable, sur les risques privés. Les institutions financières allouent leurs ressources par pays puis par clients. Quand les lignes de crédit pays sont toutes occupées, un client situé dans cette zone ne peut recevoir de fonds supplémentaires même si ses lignes sont sous-exploitées et qu'il est une contrepartie d'excellente qualité. Ainsi, ce prêteur prend en réalité deux risques, le risque de crédit classique privé et une surexposition accrue au risque souverain. Les « dérivés de crédit » écartent cette difficulté en transférant le risque souverain à un tiers. Le prêteur pourra répercuter le prix de la protection dans la transaction de prêt.

Ces instruments ont une double utilité que Mmes Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF synthétisent de la manière suivante : « *ces produits peuvent donc être utilisés pour couvrir le portefeuille des risques de concentration et de corrélation au niveau micro-économique (emprunteurs privés individuels), mais aussi macro-économique (dette souveraine/risque pays)* »<sup>251</sup>. Ils améliorent la gestion de l'octroi des prêts. Ils évitent les désagréments liés aux barrières prudentielles fixées par les établissements financiers pour échapper aux concentrations de prêts sur des segments d'activité, géographique, de signature ou de risque souverain trop dangereux pour sa stabilité<sup>252</sup>. Les « dérivés de crédit » sont le moyen le plus

---

<sup>248</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 64 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 94 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 125.

<sup>249</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 67 et 2004 p. 100 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 104, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », loc. cit. p. 41 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p.49.

<sup>250</sup> Pour un descriptif du risque souverain ou du risque pays, voir Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 106.

<sup>251</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 65.

<sup>252</sup> Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 60 p. 16 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. ; Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. ; Christian JIMENEZ, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », loc. cit. p. 41 ; Bertrand PÉRIGNON, « la gestion dynamique

efficace, le plus rapide et le moins coûteux pour protéger un établissement de crédit qui n'est pas en mesure de diversifier un portefeuille de crédit<sup>253</sup>. Un établissement de crédit peut, en qualité d'acheteur de risque, diversifier son portefeuille, ou en qualité de vendeur de risque, éliminer la concentration des risques par la conclusion d'un « dérivé de crédit ». Ils peuvent aussi améliorer les rendements.

### c. L'augmentation des rendements attendus.

**94.** Ils peuvent être employés pour assurer un minimum de rendements à leurs utilisateurs. Ils fixent par avance les taux de rémunérations dont vont bénéficier les parties en éliminant certaines incertitudes. L'acheteur de protection ne subit pas les dégradations de revenus de l'actif couvert. Il est pour le vendeur de risque un moyen de les lisser. Une banque de renommée limitée pourra se couvrir par un « dérivé de crédit » contre une dégradation de son actif et réorienter le capital dégagé dans des secteurs inaccessibles ou plus rémunérateurs en tant qu'acheteuse de risque.

**95.** Comme pour l'acheteur de risque, ils apportent de nouvelles possibilités de stratégies et d'investissements. Une amélioration des performances est concevable. Dans un environnement de rendement bas, prendre des risques permet d'obtenir une meilleure rémunération. Un opérateur se portera acquéreur de titres de moins bonne qualité tout en ne conservant qu'une partie de ce risque après la conclusion d'un « dérivé de crédit ». Ce « dérivé de crédit » sera financé par une partie des revenus supplémentaires dégagé de l'actif risqué. Cet investisseur aura ainsi accru ses revenus tout en limitant l'accroissement du danger auquel il est exposé par l'achat de la protection<sup>254</sup>. Les vendeurs de risques peuvent jouer la hausse ou la baisse de la qualité de crédit d'un émetteur<sup>255</sup>. Ils peuvent même construire artificiellement de nouveaux produits. Par la conclusion du « dérivé de crédit » adéquat, une dette à long terme incessible peut devenir une créance à court terme par la neutralisation du risque de crédit au-delà d'une certaine durée<sup>256</sup>.

**96.** Il existe une distinction fondamentale parmi les stratégies poursuivies par le vendeur de risque. La première, par nature, est la protection d'un actif de référence. La couverture est recherchée. A l'opposé, il peut spéculer. Il peut rechercher le paiement d'une somme d'argent sans être en position de risque. Nous l'avons déjà vu avec les « dérivés de crédit » binaires qui proposent le versement d'une somme forfaitaire en cas de réalisation d'un événement ou d'une variation de crédit. Si l'événement survient, la somme versée par l'acheteur de risque pourra être inférieure, égale ou supérieure à la perte encourue. La remise ou la conservation des titres lors de l'exécution de la protection peut constituer une modalité de spéculation. Le possesseur des titres peut espérer leur amélioration pour dégager une marge supplémentaire. Ces hypothèses montrent qu'un acheteur de risque peut espérer tirer de ce contrat un montant supérieur à la perte endurée. Il tire un gain de l'opération global et pas seulement la juste compensation de la perte. Cet espoir est aléatoire. Il est l'accessoire d'une véritable

---

des risques de crédit », loc. cit. p. 8 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. p. 64 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281.

<sup>253</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », op. cit. p. 111.

<sup>254</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 46.

<sup>255</sup> François HAAS, « crédit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. Sur l'amélioration des rendements par le biais d'une optimisation du ratio rendement/capital à risque, voir Didier MARTEAU et David DEHACHE, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », op. cit. p. 121.

<sup>256</sup> Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 115.

couverture. Souvent, ils seront passés sans aucune volonté de couverture. Le vendeur de risque ne détient pas l'actif de référence protégé. Ou encore, il prendra une couverture d'un montant notionnel supérieur à celui de l'actif protégé. Il anticipe une difficulté ou une variation défavorable de l'actif protégé pour gagner le montant de la prestation de protection. Il cherche un enrichissement déconnecté de tout risque de crédit. Malgré ce paradoxe, la doctrine lui attribue un rôle essentiel au niveau macro-économique : la lutte contre le risque systémique.

#### d. La lutte contre le risque systémique.

97. Les « dérivés de crédit » apportent une grande souplesse : choix des modes de financement, couverture du risque de crédit, stratégies d'amélioration de la rentabilité. Ils l'autorisent tout en respectant les obligations réglementaires prudentielles. Les parties ne dépassent pas les différents ratios qui s'imposent à elles, notamment celui du ratio Cook et ses successeurs les obligeant à conserver des fonds propres. Mieux, ces « dérivés de crédit » dégagent des marges de capital réglementaire supplémentaire qui peuvent être réaffectées ailleurs<sup>257</sup>. Ces règles visent à prévenir du risque systémique<sup>258</sup>. Elles font l'objet de réflexions permanentes pour être améliorées. La crise financière n'a fait que renforcer cette volonté de devancer ce problème. Mais la démarche suivie a suscité des polémiques. L'une des craintes principales est que cette réglementation inciterait les investisseurs, organismes financiers et bancaires à adopter les mêmes comportements face à une crise. Ce mimétisme produirait l'effet secondaire indésirable d'aggraver les conséquences d'une crise et d'auto-alimenter ce risque systémique. Mis en parallèle avec le système de notation des signatures des opérateurs économiques, elle contribuerait à une dégradation des notations et restreindrait l'accès aux capitaux des entités notées. La crise serait gonflée<sup>259</sup>. Les « dérivés de crédit » lutteraient contre la propagation de ce risque. Les intervenants de marché se démarqueraient du comportement de leurs confrères par l'adoption de stratégies différentes grâce à ces instruments. Il leur redonnerait de la liberté au regard du dispositif prudentiel. Ils diminueraient le volume global des risques de crédit tout comme le coût de ce risque. Cet abaissement stabiliserait l'ensemble des marchés financiers. La dernière crise financière a mis

---

<sup>257</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 69 et 2004 p. 103 ; Didier MARTEAU et David DEHACHE, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », op. cit. p. 116 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 104 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 46 ; Bertrand PÉRIGNON, « la gestion dynamique des risques de crédit », loc. cit. p. 8 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. p. 63 ; François LONGIN, « les innovations financières », loc. cit. ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 81 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 51 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 301 ; Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », loc. cit. p. 93 ; John KIFF, François-Louis MICHAUD et Janet MITCHELL, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », loc. cit. p. 110 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. p. 281 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 475 p. 465 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 109.

<sup>258</sup> Sur ce risque : Danièle NOUY, « relations interbancaires et risques systémiques », Rev. B. n° 535 de fév. 1993 p. 26 ; Michel AGLIETTA, « défaillance des marchés financiers et risque systémique », R.E.F. n° 37 de 1996 p. 113.

<sup>259</sup> Dominique GARABIOL et Max BEZARD, « la réforme de Bâle II et l'instabilité financière », B. Mag. n° 642 de décembre 2002 p. 33.

à mal ces espérances. Les « dérivés de crédit » ont plutôt contribué à la propagation financière de la crise. Leur rôle correcteur devenait délicat. Ces nombreux avantages économiques sont indissociables d'atouts commerciaux.

## **2. Le respect d'impératifs commerciaux.**

**98.** L'acheteur de protection reste propriétaire de l'actif qu'il souhaite protéger. Le « dérivé de crédit » n'entraîne pas de modification de la relation contractuelle et commerciale de la relation sous-jacente. La confiance qui les unie n'est pas altérée.

Ils ont des répercussions sur la gestion des risques clients. Les établissements de crédit accordent des prêts dans un but relationnel afin de développer de meilleurs rapports commerciaux. Les prêts constituent un produit d'appel. Les banques espèrent après proposer à l'emprunteur d'autres services plus rémunérateurs. Elles doivent maintenir de nombreuses lignes de crédit. Utiliser des « dérivés de crédit » permet d'accroître l'agressivité de leurs politiques commerciales. Elles supportent une plus-value dérisoire tout en éludant le risque de crédit de ces clients.

Les « dérivés de crédit » les autorisent à consentir des efforts supplémentaires sur taux d'intérêt sans prise de risque<sup>260</sup>. Cette exigence est d'autant plus grande que les relations sont anciennes et le volume de chiffre d'affaire conséquent.

Une institution financière ne souhaitant pas augmenter son engagement vis à vis d'un client lui consentira de nouveaux fonds en transférant immédiatement le risque de crédit qu'ils portent<sup>261</sup>. Cette capacité est primordiale lorsqu'un refus serait justifié par la saturation des lignes de crédit dans un secteur d'activité ou zone géographique et non en raison d'une défiance à son égard ou de son projet.

**99.** Commercialement, la décision d'octroyer un prêt tiendra compte d'un autre facteur, les conditions dans lesquelles pourront être cédées ce risque, qui pourra remplacer l'appréciation du seuil de solvabilité de l'emprunteur. Ce changement peut accélérer le temps de prise de décision et le développement de relations commerciales<sup>262</sup>. Il se ressent au plan-macroéconomique. En facilitant l'octroi des crédits, ils développent le financement de l'investissement et la capacité économique d'un pays. Ils soignent la relation commerciale grâce à un gain de temps considérable et des économies de coûts pour l'établissement concerné.

**100.** Enfin, les « dérivés de crédit » se concluent dans la confidentialité<sup>263</sup>. Non seulement le client n'est pas affecté ni par un éventuel refus ni par la conclusion du « dérivé

---

<sup>260</sup> Cette possibilité rejoint le problème du manque de rémunération du risque de crédit marginal. En matière bancaire, contrairement aux relations commerciales économiques classique, la croissance du volume de la commande n'est pas synonyme de rentabilité des installations et donc d'économie d'échelle concernant les facteurs de productions.

<sup>261</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 68 et 2004 p. 101 ; Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 81 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. ; François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 124.

<sup>262</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 46 ; Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit.

<sup>263</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 46 ; David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit. ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », 1998 op. cit. p. 30 ; Cécile PRUDHOMME, « crédits dérivés : des investisseurs encore réservés », loc. cit. p. 15 ; Pierre CHABARDES et François

de crédit », mais en plus sa susceptibilité sera préservée. Il n'aura même pas connaissance du transfert du risque de crédit de sa dette. Il risque même de ne pas avoir conscience de la modification du processus de prise de décision. La confidentialité est encore plus prégnante pour une transaction de gré à gré qui ne concerne que les deux parties. Aucune publicité de l'opération n'est réalisée.

**101.** Les financiers trouvent de nombreux atouts aux « dérivés de crédit » : le transfert du risque de crédit ou des performances de l'actif sous-jacent, l'absence de formalité lourde, l'absence de transfert d'actifs, une grande flexibilité, une multiplication des stratégies, la préservation et le développement de relations commerciales, une nouvelle source de revenus ou d'amélioration des rendements etc. Leur avantage essentiel est d'optimiser la gestion du risque de défaut en réduisant le risque porté par les distributeurs de crédit<sup>264</sup> : « *les produits dérivés de crédit sont un outil de choix pour le couple risque rentabilité tout en satisfaisant aux recommandations prudentielles* »<sup>265</sup>. Certaines de ces qualités valent autant pour l'acheteur que pour le vendeur de risque. Les « dérivés de crédit » « *encouragent également l'innovation financière et contribuent à la complétude des marchés financiers* »<sup>266</sup>. En outre, chacune de ces branches présente des avantages propres et permet à chaque partie de suivre une stratégie spécifique.

**102.** Au terme de cette description, les « dérivés de crédit » sont ambivalents. Cette même appellation regroupe des instruments très distincts qui révèlent des perceptions différentes du risque de crédit. Leur synthèse montre que des parties se fournissent un ou plusieurs versements de sommes d'argent. Ces versements ne sont pas équilibrés. Ils surviennent suite à un événement clairement spécifié ou suite à une variation du crédit. Ces variations ou cet événement de crédit sont censés compenser la survenance d'une perte pécuniaire totale ou partielle dans le recouvrement ou le rendement d'une créance ou d'un actif sous-jacent. Et ceci sans modifier le lien contractuel initial. La définition des « dérivés de crédit » peut être affinée : « *accords entraînant un ou plusieurs versements définitifs de sommes d'argent d'importance variable et non équilibrée entre deux parties équivalents à l'éventuelle apparition d'une perte pécuniaire totale ou partielle suite à la survenance d'un événement ou d'une variation de crédit affectant le recouvrement ou le rendement attendu d'une créance ou d'un actif sans interférer dans le lien de droit régissant cette créance ou cet actif* ». L'ambivalence dans leur structure et dans l'appréciation du risque de crédit est patente. Elle se dévoile encore plus fortement selon l'intention des parties lors de sa conclusion : la protection ou non d'un actif de référence détenue par le vendeur de risque. Les financiers ont fait d'un instrument de protection un véritable mécanisme de spéculation. Ceci sera confirmé par l'étude des mécanismes qui ont inspiré les « dérivés de crédit ».

---

DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 128 ; Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 81 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 301 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 60 p. 16 ; John KIFF, François-Louis MICHAUD et Janet MITCHELL, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », loc. cit. p. 117.

<sup>264</sup> Jean-Paul LAURENT, « les nouvelles techniques financières et la gestion des crédits », loc. cit. p. 149.

<sup>265</sup> David MENASCE et Alain DE CIDRAC, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », loc. cit.

<sup>266</sup> Christian NOYER, « repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière », loc. cit. p. 1.



## **Chapitre II : Des différences révélées par l'origine des « dérivés de crédit ».**

**103.** La description des « dérivés de crédit » montre, à elle seule, leurs différences. Ils luttent contre le risque de crédit grâce à une série de mécanismes, toujours largement utilisés, gérant d'autres risques, ceux de taux d'intérêt ou de change. Les « dérivés de crédit » ne sont pas nés brusquement. Ils se sont inspirés d'autres instruments. La comparaison entre ces générations devient intéressante. Les plus anciens ont été étudiés juridiquement après avoir été patinés par la pratique. Nous chercherons à identifier les modèles, les patrons, de ces « dérivés de crédit ». L'objectif est d'emprunter la voie de la transposition entre les instruments similaires afin de nous appuyer sur leurs études juridiques. Elles nous éclaireront utilement sur les « dérivés de crédit » tant pour leur qualification que pour leur dégager un régime juridique. Le recours à cette seule transposition rendrait superflu notre travail. En réalité, c'est oublier un peu rapidement que les « dérivés de crédit » ont leur nature propre. Ils poursuivent un but, la couverture du risque de crédit, qu'aucun instrument n'avait essayé d'atteindre sous cette forme. Ce but s'oppose à un décalque parfait et à une totale assimilation. Dans cette hypothèse, la démonstration suivie risque de ne pas déboucher sur le résultat espéré. Les ressemblances frappantes ne seraient pas suffisantes pour nous éclairer sur leurs qualifications juridiques. Nous insistons une fois de plus sur le fait que l'imagination fertile des praticiens les poussent à vendre à leur clientèle des déclinaisons hors des moules décrits. Seule la dissection de leurs fonctionnements autorisera l'analyse de leurs régimes juridiques. Malgré ces réticences, ce travail s'avérera être une aide incommensurable. L'inspiration proviendra de mécanismes copiés d'instruments financiers et particulièrement des produits dérivés. D'autres « dérivés de crédit » ne s'inspirent pas des produits dérivés.

### *Section I : Des mécanismes copiés d'instruments financiers antérieurement créés.*

**104.** Les « dérivés de crédit » luttent contre le risque de crédit, c'est-à-dire avant tout contre un risque. Mais à ce titre, ils n'occupent pas la première place dans l'ordre d'apparition des mécanismes luttant contre ce risque. D'autres instruments prémunissent contre d'autres risques comme ceux de change ou d'intérêts. Ils se reconnaissent sous la dénomination commune de « produits dérivés ». Dès lors, il sera intéressant de confirmer ou d'infirmer la pertinence d'une ressemblance entre ces groupes. Nous y procéderons en deux phases en commençant par une comparaison globale des « dérivés de crédit » face aux « produits dérivés », les seconds inspirant les premiers. Ainsi, les « dérivés de crédit » dériveraient des « produits dérivés ». Nous l'approfondirons ensuite en étudiant instruments par instruments.

## § I - L'inspiration des « produits dérivés » : des « dérivés de produits dérivés ».

**105.** La similitude entre « produits dérivés » et « dérivés de crédit » a été révélée par la doctrine. Des auteurs relèvent que la technique est d'« adapter à la gestion du risque de crédit certains des concepts utilisés pour la gestion des risques de marchés, en organisant la transférabilité de cette composante particulière du risque »<sup>267</sup>. Le rapprochement entre les méthodes de gestion des risques de crédit et de marché est réalisé. D'autres sont plus explicites. M. Alain GAUVIN approuve MM. Pierre MATHIEU et Philippe D'HEROUVILLE lorsqu'ils assimilent les « produits dérivés de crédit » à des « produits dérivés »<sup>268</sup>. Un autre est encore plus catégorique en définissant les « dérivés de crédit » comme « des produits dérivés donnant lieu, le cas échéant, à des paiements dont l'un au moins des flux est déterminé par l'évolution du risque de crédit relatif à la référence sous-jacente »<sup>269</sup>. Inversement, des ouvrages consacrés aux « produits dérivés » les citent comme des « dérivés particuliers », des produits dérivés avec un sous-jacent spécifique<sup>270</sup> ou encore les intègre à leur étude naturellement<sup>271</sup>. Il nous est impossible de ne pas vérifier la pertinence de ces affirmations à partir de la définition générale des produits. Néanmoins, bien que sources d'inspirations, les « produits dérivés » ne sont évidemment pas totalement identiques. Afin de bien marquer les bornes entre ces grandes familles d'instruments, nous développerons ensuite les différences entre elles.

---

<sup>267</sup> François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit. p. 13 ; Jean-Pierre MATTOUT, « de l'endettement au surendettement des entreprises », loc. cit. p. 19.

<sup>268</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 26 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 72, relève que « Pierre MATHIEU et Philippe D'HEROUVILLE ont pu, dans leur étude, présenter les dérivés de crédit comme des swaps de nature particulière. Cette présentation n'est pas erronée et nous l'adoptons volontiers ». Un autre auteur énonce que « le terme produit dérivé de crédit, ..., se réfère à une nouvelle classe de produits dérivés » : Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. pp. 45 et 49. Voir aussi : Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 115 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 56 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 475 p. 465.

<sup>269</sup> Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 15. Certains les décrivent par la reprise de la liste des instruments composant les « produits dérivés » : John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3.

<sup>270</sup> Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. pp. 17 et 298 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 128 : « depuis le début des années 90 est apparu un type radicalement nouveau de produits dérivés : les dérivés de crédit ou « credit derivative ». Des auteurs intègrent le « risque de crédit » au sein des sous-jacents des produits dérivés : Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », collection AFTE, édition Economica 1999 p. 114 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 207 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 539 ; Bertrand PERIGNON, « le particularisme juridique des produits dérivés », MTF l'AGEFI n° 96 de mai 1998 p. 28.

<sup>271</sup> Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 294 p. 88 ; Yves JÉGOREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. ; Stéphane FLEX, « les produits dérivés montent en puissance auprès des investisseurs », O.F. n° 754 du 13 oct. 2003 p. 42.

## A. Définition générale des produits dérivés.

**106.** La logique de notre plan impose de s'arrêter sur la définition et les caractéristiques générales de ces outils. Néanmoins, avant d'aborder cet indispensable travail, nous allons expliquer en quoi cette réflexion nous paraît opportune. Nous en profiterons pour présenter leur utilité économique.

### 1. L'opportunité de la comparaison.

**107.** L'optique de notre démarche est-elle viable ? La comparaison est-elle opportune ? Cette réponse est certainement positive. Les « produits dérivés » ont connu le polissage de la pratique. Ils peuvent servir de référentiel efficace au regard de leurs volumes de transactions. Une remise en cause sans signe précurseur est improbable. Après une croissance modérée dans les premières années de leur apparition, les volumes mobilisés ont régulièrement augmentés. Tout comme les « dérivés de crédit », les chiffres varient selon les sources citées<sup>272</sup>. Les chiffres avancés étaient, en milliards de dollars, de 200 en 1985, 2900 en 1990, une fourchette de 4 000 à 4 700 voir 7 000 selon les sources en 1992<sup>273</sup>. Les montants notionnels ont pris de l'ampleur pour atteindre 14 000 pour 1994 et 46 150 pour 1995<sup>274</sup>. Des enquêtes régulières menées par la Banque Mondiale des Règlements Internationaux estimaient ces montants notionnels à 40 600 pour 1995, entre 60 à 70 000 pour 1997 et 1998, 80 et 100 000 en 1999, 127 000 en 2002, 195 761 en 2003, 251 823 en 2004, 283 762 en 2005, 385 640 en 2006, 537 447 en 2007 et 550 095 fin 2008<sup>275</sup>. Ces instruments renferment obligatoirement une fiabilité juridique sur laquelle se reposer. A la différence des « dérivés de crédit », même les sociétés commerciales en usent avec régularité<sup>276</sup>.

---

<sup>272</sup> Il est délicat de recenser toute les opérations réalisées dont 77 % sont effectuées de gré à gré selon le rapport de la Commission Bancaire pour 1993. De plus, la comptabilité manque de transparence. Les estimations ne suivent pas la même méthodologie : elle se limite à un marché, à certains contrats ou n'ont interrogé qu'un nombre limité d'opérateurs.

<sup>273</sup> Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », B. de mai 1994 n° 548 p. 28 ; Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », R.E.F. n° 24 de 1993 p. 91 ; Jean-Pierre DESCHANEL, « droit bancaire », connaissance du droit, Dalloz 1997 p. 115.

<sup>274</sup> Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », B. n° 560 juin 1995 p. 88 et n° 561 de juil.-août 1995 p. 89 ; Jean-Pierre DESCHANEL, « droit bancaire », op. cit. p. 115 ; le rapport annuel de la Commission Bancaire pour l'année 1993 et 1995 ; Gérard BLANDIN, « bourses ou casinos ? Les dangers des dérivés », la vie française du 11 mars 1995 p. 8.

<sup>275</sup> Yves SIMON, « les produits dérivés, origine et développements », op. cit. p. 5 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 31 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 15 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, et Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et de taux dans l'entreprise », op. cit. pp. 124 et 125 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 15 ; Hubert DE VAUPLANE, « actualité du droit des marchés financiers : publication du master ISDA 2002 et des nouvelles définitions des annexes et actions et dérivés de crédit », B. Mag. n° 649 de juil.-août 2003 p. 83 ; Alain BERNARD, « à propos de la guerre du chiffre et du droit : comment les comptables étendent leur territoire professionnel », D. 2004 p. 1580.

<sup>276</sup> « En pratique les entreprises font toutes appel aux swaps, depuis le début des années 80 » : Dossier réalisé par Pascale ARBILLOT, Philippe MABILLE et Nathalie SABATHIER, « la dette, vice ou vertu pour l'entreprise ? », M.T.F. de mars avr. 1989 p. 11 ; pour l'engouement des entreprises en faveur de ces instruments : table ronde, « les entreprises et les produits dérivés », O.F. n°334 du 17 oct. 1994 p. 17.

**108.** Cette sûreté juridique a été unanimement affirmée après les polémiques affectant les produits dérivés après les pertes conséquentes subies par certains opérateurs, comme la médiatique débâcle de la banque Baring et les pertes collationnées par les entreprises privées et certaines collectivités publiques étrangères<sup>277</sup>. Ils étaient devenus le bouc émissaire de tous les maux et symbole des excès financiers : « *curieux retour des choses d'ailleurs que ces techniques et des marchés de couverture de risques qui sont eux-mêmes à l'origine des risques. C'est que ces techniques et marchés sont aussi des instruments redoutables de spéculation* »<sup>278</sup>. En dépit de ces critiques, les acteurs de la finance ont rappelé l'impossibilité de s'en priver<sup>279</sup>. Elle trouve écho chez les « dérivés de crédit » après la crise de 2007. La doctrine rejoint les praticiens même si elle ne néglige pas les problèmes inhérents à ces mécanismes<sup>280</sup>. Les autorités de direction des marchés organisés ont refusé l'installation de restrictions. M. Gérard PFAUWADEL<sup>281</sup>, président de MATIF SA<sup>282</sup> a déclaré que « *parmi les nombreux rapports parus ces derniers mois analysant ce qu'on a appelé les dangers des produits dérivés, si aucun n'a conclu qu'il fallait les interdire ou les faire disparaître, c'est parce que leur utilité économique, fournir des outils de protection contre les risques de change, de taux ou de cours, est bien plus grande que les inconvénients qu'ils peuvent présenter et qu'ils tiennent plus à l'usage que l'on peut en faire qu'aux produits eux-mêmes* ». A l'étranger, les opinions allaient dans le même sens. M. William J. Mc DONOUGH<sup>283</sup> ne retient que des éloges précisant que « *les produits dérivés ont des effets bénéfiques comme, par exemple, l'accroissement des investissements, car ils permettent une meilleure gestion des risques de taux, de change, voire même des risques pays* ». Les autorités politiques avaient la même opinion. Le Parlement Européen a produit le rapport le plus emblématique en se disant « *convaincu de l'utilité de ces produits comme outils de gestion des risques, permettant une répartition plus efficace des ressources et un partage des risques en abaissant le coût de l'intermédiation* »<sup>284</sup>. Finalement, non seulement les autorités de contrôle, régulatrice ou politique n'en ont interdit ou limité l'emploi, mais elles ont pérennisé leur existence juridique

<sup>277</sup> Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. pp. 115 et s. ; Michel AGLIETTA, « défaillance des marchés financiers et risque systémique », R.E.F. n° 37 de 1996 p. 113.

<sup>278</sup> Michel VASSEUR, « sécurité financière et droit », loc. cit. p. 113.

<sup>279</sup> Sylvie GRILLET-BROSSIER : « *la presse économique s'est faite l'écho de pertes et de faillites spectaculaires dans laquelle ces risques ont été mis en évidence. De leur côté, les banques et les entreprises actives sur le marché des dérivés insistent sur la nécessité économique de ces instruments et s'inquiètent d'éventuels effets anti-productifs qui pourraient résulter de mesures réglementaires ou administratives plus lourdes ou plus contraignantes, notamment sur les marchés de gré à gré* », « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. pp. 88 et 89.

<sup>280</sup> Stéphane MOUY : « *nul ne saurait contester leur utilité, même si des appréciations diverses peuvent être portées sur la capacité des intervenants et du système bancaire en général, à gérer les risques engendrés par de tels produits* » dans « normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté 1994 », B. n° 548 de mai 1994 p. 40. Danièle NOUY : « *par ailleurs, si les produits dérivés recèlent divers risques (...), comme la plupart des opérations bancaires au demeurant, leur utilité est incontestable* », « la surveillance prudentielle des dérivés », B. n° 548 de mai 1994 p. 36.

<sup>281</sup> Propos de Gérard PFAUWADEL recueilli par Gérard BLANDIN, loc. cit. ; Dans le même sens, Alain MORICE, président de la SCMC, chambre de compensation du MONEP (nom donné au marché des options négociables, les options étant l'un des instruments membre de la famille des « produits dérivés ») : « l'utilité des dérivés est incontestable, ne serait-ce qu'en tant qu'instrument de couverture, et n'est contestée d'ailleurs par personne », propos recueilli par Gérard BLANDIN.

<sup>282</sup> MATIF SA était un établissement de crédit assurant la fonction d'entreprise de marché et de chambre de compensation des contrats négociés sur le Matif, le Marché à Terme d'Instruments Financiers, devenu par la suite le Marché à Terme Internationale de France où se négociait de manière organisée la plupart des produits dérivés hors options.

<sup>283</sup> Président de la Federal Reserve Bank de New York lors d'un entretien recueilli par Elisabeth COULOMB et Nathalie MOURLOT, « nous préférons laisser faire les marchés », B. mai 1994 n° 548 p. 20.

<sup>284</sup> Sur le rapport du parlement européen : Frédéric PELTIER et Hubert DE VAUPLANE, « faut-il réguler les produits dérivés ? », B. & D. n° 44 de nov.-déc. 1995 p. 24.

en conduisant les opérateurs à plus de prudence dans leur usage. C'est la façon dont ils sont utilisés qui les rend dangereux et non leur nature. Le législateur a aplani certaines incertitudes juridiques : « *au plan juridique, des efforts importants ont été faits pour offrir à ces produits un cadre opérationnel satisfaisant. Ces travaux s'inscrivent dans une tendance internationale claire visant, d'une part, à affirmer la légalité des opérations sur produits dérivés et, d'autre part, à définir des standards conventionnels qui leur soient applicables* »<sup>285</sup>. Ces indicateurs montrent la volonté de sécurisation dont sont animées les autorités à leur sujet. Elle peut servir aux instruments dont la question de la validité n'est pas réglée. Exposons maintenant les similitudes entre les « dérivés de crédit » et les « produits dérivés ».

## **2. Les similitudes de définitions des familles de mécanismes.**

**109.** Les similitudes sont révélées par la ressemblance entre les définitions et l'utilisation de ces familles de produits.

### **a. La ressemblance des définitions.**

**110.** Des indices flagrants révèlent cette proximité. Le premier est l'intitulé des deux familles. L'une s'appelle « dérivé de crédit » et l'autre « produit dérivé ». Le terme « dérivé » est repris. Son origine est la traduction de l'anglais « derivative ». Deuxième évidence, ils luttent contre un risque, celui de crédit pour les « dérivés de crédit » et ceux d'intérêt et de change pour les « produits dérivés ». Les deux familles ont été imaginées pour anticiper les conséquences de la survenance d'un risque<sup>286</sup>.

#### **α - La ressemblance révélée par leur présentation générale.**

**111.** Les définitions révèlent les connexions. La définition financière des « dérivés de crédit » est « *tout instrument permettant de valoriser et de transférer le risque de crédit d'un actif sous-jacent indépendamment des risques de marchés inhérents à ce même actif* »<sup>287</sup>. Celle des « produits dérivés » est « *l'appellation produits dérivés s'applique à l'ensemble des instruments financiers permettant de se couvrir contre une variation adverse - ou de bénéficier d'une variation anticipée - de cours d'actifs dits « sous-jacents »* »<sup>288</sup>. Telle quelle, le rapprochement évident entre les définitions est l'existence d'un sous-jacent. Tous les instruments se référant à un sous-jacent sont répertoriés au sein des

<sup>285</sup> Stéphane MOUY, « normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté 1994 », loc. cit. p. 40.

<sup>286</sup> Selon la formulation de M. BONI : « *les produits dérivés sont des produits financiers conçus pour couvrir ou réduire certains risques* », dans « risques et produits dérivés », O.F. n° 322 du 19 sept. 1994 p. 27.

<sup>287</sup> François HAAS, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », loc. cit. p. 48.

<sup>288</sup> Vincent LAUWICK, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », B. de mai 1994 n° 548 p. 32 ; Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. pp. 88 et 89 ; Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, « banque et marchés financiers », édition Economica 1998 p. 388 ; Avis du Comité Économique et Social Européen sur les produits dérivés du 25 octobre 1995, J.O. C.018 du 22 janvier 1996 p. 0001 ; François RENARD, « perspectives : les marchés dérivés en accusation : la quête éperdue du risque zéro », Le Monde du 7 juin 1994 p. 6 ; Hubert DE VAUPLANE, « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », RJCom janv. 2001 p. 187 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 11 p. 13 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. pp. 3 et 8.

« produits dérivés ». Leur définition comptable donne une place prépondérante à celle de sous-jacent. M. Yves BERNHEIM indique que « *du point de vue comptable, les swaps différentiels comme les swaps de taux, sont qualifiés de produits dérivés puisqu'ils répondent à leur définition dans la normalisation comptable internationale (à savoir la norme IAS 39 de l'IASC et la norme FAS 133 pour les États-Unis). Un produit dérivé est un instrument financier qui comportent un ou plusieurs sous-jacent et montant notionnel, qui ne nécessite pas d'investissement initial ou faible et exige ou permet un règlement à l'échéance* »<sup>289</sup>. La notion de sous-jacent est essentielle à la reconnaissance des « produits dérivés » comme des « dérivés de crédit ». En outre, les fonctions sont similaires.

### *β - Une fonction similaire.*

**112.** Les similitudes sont plus frappantes sous l'angle du mode de fonctionnement général des produits dérivés. En effet, « *la fonction essentielle des produits dérivés est de permettre le transfert entre deux contreparties du risque de variation de prix d'un actif ou d'un passif préalablement défini* »<sup>290</sup>. Un auteur insiste sur l'importance du transfert : « *tout d'abord un paradoxe : les produits dérivés ont été créés pour se couvrir contre les risques liés à la volatilité de leur sous-jacent, non pour en générer d'autres. Cependant, on s'est vite rendu compte que ces instruments ne devaient pas s'analyser comme une élimination des risques mais comme un transfert des risques, transfert d'un agent qui se couvre vers un autre (le spéculateur) qui accepte le risque* »<sup>291</sup>. Les ressemblances entre les catégories d'instruments s'affirment de plus en plus. Les produits dérivés transportent des risques vers une tierce personne tout comme les « dérivés de crédit » qui isolent et transfèrent vers un tiers un risque bien ciblé, celui de crédit. Les deux ont un rôle de couverture. La partie protégée percevra une somme d'argent ou obtiendra, avec les produits dérivés, un accès à des ressources à des conditions financières moins onéreuses que celles offertes par les marchés à la date de dénouement de l'opération. Les tiers couvrant un risque désavantageux en supporteront le coût final sans aucun recours. Pour chaque famille, la protection compense directement ou indirectement une dégradation d'une situation financière sur un marché. En sus de la fonction, ils présentent une architecture commune.

### *Y - Une architecture commune.*

**113.** La couverture des risques apportée par les « produits dérivés » et les « dérivés de crédit » est liée à l'écoulement du temps. Les financements, crédit ou besoin en trésorerie s'étalent sur un moyen ou un long terme, rarement sur un court terme. L'activité économique se déroule en cycle continue. Des besoins constants doivent être

---

<sup>289</sup> Yves BERNHEIM, « un instrument financier particulier : le swap différentiel ou « diff. swap » », B. Mag. n° 603 de mai 1999 p. 66.

<sup>290</sup> Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; François RENARD, « perspectives : les marchés dérivés en accusation : la quête éperdue du risque zéro », loc. cit. p. 6. Idée développée à travers le marché des « produits dérivés » : Jean-Pierre DESCHANEL, « droit bancaire », op. cit. p. 116 : « *le marché dérivé est d'abord un instrument de couverture, remplissant une fonction d'assurance, en transférant sur autrui un risque de variation, voire de tensions de prix ou de cours que le négociant ou l'investisseur ne peut prendre* » ; « *les produits dérivés sont des outils de gestion et de transfert de risques* » : Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 28 et 167 pp. 15 et 57.

<sup>291</sup> Pierre FLEURIOT, « comment gérer ses risques sur dérivés », Bull. mens. COB n° 301 d'avril 1996 p. 7.

comblés. Mais les coûts et prix fluctuent en permanence selon les variations et cours. Ces deux gammes de produits existent pour contrecarrer ces incertitudes et fluctuations financières. Quels sont ces prix et coût en matière de « produits dérivés » ? Tous ceux qui ont une valeur évoluant et fluctuant avec le temps indépendamment de toute volonté des agents économiques. Les matières premières et marchandises sont les produits sur lesquels les premiers contrats sont historiquement apparus<sup>292</sup>, du pétrole au coton ou soja. Plus récemment, la liste est augmentée des taux de change, des devises, des taux d'intérêts, mais aussi des valeurs mobilières, des obligations ou actions, et des indices boursiers ou autre. Ces éléments sont les sous-jacents des « produits dérivés ». Ces sous-jacents servent à les désigner. La doctrine précise que « *bien que la terminologie produits dérivés n'ait pas une origine juridique, elle est néanmoins très ajustée à la réalité qu'elle désigne, dans la mesure où les nouveaux instruments financiers assurent la couverture de risque attachés aux opérations ou à des actifs dont ils dérivent et qui leur servent de sous-jacent* »<sup>293</sup>. Il est impossible d'installer un produit dérivé sans l'existence concomitante d'un actif ou d'un indice déterminant le « produit dérivé ». Cet actif sous-jacent fixera tout au long de sa vie et à son échéance sa valeur. Cette valeur fluctue par rapport à « *la variation (la dérive) du cours de l'élément auquel ils se rapportent* »<sup>294</sup> comme pour les « dérivés de crédit ». Plus le risque redouté a des chances de se réaliser, plus le « dérivé de crédit » prendra de la valeur et vice versa. Il existe aussi un prix à la protection définitivement acquis à celui qui offre sa protection. La définition comptable de M. BERNHEIM insiste sur l'absence ou la faiblesse de l'investissement initial comme pour les « dérivés de crédit »<sup>295</sup>. Ils se ressemblent aussi dans l'utilisation faites par les parties.

#### b. Ressemblance de par leur utilisation.

**114.** Les « produits dérivés » procurent des avantages variables selon la volonté de leurs utilisateurs<sup>296</sup>. La première et plus usitée des fonctions est celle de

<sup>292</sup> Pour l'histoire des produits et marchés dérivés ainsi que des sous-jacents : Yves SIMON, « les produits dérivés, origine et développements », édition Economica, 2<sup>ème</sup> édition 1997 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 23 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 33 p. 19.

<sup>293</sup> Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 17 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 13 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 17 ; Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; Gérard BLANDIN, « bourses ou casinos ? Les dangers des dérivés », loc. cit. p. 8 ; Emmanuel COURANT, « utilisation des produits dérivés de gré à gré par les OPCVM », B.&D. n° 72 de juil.-août 2000 p. 16. Définition des marchés dérivés : « *marché où l'on négocie des produits créés à partir d'autres produits qui sont eux-mêmes traités sur un autre marché qu'il soit réglementé ou de gré à gré. Ainsi, le Monep est un marché dérivé, car on y traite des options sur actions, ces actions étant elles-mêmes traitées sur le marché des valeurs mobilières. On dit que les options sur actions sont des produits dérivés des actions* », Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>294</sup> Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; Avis du comité économique et social européen sur les produits dérivés du 25 octobre 1995, J.O. C.018 du 22 janvier 1996 p. 0001 ; Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. pp. 88 et 89 ; Emmanuel COURANT, « utilisation des produits dérivés de gré à gré par les OPCVM », loc. cit. p. 16.

<sup>295</sup> Yves BERNHEIM, « un instrument financier particulier : le swap différentiel ou « diff. swap » », loc. cit. p. 66 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 14 ; Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. pp. 88 et 89.

<sup>296</sup> Sur ces avantages : Jean-Pierre DESCHANEL, « droit bancaire », op. cit. p. 116 ; Jean-Michel BOSSIN, conférence ADDAF de Paris 28 avril 1998, « existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », loc. cit. p. 1568 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options,

couverture transférant sur un tiers un risque de variation d'un cours. Tous les marchés sont visés dès lors que l'activité économique peut être pénalisée. Ils améliorent la gestion des coûts et des conditions d'endettement ou de leur exposition. Ils rendent plus souple la gestion de la dette. Ils offrent aussi la possibilité de mieux gérer les trésoreries et les fonds de l'acteur économique et de les gérer, pour reprendre une expression déjà employée pour décrire les « dérivés de crédit », dynamiquement. De plus, ils ouvrent des marchés de financement auxquels l'agent économique n'avait pas accès ou améliore les conditions d'accès à cet agent, en accordant, par exemple, le droit à « *deux contreparties d'échanger leurs avantages compétitifs respectifs sur deux marchés différents* »<sup>297</sup>. Les investisseurs espèrent améliorer les rendements attendus<sup>298</sup>. Ils offrent un fort effet de levier et des profits énormes. Ils peuvent s'avérer dangereux car les risques de pertes sont tout aussi importants. La détention de l'actif sous-jacent de référence n'est pas indispensable. Ils servent aux spéculateurs. Des dénouements par compensation monétaire sont admis. Au niveau micro économique, les listes d'avantages entre les gammes de produits se ressemblent. Seul le domaine d'exécution des « dérivés de crédit » est plus restreint à celui de la gestion des créances. Certains bienfaits sont macro-économiques. Ils ont « *une fonction régulatrice* »<sup>299</sup>. Ils accroissent l'efficacité des systèmes bancaires et financiers même s'ils ont été longs à séduire les marchés financiers, comme les « dérivés de crédit »<sup>300</sup>. Ils sont une source d'information financière car leur négociation génère des prix observables. Ils servent d'indicateur sur la valeur des actifs. Que ce soit par leurs définitions générales ou par leurs atouts, les ressemblances entre les « produits dérivés » et les « dérivés de crédit » sont indiscutables.

**115.** Nous sommes ici aussi obligés de parler de famille d'instruments. Sous une appellation commune, ils regroupent divers outils possédant leurs mécanismes propres. Les auteurs les décrivent en fonction des différentes catégories d'instruments. De la sorte peut-on lire<sup>301</sup> qu'« *il existe deux grandes familles de produits dérivés : les swaps, ou contrat d'échange du risque, et les options* ». Certaines définitions décrivent les « dérivés de crédit » comme des « *instruments financiers à terme négocié de gré à gré, généralement un contrat de*

---

futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 169 p. 58 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 4 ; Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. p. 88 ; Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; Vincent LAUWICK, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », loc. cit. p. 32 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. pp. 14 et 20 ; Christian DE BOISSIEU et Michel AGLIETTA, « les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique », Bull. mens. COB n° 283 de sept. 1994 p. 60.

<sup>297</sup> Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 169 p. 58.

<sup>298</sup> Sur l'amélioration des rendements : un utilisateur affirme avoir gagné en une journée 30 % de performance par un « produit dérivé » sur une société venant de faire une importante annonce alors que l'action sous-jacente n'avait augmenté que de 5% sur la même période : Cécile PRUDHOMME, « produits dérivés : les institutionnels restent à convaincre », O.F. n° 467 du 22 sept. 1997 p. 18 ; L'augmentation du rendement d'un autre produit dérivé de 77 % alors que dans le même temps le sous-jacent ne progressait que de 22 % : Gérard BLANDIN, « les warrants ont la côte », O.F. n° 308 du 24 mai 1994 p. 36.

<sup>299</sup> Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. pp. 88 et 89.

<sup>300</sup> Il n'est qu'à citer quelques titres d'articles non exhaustifs consacrés à ce sujet : A B, « produits dérivés : la prudence des fonds de pension », O.F. n° 358 du 6 juin 1995 p. 10 ; Cécile PRUDHOMME, « produits dérivés : les institutionnels restent à convaincre », loc. cit. p. 18.

<sup>301</sup> Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28. V. également : « *les contrats à terme (ou futur), les contrats d'échanges, les options* » pour Sylvie GRILLET-BROSSIER, « produits dérivés : un cadre conceptuel en formation », loc. cit. p. 88 ; ou encore « *dérivé : nom donné aux contrats à terme, option, swaps* » par Gérard BLANDIN, « bourses ou casinos ? Les dangers des dérivés », loc. cit. p. 8 ; et aussi : « *les dérivés incluent les swaps de taux d'intérêt (contrat d'échange de taux d'intérêt) ou de change, les options de taux sur taux ou sur indices boursiers* », Joël BESSIS, « risque de contrepartie des banques », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 83 p. 1701.

*swap ou d'option* »<sup>302</sup>. Les similitudes de terminologie sont troublantes. Il est donc temps d'étudier ce qui les distingue.

## B. Différence entre « dérivés de crédit » et « produits dérivés ».

**116.** Dire que les « dérivés de crédit » sont inspirés des produits dérivés est une information essentielle. Pourtant, ils ne sont pas strictement identiques, sinon les « dérivés de crédit » ne serviraient à rien en eux-mêmes. Les différences se font jour au niveau de l'angle du risque et sous l'angle des parties au contrat.

### 1. Sous l'angle du risque.

**117.** Le trait commun manifeste entre les deux gammes de produits, la lutte contre les risques, marque aussi leur différence. L'une lutte contre des risques de variation de cours, de taux ou de change, l'autre contre le risque de crédit. Ce risque se mesure en fonction d'un sous-jacent dissemblable. Les « produits dérivés » traitent des sous-jacents qui par nature fluctuent et varient. Ils répondent exclusivement à ces variations issues d'un marché. Celui du sous-jacent des « dérivés de crédit » peut fluctuer. Il est le risque d'inexécution de ses obligations par une entité. Il peut se matérialiser à partir d'un marché, mais il déborde de ce cadre. Toutes les créances ne proviennent pas d'un marché, elles ne sont pas forcément une obligation ou un titre coté. Tout engagement, tout contrat, est susceptible d'être protégé par un « dérivé de crédit ». Tout risque d'inexécution traduisible monétairement peut devenir une créance sous-jacente si l'événement susceptible de l'affecter est public et que la dégradation est évaluable. La nature du risque et l'origine du sous-jacent ne sont pas identiques dans les deux familles.

### 2. Sous l'angle des parties au contrat.

**118.** La qualité des acheteurs de protection est un angle d'étude intéressant. Les deux familles dissocient la couverture du risque de la réalisation de l'opération physique contenant ce risque. Cette opération physique n'est pas remise en cause. Dans un « produit dérivé », l'acheteur de protection peut s'adresser à une contrepartie tiers ou à l'organisme contrepartie de l'opération physique du sous-jacent. Cette démarche est très naturelle lorsque cet organisme est un établissement de crédit. Il sera contrepartie ou intermédiaire<sup>303</sup>. Cette hypothèse est improbable pour les « dérivés de crédit » en raison de la qualité des personnes à qui s'adresse chaque type d'instrument. Les « produits dérivés » ont été instaurés pour favoriser et aider les débiteurs. Leurs créanciers peuvent avoir intérêt à leur favoriser l'accès à de meilleurs taux. Il propose un service rémunéré par une commission. En trouvant une autre contrepartie par la suite, il se défait de l'instrument et évite de subir ses effets financiers. Il continuera de percevoir les flux financiers initiaux sans subir la protection, il touchera une commission pour le service offert tout en cultivant sa relation commerciale. Les produits dérivés favorisent les créanciers désireux de s'assurer un rendement minimum. Les « dérivés de crédit » couvrent les risques du créancier et non du débiteur. La protection est offerte au créancier. Les débiteurs n'ont pas vocation à en tirer profit. La confidentialité

---

<sup>302</sup> John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3.

<sup>303</sup> V. supra § 7.

est un atout majeur pour préserver la relation commerciale de base. Le créancier ne souhaite pas l'interférence du débiteur de l'actif de référence. Il n'intervient jamais. Il ne bénéficie pas incontinent d'un « dérivé de crédit » à l'opposé des « produits dérivés ».

**119.** User de la comparaison avec les « produits dérivés » devra se faire avec prudence. Ils présentent quelques différences qui peuvent altérer le raisonnement par analogie. Ils seront d'une aide précieuse mais pour l'instant limitée. Pour s'assurer de la parfaite compatibilité entre ces instruments, il convient d'approfondir les liens entre les catégories de mécanisme.

## § II - Les mécanismes empruntés.

**120.** En portant notre regard sur les « produits dérivés » et les « dérivés de crédit », nous constatons la présence de plusieurs branches de familles. Il convient d'opérer le rapprochement entre elles pour établir l'antériorité. Dans un souci de simplification, nous ne reprendrons pas un par un tous les mécanismes<sup>304</sup> inventés et initiés par les financiers au profit de leur clientèle<sup>305</sup>. Nous rapprocherons directement les notions proches. La première notion est celle de swap qui a donné son essor à la gamme « des produits dérivés ».

### A. Le recours au swap.

**121.** Le swap est la notion phare des « produits dérivés ». Il est encore aujourd'hui le plus employé. Monsieur Alain GAUVIN<sup>306</sup> a remarqué que « *Pierre MATHIEU et Philippe D'HEROUVILLE ont pu, dans leur étude, présenter les dérivés de crédit comme « des swaps de nature particulière ». Cette présentation n'est pas erronée et nous l'adoptons volontiers. Nous verrons, en effet, que les dérivés de crédit reposent sur la technique financière du swap* ». Qu'est ce qu'un swap ? C'est ce que nous allons voir avant de décliner ses diverses et principales variantes.

#### 1. La notion de swap.

**122.** Le swap est l'instrument financier le plus utilisé. Sa prééminence est encore incontestable. Ce succès s'expliquera tout d'abord par sa définition et ensuite par la multitude d'intérêts qu'ils apportent aux investisseurs.

---

<sup>304</sup> Nous délaierons ici la catégorie la plus ancienne des produits dérivés, les contrats à termes, apparue avec les marchés de matières premières et de marchandises. Voir l'histoire de ces produits.

<sup>305</sup> Pour un panorama descriptif des principaux produits dérivés : V. LAUWICK, V. DAGO et J.E. SORLAT, « panorama des produits dérivés », O.F. n° 419 du 23 sept. 1996 p. 22 ; Louis SARRET, Caroline LORRIN et Xavier ROMIER, « panorama des produits dérivés de taux », O.F. n° 467 du 22 sept. 1997 p. 26 ; Rolf BONI, « panorama des produits dérivés », O.F. n° 371 du 25 sept. 1995 p. 26.

<sup>306</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 26, plus nuancé dans son ouvrage « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 72 se référant à l'ouvrage de MM. Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE. V. aussi « *les contrats de dérivés de crédit empruntent à notre sens la technique des contrats d'échange (swap)* » : Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 51 p. 13.



### a. Définition du swap.

**123.** Il n'est pas forcément facile à théoriser à cause de ses multiples applications, sous-jacents et variantes. Les définitions proposées reprennent souvent des éléments particuliers de l'opération envisagée. Ils empêchent de dégager une définition universelle. Celle proposée par la Fédération Bancaire Française est un exemple symptomatique : « *il peut s'agir : soit d'une opération d'échange de conditions d'intérêt, opération par laquelle les parties s'échangent des paiements dans une même devise selon un échéancier déterminé, dont les montants sont soit définis à l'origine, soit calculés par application de taux fixes ou de taux variables ; soit d'une opération d'échange de devises, opération par laquelle les parties s'échangent des paiements dans plusieurs devises selon un échéancier déterminé, dont les montants sont soit définis à l'origine, soit calculés par application de taux fixes ou de taux variables* »<sup>307</sup>. Néanmoins, des définitions globales ont été esquissées : « *les swaps, offrent la possibilité, sur le montant notionnel d'un sous-jacent déterminé, d'échanger un prix fixe contre un prix variable. Ainsi, en payant un prix fixe, l'intervenant gèle la valeur de son actif (passif), puisque la variation de ce dernier est couverte par la réception du prix variable. A l'inverse, il peut faire évoluer la valeur de cet actif (passif) en fonction du prix des marchés, en décidant de recevoir le prix fixe en échange du prix variable* »<sup>308</sup>. L'une des plus brèves explique qu'un swap est « *un contrat entre deux parties portant sur l'échange de flux de paiements futurs* »<sup>309</sup>. D'autres sont moins brèves lorsqu'elles sont ainsi libellées : « *les opérations de swap sont, rappelons-le, structurées comme des séries d'échanges (de taux d'intérêts ou de devises) pendant une période déterminée* »<sup>310</sup>. Le terme de référence pour expliquer le swap est celui d'échange qui est aussi la traduction de l'appellation : « *le swap est le contrat par lequel deux parties s'échangent, soit les caractéristiques de leurs emprunts ou de leurs placements (swap de taux d'intérêt), soit des devises* »<sup>311</sup>. L'échange porte sur des obligations incombant ou profitant

---

<sup>307</sup> Additif Technique sur l'Echange de Conditions d'Intérêt ou de Devises de la Fédération Bancaire Française de mars 2007.

<sup>308</sup> Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 28.

<sup>309</sup> Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », loc. cit. p. 91. Ou aussi « *d'échange entre deux contreparties de deux échéanciers de flux financier* » selon Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 37 ; « *un accord ... pour échanger des flux de trésorerie dans le futur* » : John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 147.

<sup>310</sup> Stéphane MOUY, « contrat cadre de swap et ratio de solvabilité, la novation, facteur réducteur du risque sur la contrepartie ? », B. n° 499 de nov. 1989 p. 1048 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 22.

<sup>311</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 25 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 72. Confirmation par Eric DELATTRE : « *un swap (du verbe anglais to swap : échanger) est un contrat par lequel deux parties s'engagent à échanger entre elles des actifs ou des flux financiers liés à des opérations déterminées* » in « les nouveaux instruments financiers », collection Que sais-je ?, PUF n° 2845 de 1994 p. 36 ; « *les parties conviennent de s'échanger des actifs (dans le cas de devises) ou des flux d'intérêt liés à une opération sous-jacente, selon un échéancier déterminé* » de Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1071 p. 636 ; « *les swaps sont des contrats d'échanges* » de Gérard BLANDIN, « bourses ou casinos ? Les dangers des dérivés », loc. cit. p. 8 ; de même, ce sont « *des transactions par lesquelles deux ou plusieurs entités s'échangent des éléments de leurs créances ou de leurs dettes, libellés dans la même monnaie ou dans des monnaies différentes, à taux fixe ou à taux variable, en ayant essentiellement recours à des intermédiaires* » pour Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », édition Economica 1997 2<sup>ème</sup> édition p. 235 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits

aux parties, engagements actifs ou passifs de leur patrimoine, qui subissent les variations du marché. Elles alourdissent les charges des opérateurs en affectant les taux d'intérêts ou de change qui apparaissent fréquemment dans les définitions données<sup>312</sup>. Il est possible d'échanger des dividendes reçus (et dont les montants varient d'une année sur l'autre en fonction des résultats aléatoires de la société) contre un taux d'intérêt fixe ou variable<sup>313</sup>. Le lexique de la banque et des marchés financiers les définit comme un « *contrat d'échange de créances ou de dettes ou d'éléments de créances ou de dettes* »<sup>314</sup>.

**124.** Les opérateurs économiques (sociétés, banques, investisseurs divers etc.) subissent en permanence les fluctuations d'un marché. Ils consentent à s'échanger des flux financiers inhérents à leurs sous-jacents propres et à ses caractéristiques pour éviter leurs contrecoups<sup>315</sup>. Nous pourrions essayer de les définir comme suit : un swap est une opération au cours de laquelle deux agents économiques ayant chacun une obligation ou un droit monétaire à terme susceptible de fluctuer en fonction de mouvements dans les marchés cherchent à se protéger en prenant en charge l'obligation de l'autre par des paiements réciproques égal aux flux financiers accompagnant le droit ou l'obligation pécuniaire. Le flux financier reçu compense la fluctuation entraînant une perte. Le swap fixe les charges ou les rendements de l'une au moins des parties pour lui éviter les incertitudes futures de son environnement économique.

**125.** Ces « produits dérivés » réclament l'accord des parties sur plusieurs points. Le montant de référence ou montant notionnel donne une substance de base à une série de calcul sans manipulation physique. Les taux de références servent au calcul des montants concrets versés réciproquement par les parties. Ils sont pour ce faire adossés au montant notionnel<sup>316</sup>. Un calendrier prévoit le terme et détail l'échéancier des remises des flux financiers. A chacune de ces dates, les parties procèdent aux calculs et se transmettent l'évaluation

---

financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets du 15 sept. 2007 fasc. 912-1 n° 1 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 166 p. 250 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 221 p. 74.

<sup>312</sup> « *Un swap est une opération au cours de laquelle deux entreprises ayant chacune une obligation monétaire à terme susceptible de fluctuer en fonction de mouvements dans les taux de change ou d'intérêts cherchent à se protéger en prenant en charge l'obligation de l'autre moyennant des paiements réciproques* », J.T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », RDAI 1985 n° 3 p. 293.

<sup>313</sup> Exemple tiré de l'article de Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 22.

<sup>314</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. « *Un contrat de swap se définit comme une transaction au titre de laquelle un opérateur échange une dette ayant certaines caractéristiques contre une autre dette ayant des caractéristiques différentes* » de Xavier ROHMER, « traitements juridique, comptable et fiscal des contrats d'échanges de taux d'intérêt ou de devises conclu par les établissements de crédit », O.F. n° 334 du 12 déc. 1994 p. 34, Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », Litec 2001 n° 701 p. 631 ; ou « *un échange d'une dette comportant certaines caractéristiques contre une dette ayant des caractéristiques différentes* », Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », Banque éditeur 1998 p. 325.

<sup>315</sup> L'enjeu a été très bien résumé ainsi : « *aucune entreprise n'échappe au risque d'évolution des taux d'intérêts. Une hausse ou une baisse des taux a une influence déterminante sur le coût des emprunts futurs ou à venir. Mais une évolution des taux modifie également les flux d'intérêts à verser ou à recevoir des emprunts ou des placements existants réalisés à taux variable. Enfin, la variation de taux est déterminante quant à la valeur de marché d'un placement comme d'un emprunt existant réalisé à taux fixe* » ; Auteur indéterminé, « swap, cap, floors, comment gérer un risque de taux d'intérêt sur l'ensemble de la durée de vie d'un emprunt ou d'un placement », A.B.F.C.E. de mars 1987 p. 6.

<sup>316</sup> Les flux financiers échangés sont les jambes du swap. Celui qui s'astreint à payer un taux fixe paye ce que les spécialistes nomment la jambe fixe, et l'autre paye la jambe variable du swap. Les parties peuvent toutes les deux décider de se fournir en taux variables différents.

monétaire obtenue. Imaginons une société se finançant grâce à un emprunt de dix millions d'euros pour une durée de 10 ans à taux fixe de 5,5 % avantageux par rapport à un taux variable de 5,9 %. Plus tard, ce taux variable est descendu à 5,7 % et les dirigeants de la société anticipent un niveau aux alentours des 5 %. Englué dans le taux fixe, le surcoût virtuel serait de 0,5 % par an. Pour contourner cet inconvénient, il faudrait obtenir le consentement du prêteur à la renégociation du contrat. Une autre solution serait de résilier le contrat avant de s'endetter à taux variable pour les années à venir. Il faudra verser une clause d'indemnité pour le remboursement anticipé et solliciter un autre emprunt. Ces remèdes sont chronophages et coûteux. La troisième solution est l'utilisation d'un swap de taux. La société payera à un tiers le taux variable et recevra en contrepartie le taux fixe qui lui servira à respecter les échéances de son prêt. Si ce taux variable redescend à 5,3 %, la société versera un flux monétaire égal à ce taux multiplié par le montant de référence, celui de l'emprunt, à sa contrepartie. Dans le même temps, elle continuera à acquitter auprès de l'établissement prêteur les échéances du prêt au taux fixe de 5,5 %. Mais ces échéances proviendront de l'exécution du swap par la contrepartie tenue de lui servir le taux fixe. De la sorte, cette société s'est s'endettée à taux variable. Elle gagne de 0,2 % sur cette échéance. Selon l'évolution, elle peut recevoir plus, moins, ou déboursier plus si le taux augmente<sup>317</sup>. La contrepartie du swap a anticipé une évolution inverse. Elle souhaite figer le coût de son endettement ou simplement spéculer. Les deux parties au swap peuvent être gagnantes car elles n'ont pas forcément accès de manière égale aux meilleures conditions de tous les marchés de capitaux<sup>318</sup>. Ce faisant, nous venons d'aborder les intérêts éprouvés par les parties à la conclusion de cet accord. Continuons à explorer cette voie.

#### b. Les intérêts du swap.

**126.** Le premier de leur objectif, en tant que « produits dérivés », est de couvrir les risques liés à un phénomène de variation<sup>319</sup>. Les parties gèrent

<sup>317</sup> Cet exemple est simplifié. Les calculs sont plus fins, jouent en termes de décimales, font référence à un taux variable augmenté d'un pourcentage : Libbor + 50 points de base. Il faut inclure le coût de montage. Pour de véritables exemples : Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 221. V. aussi Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 79 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. pp. 77 et s. ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 238 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1073 p. 638 ; Olivier GREGOIR, « les marchés de produits dérivés », loc. cit. p. 29 ; Bernard PAGET, « la gestion de taux d'intérêt, les swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises », Rev. B. n° 461 de mai 1986 p. 473 et avec Charles-Henri TAUFFLIEB, « la gestion de taux d'intérêt », Rev. B. n° 458 de fév. 1986 p. 156 ; Daniel PEYNOT, « les marchés à termes d'instruments financiers et la gestion du risque de change et de variation des taux d'intérêts », B. n° 446 de janv. 1985 p. 59.

<sup>318</sup> Ce serait la raison historique d'apparition des swaps : Vincent LAUWICK, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », loc. cit. p. 32 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 205 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 237.

<sup>319</sup> Sur ces intérêts : Alain RUTTIENS, « manuel des produits dérivés », op. cit. pp. 92 et s. ; Yves SIMON, « les produits dérivés, origine et développements », op. cit. p. 81 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. pp. 237, 248 et 251 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1072 p. 637 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 219 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 431 p. 424 ; Jean

« dynamiquement » leur trésorerie en l'adaptant en permanence à l'évolution environnementale. Les parties accèdent à de meilleures conditions d'emprunts ou améliorent les rendements espérés d'un actif. Les opérateurs prennent pieds sur des marchés fermés à des conditions plus avantageuses. Ils sont fortement spéculatifs grâce à très puissant effet de levier. Entre les stratégies de couverture ou de spéculation, les opérateurs peuvent se livrer à des activités d'arbitrage ou de trading. Elle est une activité de spéculation sans risque. Elle consiste à profiter de différences mondiales de cours entre différents marchés nationaux sur un même produit ou indice. Elle réalise une plus value par l'achat d'un sous-jacent sur un marché et sa revente simultanée pour profiter des écarts de cours. La différence entre les cours constitue le profit dégagé. L'opérateur ne court aucun risque car il ne conserve pas l'actif mais cherche uniquement à profiter d'une différence instantanée.

Ils offrent une souplesse élevée. En premier lieu, ils offrent une sécurité plus grande en termes de risque de contrepartie. Ce risque est limité au montant des flux financiers en l'absence d'échange des sommes nominales. Dans la réalité, les accords prévoient une compensation entre les flux financiers remis pour ne donner lieu qu'au versement d'une différence, soit 0,2 % pour reprendre notre exemple précédent. En second lieu, la souplesse porte sur la recherche de la contrepartie adéquate en épargnant cette tâche aux opérateurs. Des intermédiaires se sont nichés sur ce créneau. Ils prennent le rôle de contrepartie avant de se débrouiller pour en trouver une autre et/ou continuer à assumer personnellement cette fonction en cas d'échec<sup>320</sup>. Enfin, ils sont réversibles. Les pertes apparues par l'évolution défavorable du « produit dérivé » peuvent être limitées par la conclusion d'une transaction en sens inverse. La réversibilité n'efface pas intégralement les pertes. Le gain réalisé par la seconde opération viendra en diminution de la perte abandonnée par la précédente opération. Mais il ne pourra jamais compenser intégralement le premier contrat. De plus, il conserve le coût de conclusion des swaps. Les swaps permettent le lissage des revenus. Une partie échangera les taux variables de dividendes d'une entité contre un intérêt fixe. Il se dégage des fluctuations des résultats économiques de la société distribuant le dividende. Plus inattendu, ils clarifieraient les comptes en dépouillant les bilans comptables des écritures non fidèles à la réalité économique des entités. Ils éliminent les problèmes d'écritures comptables liés à la gestion des devises étrangères.

Au niveau macro-économique, ils stabilisent le financement du commerce international. Ils ont favorisé l'apparition d'un marché à long terme dans les devises principales. Les swaps y drainent d'importantes liquidités. Ils sont pour les acteurs économiques un mode de lutte contre ces risques plus efficace et moins onéreux que les expédients utilisés avant. Face à un risque de taux de change, les parties n'ont plus besoin de recourir à l'anticipation ou au report des échéances pour essayer de tirer profit des meilleures conditions des marchés. Les swaps ont diminué le recours aux emprunts off-shore. Enfin, ils ne saturent pas les marchés de

---

DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2260 p. 1157 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », n° 1 p. 912-1 ; Groupe de travail de l'amicale des trésoriers de banques et autres participants au marché monétaire, « les opérations d'échange de taux d'intérêts », B. n° 448 de mars 1985 p. 251 ; Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », loc. cit. p. 91 ; J.T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », loc. cit. p. 293 qui cite une étude de la banque mondiale : « currency swaps : A borrowing technique in a public policy context », par David BOCK et Christine I. WALLICH, World Bank Staff Working Papers n° 640, The World Bank, Washington, D.C., USA ; Caroline PERRIN, « le swap de taux d'intérêt », O.F. n° 277 du 11 oct. 1993, F.P. n° 209 p. 30 et « le swap courbe de taux (constant maturity swap) », O.F. n° 301 du 5 av. 1994, F.P. n° 230 p. 34 ; Sylvie PASSELAIGUE, « nouveaux instruments financiers et apprentis sorciers », Rev. Trésor oct. 1990 p. 593.

<sup>320</sup> La difficulté de trouver une contrepartie était un des inconvénients des prêts parallèles et adossés. Sur cette pratique instaurée en faveur des produits dérivés : voir Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », loc. cit. p. 91.

capitaux. Ils ne les déstabilisent pas. Ces intérêts ont déjà été cités lors de la description des « dérivés de crédit ». Voyons maintenant quels sont les swaps utilisés.

## **2. Les swaps usités.**

**127.** Le swap a été développé initialement pour protéger contre deux risques, celui de taux d'intérêt et celui de taux de change. En conséquence, il existe un swap de taux d'intérêt et un swap de change. Cette distinction est reprise par la doctrine bien qu'ils procèdent du même état d'esprit. Ces sous-jacents présentent des caractéristiques des propres.

### **a. Les swaps de taux d'intérêt.**

**128.** Il existe un schéma classique qu'il est nécessaire d'exposer rapidement avant d'en exposer les principales variantes.

#### ***α - Les swaps classiques de taux d'intérêt.***

**129.** Pour bien le saisir, il convient de rappeler quelques principes régissant les mécanismes de financement. La rémunération d'une levée de capitaux est le taux d'intérêt fixé selon le prix du service et l'évaluation du risque pris. Les marchés proposent deux grandes catégories de taux d'intérêts, un taux fixe invariable durant le prêt et un taux d'intérêt variable dont le niveau évolue en permanence tout au long de l'emprunt. Ce degré dépend de la durée de l'emprunt, de la loi de l'offre et de la demande, de la santé économique de l'emprunteur et de la politique économique et financière des gouvernements et autorités régulatrices. Il existe une multitude de taux d'intérêts variables et fixes par pays et par agents économiques. Chaque entité économique ne profite jamais des mêmes taux. Dès lors, une comparaison entre ces taux selon les opérateurs révèle des différences favorables ou défavorables. Plus complexe, un opérateur favorisé sur un marché de taux peut ne pas l'être sur un autre. Chaque opérateur est confronté à une part d'incertitude dans l'évolution ou la fixation de ces taux qu'aucun ne contrôle mais que tous souhaitent maîtriser au mieux. Cette problématique est abordée sous la vision de l'emprunteur. La même problématique vaut pour le prêteur qui attend un revenu à la hauteur de son effort quand il consent un financement.

**130.** Les swaps permettent aux agents économiques d'échanger la position détenue sur un marché de taux d'intérêt, qu'ils ne souhaitent pas mobiliser car il ne répond pas à leurs attentes, pour accéder à d'autres conditions qui les intéressent mais dont ils ne peuvent profiter. D'où cette première définition ainsi rédigée : « *les swaps de taux d'intérêt qui sont des contrats par lesquels deux personnes décident d'échanger leurs conditions d'accès au marché financier (c'est à dire des conditions d'emprunt ou de placement)* »<sup>321</sup>. Les opérateurs économiques souscrivent l'emprunt aux taux qu'ils peuvent obtenir. Ils concluent après un swap par lequel ils accèdent aux conditions de financement de l'autre. La contrepartie apporte au souscripteur du prêt les intérêts qu'il versera à son prêteur. Les contreparties se retrouvent endettées aux conditions financières de l'autre car aucune ne supporte le coût de l'emprunt

---

<sup>321</sup> Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 22 ; Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », Masson 1992 p. 14.

souscrit. Certaines définitions insistent sur cette notion de doubles emprunts : « *le swap d'intérêt est une opération par laquelle deux ou plusieurs contreparties échangent les charges financières de leur endettement respectif* »<sup>322</sup>. Une autre identifie les swaps de taux d'intérêt comme « *une opération de marché dans laquelle deux parties s'échangent, suivant un échéancier donné et dans une même devise, des flux d'intérêts périodiques dont les montants sont calculés par application de taux fixe ou variable à un même nominal déterminé à l'avance (appelé notionnel)* »<sup>323</sup>. D'autres remplacent la notion d'emprunt par l'échange de flux d'intérêts de nature différente. Eloigner la notion d'emprunt pour préférer celle de flux financiers se justifie car les swaps sont aussi « placeurs ». Des revenus à taux variable s'échangent avec des revenus à taux fixe et vice-versa. Des mentions doivent être envisagées : le montant notionnel, le rôle de chaque partie, la date de valeur, le niveau de l'éventuel taux fixe, la ou les référence(s) du taux variable, l'échéancier avec la durée du swap et la périodicité des échanges. Pour un exemple de fonctionnement de swap de taux d'intérêt, il n'est qu'à se rapporter à l'exemple développé précédemment lors du swap<sup>324</sup>. Un trésorier peut en faire de multiples usages<sup>325</sup>. Il transformera son endettement à taux fixe en endettement à taux variable ou vice versa, ou modifiera le taux variable auquel il souhaite

<sup>322</sup> Bernard PAGET, « la gestion de taux d'intérêt, les swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises », loc. cit. p. 473. Voir aussi « *le swap de taux est un contrat au terme duquel deux parties s'engagent à se verser réciproquement des flux financiers correspondant au paiement des intérêts dus au titre de deux emprunts (existants ou théoriques) libellés dans la même devise* » : Eric DELATTRE, « les nouveaux instruments financiers », op. cit. p. 36 ; « *le swap de taux d'intérêt est une opération dans laquelle deux contreparties contractent simultanément un prêt et un emprunt dans une même devise, pour un même nominal mais sur des références de taux d'intérêt différents* » : Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2259 p. 1156 ; « *Se dit d'un échange portant sur le service de deux emprunts ayant des taux d'intérêts différents* », Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. ; Sur la thématique de l'emprunt : Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. ; Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. p. 326 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 166-1 p. 251 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 224 p. 74 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. pp. 24 et 46.

<sup>323</sup> Patricia LEMERCIER et Caroline LORIN, « le swap performance », O.F. n° 424 du 28 octobre 1996, F.P. n° 340 p. 34 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, et Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. p. 139 ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 34 p. 654 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 147 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 77 p. 36 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1078 p. 643 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets 2007 n° 2 p. 912-1 ; Caroline PERRIN, « le swap de taux d'intérêt », loc. cit. p. 30 avec Inès DE DINECHIN, « le swap modifiable au gré du client », O.F. n° 318 du 22 août 1994, F.P. n° 246 p. 30 ; Patrick CHAULIAC, « les options de swaps », MTF n° 14 nov.-déc. 1989 p. 45.

<sup>324</sup> V. supra § 125. Pour un descriptif des flux : Patrick NAVATTE, « instruments et marchés financiers », les essentiels de la gestion, Litec 1992 p. 130 ; Jean-Pierre MATTOUT, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », Rev. B. n° 468 de janv. 1987 p. 24 et n° 469 de fév. 1987 p. 128.

<sup>325</sup> Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 216 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 149 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 46 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2260 p. 1157 ; Caroline PERRIN, « le swap de taux d'intérêt », loc. cit. p. 30 ; Caroline PERRIN, « le swap courbe de taux (constant maturity swap) », loc. cit. p. 34 ; Caroline PERRIN et Inès DE DINECHIN, « le swap modifiable au gré du client », loc. cit. ; Patricia BARBIZET-DUSSARD et Marc WISZNIAK, « la gestion de taux d'intérêt : l'utilisation des

être soumis. Il servira autant pour la gestion d'un endettement ou d'un excédent de trésorerie. L'emploi d'un swap de taux figurera le coût de l'endettement ou le rendement d'un actif. Ils ouvrent la porte à des taux plus avantageux sans altération de la relation initiale d'endettement ou de placement. Cette propriété se retrouve chez les « dérivés de crédit ». Pourtant, rien n'empêche de passer un swap de taux avec le prêteur ou l'emprunteur. Ils sont un moyen de contourner les restrictions d'origine légales conditionnant l'accès à certains capitaux. Certains louent sa simplicité et sa souplesse.

Lorsqu'il organise un échange d'un taux fixe contre un taux variable, il est le plus classique appelé swap « plain vanilla » ou « coupon swap ». En échangeant deux taux variables différents, il se dénomme « basis swap »<sup>326</sup>. Mais les praticiens ont imaginés des variantes.

### *β - Les variantes des swaps de taux d'intérêt.*

**131.** Mais la simplicité n'est pas généralisée. Des versions plus complexes sont disponibles pour neutraliser les inconvénients d'un swap classique. S'ils peuvent se négocier sur un marché en raison d'une certaine standardisation, ils sont conclus, comme les « produits dérivés », à 80% de gré à gré. Ils épousent au mieux les desiderata de chacun. Il se dégage différentes versions qui, selon leur succès, donneront lieu à une certaine standardisation<sup>327</sup>.

---

techniques de couverture par les entreprises », Rev. B. n° 465 d'octobre 1986 p. 871 ; Sylvie PASSELAIGUE, « nouveaux instruments financiers et apprentis sorciers », loc. cit. p. 593 ; Patricia LEMERCIER et Caroline LORIN, « le swap performance », loc. cit. p. 34 ; Bernard PAGET, « la gestion de taux d'intérêt, les swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises », loc. cit. p. 473.

<sup>326</sup> Sur ces classifications : Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », loc. cit. p. 654 ; Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 14 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2259 p. 1156 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1078 p. 643 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 225 p. 74 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 50 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 429 p. 421.

<sup>327</sup> Les références suivantes reprennent les diverses catégories de swaps. Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. pp. 18 et 20 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 273 ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux » et « produits dérivés de taux de seconde génération », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 34 p. 654 et art. 78 p. 1574 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. pp. 747 et 757 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 231 p. 76 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 50 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1079 pp. 643 et 644 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 429 p. 422 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET et Charles-Henri TAUFFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. pp. 142, 143, 160, 168 et 169 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 223 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2267, 2268, 2269, 2270 et 2271 pp. 1160 et 1161 ; Vincent LAUWICK, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », loc. cit. p. 32 ; Vincent LAUWICK, V. DAGO et J.E. SORLAT, « panorama des produits dérivés », loc. cit. p. 22 ; Louis SARRET, Caroline LORRIN et Xavier ROMIER, « panorama des produits dérivés de taux », loc. cit. p. 26 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 100.

Comme de nombreux instruments financiers, un contrat de swap énonce, pour calculer par la suite les prestations monétaires, la somme monétaire sur lequel il porte. Cette somme est appelée montant ou capital notionnel ou de référence. Les besoins d'un acteur économique varient souvent selon l'état d'avancement de ses projets économiques. Certains swaps proposent d'adapter leurs montants ou capitaux notionnels aux besoins de financement de l'opérateur économique. Les « amortising swap » ou « swap avec amortissements » sont des swaps dans lequel le capital notionnel diminue progressivement parallèlement à un passif ou actif financier décomposé en plusieurs tranches. Dès que l'une des tranches de l'actif est amortie, le montant notionnel du swap diminuera. L'échéancier sera calqué sur le passif ou l'actif de référence. A l'inverse, son montant peut augmenter en même temps que celui des fonds débloqués au fur et à mesure de l'avancement du projet. Il accompagne en général un projet de construction ou d'investissement de grande envergure dont les lignes de crédits augmentent avec le temps. Il s'appelle « drawdown swap », « swap sur principal croissant » ou encore « step-up swap ». Le « roller coaster swap » possède un montant variant irrégulièrement pour s'adapter à des amortissements complexes ou à des flux de trésorerie variable difficilement planifiable par échéancier.

**132.** D'autres jouent sur la date d'entrée en vigueur de la transaction en la différant par rapport à sa conclusion. Les « forward swaps », « deferred swaps » dit « swaps différés » sont conclus à une date donnée et fixent les engagements dont l'entrée en vigueur et les effets sont retardés à une date ultérieure de quelques mois ou de quelques années. Les financiers ont inventé un « callable swap » ou « swap annulable à coût nul »<sup>328</sup> qui donne le choix au payeur du taux fixe de le dénoncer par anticipation et sans pénalités soit à partir d'une date donnée, soit après l'écoulement d'un certain délai, soit à l'occasion de plusieurs dates prédéfinies. Aucune pénalité n'est réclamée à l'agent économique pour cette dénonciation alors que classiquement cette autorisation n'est acceptée qu'en échange d'une indemnisation à hauteur de la valeur de la conclusion d'un nouveau contrat apportant une couverture similaire. L'un module sa durée en l'allongeant ou la raccourcissant selon la volonté de l'acheteur. Ils sont dénommés « swap modifiable au gré du client » ou « swap extensible »<sup>329</sup>.

**133.** D'autres se distinguent selon la nature spécifique du sous-jacent de référence. Il faut citer le « diff. swap » pour « swap différentiel » ou « quanto swap ». Il est un swap classique dont les taux échangés sont issus de deux monnaies différentes. Les taux des monnaies servent de référence sans remise de devises. Le notionnel et le règlement se font dans la même devise. Il est à mi-chemin entre le swap de taux d'intérêt et de devises<sup>330</sup>. Il est possible de choisir pour référence des indices atypiques. Le taux variable est un taux indexé sur un taux moyen ou long terme. C'est le « swap courbe de taux » ou « constant maturity swap »<sup>331</sup>.

Les swaps fixent un taux d'endettement. Ils empêchent une contrepartie de profiter d'une situation favorable si la crainte redoutée ne se réalise pas. Pour atténuer cet effet, le « swap avec participation à la baisse des taux » ou « swap avec potentiel de baisse »<sup>332</sup> fixe un taux plafond et un taux plancher. Entre cet intervalle, l'emprunteur bénéficie du taux constaté. S'il dépasse le taux plafond, il payera un taux d'intérêt équivalent à ce taux plafond. S'il diminue en dessous du taux plancher, il payera le taux plafond. Plus le taux plafond sera élevé, plus le taux plancher sera abaissé. Par rapport à un swap classique, le taux plafond pour un sous-

---

<sup>328</sup> Caroline PERRIN, « le swap annulable sans coût au gré du client », O.F. n° 311 du 13 juin 1994, F.P. n° 240 p. 34.

<sup>329</sup> Caroline PERRIN et Inès DE DINECHIN, « le swap modifiable au gré du client », loc. cit. p. 30.

<sup>330</sup> Yves BERNHEIM, « un instrument financier particulier : le swap différentiel ou diff. swap », loc. cit. p. 66.

<sup>331</sup> Caroline PERRIN, « le swap courbe de taux », loc. cit. p. 34.

<sup>332</sup> Caroline LORIN, « le swap avec potentiel de baisse optimisé », O.F. n° 399 du 15 av. 1996, F.P. n° 316 p. 34.

jacent équivalent sera légèrement supérieur. Destiné à un investisseur, il recourra à un instrument opposé, le « swap avec participation à la hausse ».

**134.** Dans le but de bénéficier d'une protection moins chère, un emprunteur à taux variable conclura un « swap performance »<sup>333</sup>. Le taux fixe sera moins élevé que la moyenne, mais la protection sera perdue si le taux variable dépasse un certain seuil pour une période considérée. Il acquittera un taux d'intérêt moindre contre une renonciation à cette protection en cas de dépassement d'un certain niveau. Pour les investisseurs avec des prévisions fines ou aimant prendre des risques, la pratique a installé un « swap placeur à effet de levier »<sup>334</sup>(SPEL). Si le taux d'intérêt variable de référence se place dans certaines bornes, l'opérateur recevra un taux plus favorable, mais hors de ces bornes, il ne recevra rien. Il se décline sous la forme d'un « swap placeur à effets de levier ajustable ». Il offre l'opportunité à son acheteur de repositionner les limites selon des fréquences préalablement établies. A chaque début de période, l'acheteur déplacera les bornes vers le haut ou vers le bas sans pouvoir les élargir ou les rétrécir car l'écart doit rester constant pendant toute la durée de vie de l'opération. Une modalité modifie le règlement de l'un des flux financiers qui sera capitalisé pour faire l'objet d'un règlement unique à l'échéance du contrat. C'est le « swap zéro coupon ».

Pour introduire une dose de sécurité chez les contractants, un swap « dérivé de crédit » fut érigé. Ce surnom fut mérité car il lutte contre le risque de contrepartie d'un produit dérivé. Les parties s'accordent pour conclure un double swap, strictement identique, en introduisant entre elles un tiers, le plus souvent une banque. Chacune est individuellement partie prenante avec la banque. En cas de défaillance de l'une des parties, la banque poursuit la charge des paiements de l'autre swap. Il garde une utilité résiduelle pour ceux négociés de gré à gré. Après ces nombreux swaps de taux d'intérêt, il est temps d'aborder les swaps de devises.

#### b. Les swaps de devises.

**135.** Le swap de devises ou « currency swap » forme la deuxième grande catégorie de swap. Il est « *l'opération par laquelle deux parties s'échangent, pendant une durée donnée, des flux d'intérêt périodiques dans deux devises différentes dont les montants sont soit définis à l'origine, soit calculés par application de taux fixes ou de taux variables à des nominaux fixés au départ* »<sup>335</sup>. Toutes les devises peuvent être

<sup>333</sup> Patricia LEMERCIER et Caroline LORIN, « le swap performance », loc. cit. p. 34.

<sup>334</sup> Caroline PERRIN, « le swap placeur à effet de levier (SPEL) », O.F. n° 293 du 7 fév. 1994, F.P. n° 222 p. 30.

<sup>335</sup> Caroline PERRIN, « le swap de devises », O.F. n° 278 du 18 oct. 1993 F.P. n° 210 p. 30 ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », op. cit. p. 654 ; Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 12 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET et Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. p. 136 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 89. M. Séna AGBAYISSAH reprend la rhétorique de l'échange de dettes (en principal et/ou en intérêt) dans des devises différentes : « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 22. Pour un échange de dettes ou de créances libellées dans des monnaies différentes : Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. ; Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, « banques et marchés financiers », op. cit. p. 405 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 162 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets du 15 sept. 2007 fasc. 912-2 n° 3 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1080 p. 644 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 166-1 p. 251 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 82 p. 38 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options,

l'objet de l'échange. Les parties s'accordent sur le quantum des sommes échangées. Il est équivalent dans les deux devises tout au long du contrat. Pour effectuer la comparaison entre les montants, un taux de change entre les deux devises est fixé dès l'origine de l'accord. Il reste égal tout au long de sa validité. Il est l'outil rêvé pour limiter les fluctuations des cours de change. A défaut, l'achat ou la vente de devises nécessitait par la poursuite normale de l'activité provoquerait des gains ou des pertes supplémentaires. Pour se convaincre de l'utilité, il n'est qu'à se reporter à l'inversion de taux de change entre l'euro et le dollar. Alors que la parité était de principe, l'euro valait pendant très longtemps autour de 0,90 dollars avant de monter jusqu'à 1,45 dollars pour un euro avant la crise financière de 2007. Les répercussions sur le renchérissement des importations ou les difficultés d'exportation ont été rapportées.

**136.** Les parties négocient le quantum équivalent des deux devises différentes ainsi que le taux de change afférent, en général celui relevé lors de la conclusion de l'accord même si elles restent libres de le fixer artificiellement. L'échéancier sera clairement précisé. Les parties peuvent décider ou non de procéder à l'échange des devises. Mais la remise des montants notionnels des devises dès la conclusion de l'accord ou son entrée en vigueur est la norme à la différence des swaps de taux d'intérêt<sup>336</sup>. Chacune remettra la devise prévue et réceptionnera l'autre devise. Ces montants devront être restitués en même temps que les intérêts soit à échéances régulières soit au terme de l'accord soit seuls à l'issue du terme. Les flux monétaires se calculeront selon le taux de change prévu<sup>337</sup>. Ce taux sera déconnecté de la réalité financière puisqu'il n'évoluera pas comme celui des marchés. Les swaps de devises présentent une multitude d'avantages<sup>338</sup>. Ils éliminent le risque de change. Ils s'adaptent à la couverture du capital et des intérêts. Les opérateurs peuvent échanger des liquidités dans des

---

futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 241 p. 78 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. pp. 24 et 44 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « gestion du risque de change », Lamy Dr. fin. 2009 n° 4803 p. 2062.

<sup>336</sup> La doctrine insiste sur cette différence. Outre les références précédentes de la note de bas de page précédente, voir : Jean-Marie KERTUDO et Julian ALWORTH, « les swaps, structures, marchés et risques », loc. cit. p. 91 ; Caroline PERRIN, « le swap de taux d'intérêt », loc. cit. p. 30 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 236 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 209 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 88 ; Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. p. 327.

<sup>337</sup> Pour des exemples précis et chiffrés de ces swaps : Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 94 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 88 et s. ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. pp. 210 et s. ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 242 ; Daniel PEYNOT, « les marchés à termes d'instruments financiers et la gestion du risque de change et de variation des taux d'intérêts », loc. cit. p. 59 ; Caroline PERRIN, « le swap de devises », loc. cit. p. 30.

<sup>338</sup> Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « gestion du risque de change », Lamy droit du financement 2009 n° 4803 p. 2063 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 218 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 242 ; Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 12 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 25 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 72 ; J.T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », loc. cit. p. 293 ; Vincent LAUWICK, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », loc. cit. p. 32 ; Pierre PRISSERT, « théorie et pratique du change à terme : le problème du risque de change sur intérêts », B. n° 436 de février 1984 p. 175 ; Caroline PERRIN, « le swap de devises », loc. cit. p. 30 ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », op. cit. p. 654 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET et Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. p. 137.

devises difficiles à trouver en en fixant le prix définitivement. Un opérateur obtient une monnaie, parfois la sienne, lorsque les marchés lui sont inaccessibles. L'inaccessibilité résulte soit de la transparence de l'opérateur, méconnu des marchés, soit de sa trop grande visibilité en raison de son endettement. Elle peut provenir d'un marché de devises trop étroit, d'un marché saturé par la demande ou d'une réglementation nationale restrictive. Les parties économisent le coût des intermédiaires et taxes d'achat des devises. Enfin, des agents économiques accèdent à des capitaux sur des marchés étrangers dans des conditions financières plus avantageuses.

Lorsque les parties se contentent d'échanger des flux d'intérêts sans remise initiale ni finale des devises, ce swap est simulé. C'est le « coupon swap »<sup>339</sup>. Certains swaps se contentent de prévoir à l'échéance un échange de devises à partir du taux de change établi. Les parties sont intéressées par « *paiement de remboursement et non le transfert initial* » selon l'expression de Messieurs BOULAT et CHABERT<sup>340</sup>. Il immobilise par avance le cours de change.

Confrontons maintenant les swaps au « dérivé de crédit » qui leur ressemble le plus : le « total rate of return swap ».

### **3. Comparaison avec le contrat de « total rate of return swap ».**

**137.** Le terme swap se retrouve dans l'appellation de ce « dérivé de crédit ». Ensuite, son passé est révélateur car il est le premier « dérivé de crédit » présenté à la clientèle<sup>341</sup> par sa similitude avec des produits financiers antérieurs, les « produits dérivés ». Ce « dérivé de crédit » est un accord par lequel l'acheteur de protection verse de façon périodique à sa contrepartie tous les revenus de la créance de référence (sous-jacente) contre une rémunération à taux fixe ou à taux variable. A l'échéance, en fonction de l'appréciation ou de la dévalorisation de cette créance par rapport à son nominal, un flux financier sera donné par le vendeur ou l'acheteur de protection à l'autre. Les revenus de cette créance peuvent être fixes ou variables. L'acheteur de protection peut modifier la structure de l'endettement. Les flux financiers correspondent à ceux d'un swap. Un auteur estime que « le total rate of return swap » « *transfère l'intégralité des résultats économiques d'un actif financier pendant une durée déterminée* »<sup>342</sup>. La terminologie comme sa structure sont conformes à celle des swaps.

**138.** La différence réside dans la nature exacte du sous-jacent. Dans un « total rate of return swap », les montants des sous-jacents ne sont pas que notionnel. Les sous-jacents sont des créances ou des actifs précis. Les sous-jacents sont protégés. Les montants ne sont pas que notionnels. Ce n'est pas le premier souci des swaps classiques d'intérêts. Les swaps de devises, par leurs remises, dépassent la simple référence de montant notionnel. Dans un « total rate of return swap », les créances sous-jacentes sont directement protégées. Il en va de même des devises dans un swap de devises avec transmission des montants. Les montants notionnels seront protégés des fluctuations malgré les variations de cours. Les parties se remettent les devises remises initialement indépendamment des fluctuations du taux de change. Le coefficient entre les devises aurait été modifié. Il se serait répercuté sur les quantités de devises échangées par la suite. L'une aurait du mobiliser une somme plus conséquente et

---

<sup>339</sup> Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », op. cit. p. 654 ; Caroline PERRIN et Inès DE DINECHIN, « le coupon swap », O.F. n° 355 du 18 mai 1995, F.P. n° 279 p. 30.

<sup>340</sup> Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 13.

<sup>341</sup> V. supra § 66.

<sup>342</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 87.

l'autre une somme moindre dans sa devise pour aboutir au même résultat. Dans ce cas, la protection du nominal s'acquiert en sacrifiant de manière anticipée tout espoir de valorisation favorable du cours ou de la valeur de la devise. Par rapport à la même opération exécutée au comptant, l'une des parties a renoncé à l'exécuter dans de meilleures conditions pour que l'autre ne la fasse pas aux pires. Elles sacrifient, lors de la conclusion de l'accord, toute valorisation propice pour éviter toute dévalorisation néfaste. Ce gain pour l'une s'effectue corrélativement et symétriquement à la perte de l'autre par rapport à une appréciation fictive d'une opération réelle. De plus, cette appréciation correspond exactement à la dépréciation. Celle qui reçoit une compensation pour l'évolution défavorable reçoit une somme égale à la valorisation résultant de l'évolution favorable. Ces effets sont totalement similaires à ceux relevés chez le « total rate of return swap », sauf que ce dernier protège deux créances d'une même valeur plutôt que de devises différentes. Chez les deux, les valeurs des sous-jacents sont définitivement arrêtées lors de la conclusion des accords.

**139.** Ces contrats recèlent les mêmes. L'évolution du risque n'est ni déterminé ni déterminable lors de leurs conclusion. Les « produits dérivés » se concentrent sur les risques de marché. Le « total rate of return swap » l'intègre dans son fonctionnement.

Le « dérivé de crédit » n'interfère pas avec l'accord fondant le sous-jacent. Le pivot central est l'acheteur de protection/créancier de l'actif de référence. Nous pouvons chez la doctrine consacrée au swap qu'« *il est important de noter que le contrat de swap est juridiquement séparé du crédit qu'il protège* »<sup>343</sup>. Cette formulation rend peu aisé la question de savoir si le sujet de l'auteur touche les « produits dérivés » ou les « dérivés de crédit ». D'autres approuvent en expliquant que « *les prêteurs initiaux ne sont pas impliqués dans un accord de swap, et continuent de se tourner vers leur cocontractant pour obtenir le paiement des intérêts* »<sup>344</sup>. Ainsi, les deux mécanismes installent une protection de manière totalement autonome du contractant de la relation initiale qui ne peut s'immiscer ou imposer sa volonté.

**140.** Enfin, une part non négligeable de la doctrine va dans ce sens. Certains ouvrages abordent ce « dérivé de crédit » juste après avoir développé la notion de swap. Ensuite, après ou en expliquant ce mécanisme, les auteurs désignent ce « dérivé de crédit » comme un swap. Il n'est qu'à lire cette citation de M. BRUYÈRE : « *ce type de swap transfère l'intégralité des résultats économiques d'un actif financier pendant une durée déterminée* »<sup>345</sup>. D'autres écrivent<sup>346</sup> que « *le receveur du swap (vendeur de protection) peut être cependant contractuellement contraint de déposer un collatéral etc.* » et se sentent obligés de préciser la qualité, dans un « dérivé de crédit », du receveur du swap. Enfin, certains indiquent : « *dans l'exemple suivant, la banque qui se couvre auprès d'un investisseur contre le risque de contrepartie généré par sa créance, transfère l'ensemble des flux du prêt (intérêts plus commission) pendant la durée de vie du swap* »<sup>347</sup>. Enfin, certains affirment catégoriquement que « *le total return swap repose sur la technique du swap* »<sup>348</sup>.

<sup>343</sup> Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », op. cit. p. 654.

<sup>344</sup> Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 14.

<sup>345</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 87 et 2004 p. 87.

<sup>346</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 61 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 548.

<sup>347</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 49 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 27 qui écrit : « *le swap prend fin de manière anticipée en cas de défaillance de l'emprunteur sous-jacent* » ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1043.

<sup>348</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 254 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 414 p. 290 ; Yves JÉGOUREL, « les produits

Il est indéniable que le « total rate of return swap » tire sa source du swap. Mais le swap n'est pas le seul instrument composant les « produits dérivés ». Un autre tient une place primordiale : l'option.

## B. L'emprunt du mécanisme optionnel par le « credit spread option ».

**141.** Messieurs Pierre MATHIEU et Philippe D'HEROUVILLE écrivaient à propos du « credit spread option » que « *par son mécanisme, ce type de produit se rapproche de produits existant* »<sup>349</sup>. Celui, de par son nom, auquel nous penserions à le rapprocher n'est autre que l'option<sup>350</sup>. Avant de procéder à la comparaison, nous reviendrons sur cette notion et ses diverses modalités.

### 1. La notion d'option.

**142.** Sa définition possède le mérite de la simplicité. Elle vient du latin « *optio* » qui signifie « droit » et non, nous le relevons dès à présent, obligation. Elle est un instrument financier qui donne le droit, et non l'obligation, à son acheteur d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent précis dans des conditions fixées lors de sa conclusion et ce pendant ou à l'échéance d'un laps de temps prédéterminé contre le versement irrémédiable d'une somme d'argent, appelée prime, à son vendeur et ce quel que soit le dénouement de l'opération<sup>351</sup>. Deux parties s'accordent pour offrir à l'une le droit d'exercer une transaction

---

financiers dérivés », op. cit. pp. 25 et 54 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 115.

<sup>349</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 55.

<sup>350</sup> Bruno RAVĚS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 30, part de ce postulat. Pour une mention instinctive : Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit.

<sup>351</sup> Additif Technique Option de Change de la Fédération Bancaire Française de mars 2007 ; Blanche SOUSIROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. ; Eric DELATTRE, « les nouveaux instruments financiers », op. cit. pp. 10 et 43 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 31 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 77 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 469 et 479 pp. 459 et 468 ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « produits dérivés de taux de seconde génération », op. cit. p. 1574 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 119 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. p. 132 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 289 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. p. 144 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1031 p. 616 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 169 p. 259 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 49 p. 24 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 256 p. 81 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. pp. 18 et 75 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 37 p. 10 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy droit du financement 2009 n° 2282 p. 1164 ; Pierre MICOTTIS, « les options de deuxième génération », R.E.F. n° 24 de 1993 p. 111 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 22 ; Nicolas DUVAL, Bénédicte GUERIN, Michel CHARON, Rémi FRANK et Eric

future à des conditions fixées lors de sa conclusion. Elle portera sur tout sous-jacent déjà cité soumis à fluctuation de cours dont la quantité sera indiquée. En échange, le bénéficiaire verse une prime de manière définitive. L'acheteur de l'option ne retrouve jamais la possibilité d'en réclamer la restitution s'il décide de ne pas en faire usage. Il dispose d'une possibilité de conclure la transaction de vente (put) ou d'achat (call) du sous-jacent. Il déterminera son choix par rapport au prix de ce sous-jacent appelé prix d'exercice de l'option (strike price). Ce bénéficiaire décidera seul de conclure ou non effectivement la transaction. Pour se décider, il confrontera les conditions de l'option et du marché. Si celles de l'option sont plus avantageuses, il exercera l'option pour conclure la transaction. Si celles du marché sont plus favorables, il se tournera vers le marché pour exercer la transaction sur le sous-jacent et renoncera à actionner l'option. Elle est dite « dans la monnaie » si elle procure un gain à son bénéficiaire, « en dehors de la monnaie » dans le cas contraire, et « à la monnaie » si son prix d'exercice est exactement égal au prix au comptant du sous-jacent. Une entreprise a planifié un investissement dans plusieurs trimestres qu'elle pense financer par un emprunt. Face à l'inconnu de taux, elle souscrita auprès d'un établissement de crédit une option à un taux de 5,3 % pour le montant notionnel de l'emprunt dont elle aurait besoin. Si ce taux à l'échéance est de 5,5 %, elle exercera pour profiter de ce taux favorable. En revanche, si ce taux est de 5,1 %, elle renoncera à cette option en « dehors de la monnaie » pour se procurer les fonds sur le marché<sup>352</sup>. Le même type d'opération peut servir pour placer l'excédent de trésorerie dont l'émergence est attendue. Mais l'option sera exercée si l'intérêt proposé est supérieur à celui du marché et ignorée si ce taux est inférieur à celui du marché. Nous venons de décrire l'option de taux d'intérêt qui donne le droit, mais pas l'obligation, d'emprunter ou de placer à un taux (dit taux d'exercice) choisi pour un montant déterminé, moyennant le paiement d'une prime, lors d'une date future. L'autre option la plus usitée est celle du taux de change. Elle offre à son acheteur le droit de vendre ou d'acheter une certaine quantité de devises contre une autre devise à un cours de change déterminé jusqu'à l'expiration de l'option<sup>353</sup>. La pratique a développé des options sur actions<sup>354</sup> ou sur indice. Elles ont aussi été standardisées<sup>355</sup>.

Le vendeur d'option ne dispose d'aucun choix. Il devra s'exécuter sans regimber lorsque le bénéficiaire décide d'exercer l'option. Il ne dispose d'aucune échappatoire car il est soumis à une obligation. Ce vendeur d'option ne peut imposer au bénéficiaire le choix de l'option. Il est fondamentalement lié à la décision définitive de l'acheteur de l'option. L'option est un « produit dérivé » asymétrique car les droits des parties sont différents. La perte du souscripteur de l'option est connue à l'avance, elle équivaut au montant de la prime quantifié dès la conclusion de l'accord. Les gains sont eux théoriquement illimités. Seul l'exercice effectif de l'option permettra de les estimer. En revanche, le profit du vendeur de l'option est cantonné au montant de la prime. Ses pertes potentielles sont infinies et indéterminables lors de la conclusion de l'option. Il est possible de fixer les coûts maximum d'endettement ou un rendement minimum de profit.

Une classification incontournable de l'option dépend de moment durant lequel la manifestation du choix est autorisée. Ce temps d'exercice s'appelle la période de maturité (maturity period). En pratique, les parties indiqueront une heure précise à la date d'expiration

---

VERGNAUD, « les options de secondes génération : un outil pour les entreprises », O.F. n° 371 du 25 sept. 1995 p. 42 ; Gérard BLANDIN, « bourses ou casinos ? Les dangers des dérivés », loc. cit. p. 8.

<sup>352</sup> Les références de la note précédente contiennent un panel d'exemples descriptifs.

<sup>353</sup> Daniel PEYNOT, « les marchés à termes d'instruments financiers et la gestion du risque de change et de variation des taux d'intérêts », loc. cit. p. 59 ; Patrick NAVATTE, « instruments et marchés financiers », op. cit. p. 133 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 95.

<sup>354</sup> Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 98.

<sup>355</sup> Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et de taux dans l'entreprise », op. cit. p. 145.

de l'option. Elle sera « européenne » si son bénéficiaire ne peut se décider qu'à l'échéance. Elle sera « américaine » si son souscripteur peut faire connaître sa décision à tout moment tout au long de sa vie. Enfin, à mi-chemin des deux précédentes, l'option « bermudienne » offre à son souscripteur plusieurs dates précises pour faire connaître son choix. Il ne pourra faire valoir son droit que pendant cette ou ces périodes selon les modalités détaillées<sup>356</sup>.

**143.** Avec les swaps, les conditions d'une transaction sont taillées dans du marbre. Les parties ne bénéficient plus de l'évolution avantageuse des marchés. Si des variantes limitent cet inconvénient, la possibilité accrue de bénéficier d'une évolution favorable se réalise toujours au détriment de la qualité de la couverture. Les options écartent ce désagrément. Si les conditions proposées par le marché se dégradent fortement, la couverture des risques reste identique. En cas d'évolution propice des marchés, le souscripteur pourra toujours renoncer à son option. Cet instrument permet de se prémunir d'une évolution défavorable d'un sous-jacent sur une opération future, incertaine ou aléatoire tout en n'empêchant pas de bénéficier des évolutions profitables du sous-jacent<sup>357</sup>. L'option a été déclinée selon diverses modalités.

## **2. Les déclinaisons de l'option.**

**144.** Un auteur<sup>358</sup> note que les « *credit spread options peuvent prendre autant de formes différentes que les options de type plus classique* ». Ces formes sont tellement nombreuses qu'il est d'usage de distinguer entre les options de première et de seconde génération.

### **a. Les options de première génération.**

**145.** Les déclinaisons cherchent à introduire des souplesses supplémentaires dans leurs mécanismes. Le swap est conclu indifféremment avec la contrepartie du sous-jacent ou avec un tiers. Une option est passée avec celui qui fournira le sous-jacent. Pour assouplir cette rigidité, les « options sur différence de taux » dissocient la réalisation effective de l'opération sous-jacente de l'option. Le bénéficiaire trouvera un promettant tiers au contrat de prêt ou de placement. Celui-ci, pour percevoir la prime, se contentera de fournir le taux d'emprunt et non le capital. L'acheteur profite du droit de se faire verser par le promettant la différence entre le taux de marché à la date de l'emprunt pour la période considérée et le taux de l'option. Cet instrument s'appelle « cap »<sup>359</sup>. Si le taux de

---

<sup>356</sup> Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « produits dérivés de taux de seconde génération », op. cit. p. 1574.

<sup>357</sup> Bernard PAGET et Charles-Henri TAUFFLIEB, « la gestion de taux d'intérêt », loc. cit. p. 156 ; Caroline PERRIN, « les options de taux d'intérêt », O.F. n° 282 du 15 nov. 1993, F.P. n° 214 p. 30 et avec Inès DE DINECHIN, « les options contingentes », O.F. n° 320 du 5 sept. 1994, F.P. n° 248 p. 30 ; Patricia BARBIZET-DUSSARD et Marc WISZNIAK, « la gestion de taux d'intérêt : l'utilisation des techniques de couverture par les entreprises », loc. cit. p. 871 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy droit du financement 2009 n° 2282 p. 1164 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 21.

<sup>358</sup> Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 44.

<sup>359</sup> Sur ce produits et ces adaptations : Sylvie PASSELAIGUE, « nouveaux instruments financiers et apprentis sorciers », loc. cit. p. 593 ; Auteur indéterminé, « swap, cap, floors, comment gérer un risque de taux d'intérêt sur l'ensemble de la durée de vie d'un emprunt ou d'un placement », loc. cit. p. 6 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2279 p. 1163 ; Caroline PERRIN et Jean Guillaume DE MANEVILLE, « le cap up and out », O.F. n° 344 du 27 février 1995, F.P. n° 269 p. 34 ; Vincent

marché est supérieur à celui de l'option, le bénéficiaire l'exerce pour percevoir la différence. Elle viendra compenser le taux de marché défavorable auquel il est astreint en réalisant l'opération physique d'emprunt aux conditions du marché à son échéance. Dans l'hypothèse inverse, il renonce à l'option et se finance auprès du marché. Elle autorise la dissociation de l'emprunt et la garantie des taux.

Afin d'en réduire le coût, le « cap spread »<sup>360</sup> consiste à acheter et vendre simultanément un cap avec un prix d'exercice supérieur à celui de vente. La prime reçue vient diminuer celle à déboursier pour l'achat du cap. L'acheteur du premier cap perd une partie de la protection si les taux montent suffisamment pour atteindre le cours du deuxième cap car il devra verser la somme de garantie de différence. Ce versement ne sera pas une perte sèche car il proviendra du cap dont il est lui-même acheteur. Le coût de l'emprunt sera alourdi car il ne conserve pas la totalité de la somme touchée au titre de sa protection.

Une autre variante restreint la couverture dont la durée est découpée en plusieurs périodes. Un taux plafond ainsi qu'un taux supérieur sont fixés. Une fois atteint, la protection se désactivera. L'acheteur ne sera plus protégé mais économisera une importante partie de la prime. Aucun tiers n'est introduit dans la relation. Les vérifications s'appliquent à chaque période. Elles donnent lieu ou non au versement d'un différentiel selon la position du taux d'intérêt. Cet option a pour nom le « cap up-and-out » ou « cap à limite désactivante à la hausse des taux »<sup>361</sup>.

Le « cap flexible » prémunit l'acheteur d'une hausse de taux d'intérêt sur un nombre limité de constatations durant une période donnée laissée au choix de l'acheteur. Il peut renoncer à la protection d'une période même favorable dans le but d'économiser une constatation : le taux d'intérêt au comptant n'est que très légèrement supérieur au taux de protection. Le nombre de constatation est forcément inférieur au nombre de périodes. A chaque constatation, l'acheteur reçoit un différentiel, mais dès que le nombre de constatations admises est atteint, la protection est désactivée. Il bénéficie également d'une économie importante la prime<sup>362</sup>.

Le second instrument « option sur différence de taux » est le « floor »<sup>363</sup>. Il fonctionne symétriquement au cap. Il est une garantie de taux minimum destiné aux investisseurs désireux de placer des fonds. Une déclinaison se nomme « floor » à limite désactivante à la

---

LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », loc. cit. p. 654 et « produits dérivés de taux de seconde génération », op. cit. p. 1574 ; Patricia BARBIZET-DUSSARD et Marc WISZNIAK, « la gestion de taux d'intérêt : l'utilisation des techniques de couverture par les entreprises », loc. cit. p. 871 ; Yves SIMON, « les marchés dérivés, origine et développement », op. cit. p. 83 ; Bernard PAGET et Charles-Henri TAUFFLIEB, « la gestion de taux d'intérêt », loc. cit. p. 156 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 315 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. p. 155 ; Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, « banques et marchés financiers », op. cit. 410 ; Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. p. 327 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1057 p. 632 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 172 p. 268 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 66 p. 32 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 272 p. 84 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 90 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 473 p. 462 Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 42 p. 11.

<sup>360</sup> Caroline PERRIN et Inès DE DINECHIN, « le cap spread », O.F. n° 351 du 18 avril 1995, F.P. n° 275 p. 34.

<sup>361</sup> Caroline PERRIN et Jean Guillaume DE MANEVILLE, « le cap up and out », loc. cit. p. 34.

<sup>362</sup> Patricia LEMERCIER et Caroline LORIN, « le cap flexible », O.F. n° 423 du 21 oct. 1996, F.P. n° 339 p. 34.

<sup>363</sup> Pour les « floors » et les « collars », voir la doctrine citée pour les caps car ils forment une famille.

baisse des taux. Si le taux franchi une deuxième limite inférieure au taux plancher garanti, l'acheteur n'est plus couvert.

Enfin, le « collar » combine un « cap » et un « floor » pour créer un tunnel de taux réduisant le montant de la prime à déboursier. Le principe du tunnel est de vendre l'un pour acheter l'autre. D'autres, plus complexes, sont des options de seconde génération.

#### b. Les options de deuxième génération.

**146.** Ces options de deuxième génération sont dites « option exotique » ou encore « option hybride »<sup>364</sup>. Certains énoncent l'idée d'option de troisième génération mais la frontière entre les deux est floue et indistincte. En réalité, elles regroupent toutes les options qui ne sont pas de première génération<sup>365</sup>.

Le moment stratégique de l'option est celui de son exercice. Mais alors le niveau du sous-jacent ne reflète pas toujours le niveau général de tenue de son cours. Une série d'option se focalise sur ce problème. D'autres s'essayeront toujours à réduire le montant de la prime.

**147.** L'« option à barrières » est une pratique minimisant la prime<sup>366</sup> et la protection. L'option est classique mais elle disparaît ou apparaît dès que le sous-jacent atteint un certain niveau de cours à la hausse ou à la baisse (trigger ou barrier). Ces barrières sont de quatre types. Elles peuvent être activante à la hausse (d'option up and in, kick in ou encore reverse knock in). La protection est activée dès que le cours atteint un seuil prédéfini supérieur à celui relevé lors de la conclusion de l'option. Son pendant est une limite activante à la baisse (option down and in, knock in) pour laquelle la protection débutera dès que le cours aura atteint un seuil en dessous du cours initial. Tant que ces limites ne sont pas franchies, il n'y a pas de protection. Les barrières peuvent être désactivantes à la hausse. Dès que le cours

<sup>364</sup> Pierre MICOTTIS, « les options de deuxième génération », loc. cit. p. 111 ; Nicolas DUVAL, Bénédicte GUERIN, Michel CHARON, Rémi FRANK et Eric VERGNAUD, « les options de secondes génération : un outil pour les entreprises », loc. cit. p. 42.

<sup>365</sup> Sur ces options de seconde génération : Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. pp. 223 et s. ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « produits dérivés de taux de seconde génération », op. cit. p. 1574 et « instruments de gestion du risque de taux », op. cit. p. 654 ; Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », op. cit. pp. 97, 159, 186, 188, 190, 192, 197 et 224 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. pp. 162, 170, 174, 175, 180, 186 et 189 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. pp. 562, 566, 567, 568, 571, 576 et 577 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 280, 282, 291 et 292 pp. 85, 86 et 88 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. pp. 21, 94, 95 et 96 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 103 p. 50 ; Pierre Antoine BOULAT et Pierre Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 22 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 83 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1047, 1055 p. 628 631 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 429 p. 422 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2283 et s. et 4804 et s. pp. 1164 et s. et 2064 ; Pierre MICOTTIS, « les options de deuxième génération », loc. cit. p. 111 ; Bruno ESTECAHANDY et Emmanuelle TOUROUDE, « les options de change de seconde génération : un aperçu », O.F. n° 436 du 27 janv. 1997 p. 26 ; Nicolas DUVAL, Bénédicte GUERIN, Michel CHARON, Rémi FRANK et Eric VERGNAUD, « les options de secondes génération : un outil pour les entreprises », loc. cit. p. 42 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », loc. cit. p. 24.

<sup>366</sup> Caroline PERRIN, « les options de secondes génération : cas des options avec limites », O.F. n° 292 du 31 janv. 1994, F.P. n° 221 p. 30.

dépasse un certain niveau (d'option up and out, kick out, reverse knock out), la protection disparaît. A la baisse, il perd la protection (option down and out ou knock-out) en deçà d'un certain niveau. Tant qu'elles ne sont pas dépassées, l'investisseur conserve son droit d'exercer l'option. Sinon, elle est neutralisée. Ces barrières peuvent être combinées. La prime est recalculée pour prendre en compte la limitation de la protection. Le promettant cerne le périmètre maximum des pertes potentielles.

L'« option digitale » ou « binaire »<sup>367</sup> (binary option, digital option) inhale les techniques informatiques : une variable ne peut prendre que les valeurs 0 ou 1. Elles les copient en ce que le montant de l'indemnité fournie au bénéficiaire sera soit nul soit égal à un montant fixe déterminé à l'avance et indépendant du niveau réel du cours au moment de son exercice. Il reçoit une compensation partiellement déconnectée de la couverture dont il aurait effectivement besoin. Si le niveau de cours requis n'est pas atteint, le bénéficiaire ne pourra pas déclencher la protection et il ne percevra rien. L'option fixe de manière irrévocable le montant de perte auquel est confronté le promettant. La prime est diminuée. Ils servent de modèles aux options à degrés offrant des couvertures par palier l'évolution des taux d'intérêt. Des options dérogent au principe du paiement d'une prime dès la signature de l'accord. Son versement sera activé ou désactivé en fonction du dépassement d'un taux ou d'un cours de référence choisi par les parties dès la conclusion de l'accord. Il n'est pas nécessairement celui choisi pour prix d'exercice. La limite peut être activante à la hausse comme à la baisse en imposant dès sont franchissement sa remise à la contrepartie. Désactivante, elle cesse d'être payée quand elle est franchie. Ces barrières peuvent être mélangées ou rendues irréversibles. Son paiement est définitivement activé ou désactivé. Sinon, elle est réversible. Le paiement est activé ou désactivé à chaque traversée de limite. Il faut attendre l'échéance pour savoir si elle doit être acquittée. C'est « l'option contingente »<sup>368</sup>.

L'« option sur panier » (basket option) diminue la prime grâce à une économie d'échelle. Son bénéficiaire achètera ou vendra un panier de devises contre une seule et unique devise en confrontant, à l'échéance, les cours de change au comptant de chaque devise par rapport à la devise unique. Elle est moins coûteuse que l'achat séparé d'autant d'options pour chaque devise. Les augmentations subies par certaines devises peuvent être partiellement ou totalement compensées par les baisses des autres.

**148.** Une deuxième série fait profiter le bénéficiaire de la tenue d'ensemble du cours du sous-jacent. L'exercice de l'option ne dépendra plus de la seule valeur du cours au moment du choix. L'« option sur moyenne » ou « asiatique » (average option, average rate option ou ARO, average price option) est une option européenne. Elle garantit à son bénéficiaire la réception d'une différence positive entre le prix d'exercice et la moyenne des cours des sous-jacents par rapport au montant nominal. Il faut prévoir la référence du cours modèle, les moments et la périodicité de ses observations. Ce temps de relèvement des cours peut différer de la durée de l'option. Les « options rétroviseurs » ou « lookbacks options » sont des options classiques concédant à leur bénéficiaire le pouvoir de profiter du cours le plus avantageux relevé lors de la totalité de la vie de l'option. Elles connaissent deux modalités. La « fixed strike lookback option » possède un prix d'exercice fixé d'emblée qui la rend exerçable si ce prix est supérieur au cours le plus bas observé pendant la durée de vie d'une option de vente ou si le prix d'exercice est inférieur au plus haut cours pour une option d'achat sur la même période. La « floating strike option » voit son prix d'exercice déterminé par le marché selon le plus bas cours au comptant observé pendant la durée de vie d'une option d'achat ou le plus haut cours pour une option de vente par rapport au cours à l'échéance de « l'option ». Elles offrent une protection conséquente. Le coût de la prime s'en ressent.

---

<sup>367</sup> Valérie PILCER, « les obligations digitales », O.F. n° 303 du 18 avril 1994, F.P. n° 232 p. 34.

<sup>368</sup> Caroline PERRIN et Inès DE DINECHIN, « les options contingentes », loc. cit. p. 30.

Une autre modalité étend la notion de choix laissé au bénéficiaire. Il choisira en même temps d'exercer ou non l'option et indiquera si elle sera une option d'achat ou de vente après l'écoulement d'un certain délai initialement spécifié. C'est l'option au choix ou choisir options.

**149.** Les options s'étendent à d'autres types de sous-jacent, à d'autres produits dérivés. L'exercice du choix donnera naissance à un autre produit dérivé. La plus connue est la « swaption »<sup>369</sup>, nom issu de la contraction entre « swap » et « option ». Comme l'ordre ne l'indique pas, nous sommes face à une « option » qui porte sur un « swap » et non d'un swap sur une option. La contraction opswap aurait été appropriée. Elle permettra à son bénéficiaire, moyennant le paiement d'une prime, d'installer à son échéance un swap dont les conditions sont fixées dès la finalisation de la swaption. La comparaison entre les conditions de marché et celles du swap déterminera si oui ou non il est judicieux de lever l'option pour obtenir l'exécution du swap. Si le « swap » est défavorable, l'option ne sera pas exercée. Le bénéficiaire s'adressera directement au marché. En cas d'exercice de l'option, le dénouement par versement d'un différentiel est envisageable. Une deuxième imbrication est « l'option sur option » (compound option) dont le détenteur pourra, en levant l'option, acheter une option dont les caractéristiques sont prédéfinies. Elles sont moins onéreuses que les options simples. Elles trouvent leur utilité quand elles sont adossées à des opérations économiques dont la décision d'exécution n'est pas définitive. Comparons les maintenant avec ce « dérivé de crédit ».

### **3. Le rapprochement des options et du « credit spread option ».**

**150.** Un « credit spread option » est une « option à l'américaine d'achat ou de ventes de titres de créances à un prix préfixé déterminé à partir d'un taux d'intérêt donné »<sup>370</sup>. Il est un droit, et non une obligation, d'acheter ou de vendre un actif de référence à une échéance fixée à un prix déterminé. L'exercice sera fonction de la qualité de la créance et de son rendement. Son cours servira de référentiel. Si l'évolution est défavorable, il exercera l'option pour la vendre et obtenir la protection accordée grâce à un prix de vente supérieur au cours réel ou de sa valeur supposée. Dans le cas contraire, il ne lèvera pas l'option pour se reporter à sa valeur de marché. Nous retrouvons dans le « credit spread option » les mêmes droits et devoirs que ceux imposés aux parties par les options classiques.

Le « credit spread option » et l'option peuvent se résoudre par l'octroi d'un différentiel monétaire sans cession des actifs sous-jacents. L'option n'est pas physiquement réalisée.

Les déclinaisons de l'option insufflent celles de ce « dérivé de crédit ». Le panier se retrouve tant dans l'option, dite « option sur panier », que dans le « credit spread option ». Le « credit spread option » a reproduit le dénouement digital tiré de « l'option digitale ou binaire ». Ils lui ont appliqué les formules à barrières. Ainsi, de nombreuses variantes de l'option ont été reprises par le « credit spread option ». Enfin, la doctrine unanime l'analyse comme une option répertoriée comme un « produit dérivé ».

Le « credit spread forward » est cousin du « credit spread option » avec lequel il compose la famille des « dérivés sur variation ». Pourtant, il se calque sur un autre « produit dérivé » avec lequel le rapprochement n'est pas immédiat : le « futur rate agreement ».

---

<sup>369</sup> Caroline PERRIN et Jean-Claude ISSA EL-KHOURY, « les options sur swap (swaptions) », O.F. n° 329 du 7 nov. 1994, F.P. n° 257 p. 30.

<sup>370</sup> V. supra § 59.

### C. Le « credit spread forward » inspiré de « l'accord de taux futur ».

**151.** Le « Futur Rate Agreement » (FRA) ou « Accord de Taux Futur » (ATF) est un « produit dérivé » formant « une opération par laquelle le vendeur s'engage à payer à l'acheteur le différentiel en cas de hausse des taux d'intérêt et, réciproquement, l'acheteur s'engage à payer au vendeur le différentiel en cas de baisse des taux d'intérêt »<sup>371</sup>. Ils fixent définitivement un taux d'intérêt futur sur une courte période entre deux parties<sup>372</sup>. L'acheteur se prémunit contre une hausse des taux et le vendeur contre une baisse. L'acheteur sera un emprunteur et le vendeur un prêteur. Les parties fixent un taux d'intérêt de référence, une date d'échéance et un montant nominal. A l'échéance, elles relèvent le taux d'intérêt du marché et le mesure au regard du taux de référence. S'il est plus élevé, le vendeur versera une prestation monétaire calculée à partir de cette différence multipliée par ce montant nominal. Elle équivaudra au renchérissement du coût du financement. L'emprunteur ne subira pas les hausses de taux d'intérêt. Si le taux d'intérêt est inférieur au taux de référence, l'acheteur fournira une somme d'argent compensatrice de la baisse du taux sur cette somme nominale. Le prêteur ne supporte pas les baisses de taux d'intérêt. Il sert d'instrument de couverture des placements. Sa spécificité est de fixer définitivement le taux d'intérêt pour les deux parties qu'il protège tout à la fois contre une hausse et une baisse. Les deux sacrifient les évolutions favorables. Chacune versera à l'autre le gain virtuel qui aurait résulté de l'appel au marché. Chacune l'accepte pour prix de l'assurance de ne pas subir de pertes. Le taux reste figé. En introduisant le règlement par différence, l'opération est dissociée de l'emprunt ou du placement physique. Les montants notionnels ne sont pas remis. Chacune des parties peut le passer avec une autre que l'emprunteur ou l'investisseur. Les sommes versées viennent en compensation de l'emprunt ou du placement conclu dans des conditions moins favorables au regard de l'évolution du marché. La somme payée provient de celui l'évolution favorable du taux. Cet accord prend tantôt le nom de Future Rate Agreement lorsqu'il est conclu sur un marché organisé et tantôt de Forward Rate Agreement lorsqu'il est passé sur un marché de gré à gré. Il ne réclame pas le paiement d'une prime. Comme tout instrument qui dissocie opération physique de l'opération de couverture, il est un instrument de spéculation idéal.

---

<sup>371</sup> Additif Technique sur l'Accord de Taux Futur de la Convention Cadre de la Fédération Bancaire Française de mars 2007.

<sup>372</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 471 p. 461 ; Vincent LAUWICK, Inès DE DINECHIN, Caroline LORIN et Pierre GOURMET, « instruments de gestion du risque de taux », op. cit. p. 654 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 347 ; Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 73 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », op. cit. p. 223 ; Charles DE LA BAUME, André ROUSSET et Charles Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et des taux dans l'entreprise », op. cit. p. 135 ; Yves SIMON, « les produits dérivés, origine et développements », op. cit. p. 80 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 83 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 42 p. 21 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1017 p. 611 ; Blanche SOUSIROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2275 p. 1162 ; Bernard PAGET et Charles-Henri TAUFFLIEB, « la gestion de taux d'intérêt », loc. cit. p. 156 ; Patricia BARBIZET-DUSSARD et Marc WISZNIAK, « la gestion de taux d'intérêt : l'utilisation des techniques de couverture par les entreprises », loc. cit. p. 871.

**152.** Le « credit spread forward » prévoit un échange monétaire à partir d'un écart de rendement entre deux créances, l'une saine et l'autre jugée à risque, entre deux ou plusieurs dates différentes auxquelles sont mesurées l'évolution de la différence de ce rendement. Si une augmentation de l'écart est enregistrée, l'acheteur de protection reçoit du vendeur de protection une somme compensant l'évolution. Dans le cas d'un resserrement, l'acheteur de protection donnera l'équivalent de cette différence à sa contrepartie. Les fonctionnements de ce « produit dérivé » et de ce « dérivé de crédit » sont strictement identiques. Les deux parties ne bénéficient jamais d'une évolution de marché favorable.

Les parties ne se remettent pas d'émolument sous forme de prime. La différence essentielle concerne la référence. Les modes de calcul du « produit dérivé » sont plus élémentaires puisqu'il faut juste procéder à une différence de taux d'intérêt. Dans le « credit spread forward » il faut calculer des écarts de différence de rendement entre deux créances. Hormis ces détails, la philosophie des instruments reste identique. Ces divergences ne remettent pas en cause la paternité du « dérivé de crédit ».

**153.** D'autres l'ont remarqué. M. Richard BRUYÈRE<sup>373</sup> écrit à son propos que « *le mécanisme de ces produits sont similaires à celui des contrats à terme sur taux d'intérêt (forward rate agreements)* ». Messieurs MARTEAU et DEHACHE<sup>374</sup> abondent dans ce sens : « *le forward spread remplit en conséquence le même rôle économique que le marché des changes à terme ou le marché des FRA, dont les principes de fonctionnement sont très proches* ». Ils ne sont pas les seuls à relever les ressemblances entre FRA et « credit spread forward ». D'autres indiquent que « *le mécanisme de ces instruments correspond à celui des FRA* »<sup>375</sup> pendant que Monsieur GAUDEMET les regroupe dans un même paragraphe<sup>376</sup>.

**154.** Certains « dérivés de crédit » tirent incontestablement leur source d'inspiration des produits financiers « produits dérivés » développés dès les années 1970. Le « total rate of return swap » reprend le fonctionnement du « swap », le « credit spread option » celui de « l'option » et le « credit spread forward » celui du « futur rate agreement ». S'il est intéressant de réaliser ces rapprochements à partir de leurs dénominations, il est néanmoins judicieux de ne pas s'y fier aveuglément. Le « credit spread forward » est attiré par le « futur rate agreement ». Ces origines montrent que tous sont reliés par une communauté de préoccupations, offrir une protection, l'adapter au plus près des besoins des opérateurs, limiter le coût de la protection, offrir le plus de souplesse possible. Elles justifient l'apparition de variantes dont les spécificités se retrouvent chez tous ces instruments. Il reste deux branches de la famille des « dérivés de crédit » dont les sources d'inspirations ne sont toujours pas éclaircies. Nous ne pensons pas que leurs origines soient à chercher au sein des produits dérivés.

---

<sup>373</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 81 et 2004 p. 81.

<sup>374</sup> Didier MARTEAU et David DEHACHE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 49.

<sup>375</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 152.

<sup>376</sup> Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 41 et s. pp. 21 et s.



Section II : Les mécanismes inspirateurs des « dérivés de crédit » autres que les produits « dérivés ».

**155.** Les « produits dérivés » n'ont pas déteint sur le « credit linked notes » et le « credit default swap ». L'affirmation s'explique aisément pour le « credit linked notes » qui est aussi un instrument de financement. Aucun « produit dérivé » n'offre de financement dès sa conclusion à l'une des parties. Cette situation serait contraire à la caractéristique de l'effet de levier des « produits dérivés ». L'effet de levier s'oppose à la mobilisation de fonds importants synonyme de financement. Dès lors, nous chercherons l'origine des « credit linked notes » parmi les mécanismes de financement. Exclure le « credit default swap » des « produits dérivés » est en revanche nettement plus surprenant. Pour autant, il nous semble provenir d'une protection beaucoup plus ancienne que les « produits dérivés ».

§ I - L'adaptation d'un mécanisme de financement et le « credit linked note ».

**156.** Le « credit linked note » présente cette particularité de protéger du risque de crédit et de contrepartie. Il oblige le vendeur de protection à fournir par avance les fonds de la protection. Cette avance sera ensuite remboursée par l'acheteur de protection qui n'a vocation à la conserver qu'en cas de survenance d'un risque de crédit. C'est donc vers les moyens de financement que nous devons nous orienter. Le plus connu est le mécanisme d'obligation. Néanmoins, certains arguments pourraient s'opposer à son emploi.

A. L'emploi du mécanisme d'émission d'obligations.

**157.** Avant de faire le rapprochement entre les notions, il est nécessaire de présenter cette notion d'obligation.

**1. Présentation de la notion d'obligation.**

**158.** Certains projets réclament l'enrôlement d'un financement conséquent. Pour ce faire, un agent économique peut augmenter son capital social. Il offre aux investisseurs d'acquérir des parts sociales. Mais sa réussite dépend des résultats dégagés. Elle provoque le partage des profits et du pouvoir de direction entre anciens et nouveaux porteurs de parts. Les droits sociaux sont dilués. La seconde possibilité traditionnelle est de s'adresser aux établissements de crédit. Encore faut-il obtenir le déblocage des fonds et accepter une éventuelle immixtion plus ou moins importante de leur part dans la gestion de la société. De plus, ils ne sont pas forcément en mesure de répondre aux besoins importants. Avec la

désintermédiation, l'accès direct au marché pour solliciter directement des fonds du public s'est ouvert. Cet accès est même plus économique qu'un emprunt traditionnel. Cette démarche se matérialisera par l'émission de titres représentant les droits. Ces titres seront achetés à leur valeur faciale par les prêteurs, le prix d'acquisition formant le capital prêté. Ce titre s'appelle obligation<sup>377</sup> et l'investisseur souscripteur se nomme obligataire<sup>378</sup>. Actions et obligations sont cessibles. Leurs titulaires changent mais l'émetteur bénéficie toujours du surcroît de financement. Ils ne sont pas obligés de désintéresser immédiatement les possesseurs qui s'en séparent. Les obligations étaient initialement conçues comme des instruments de financement à long terme. Leur durée était supérieure à 7 ans avant que le Comité des Emissions<sup>379</sup> n'admette en février 1992 de la ramener à cinq ans. C'était une première étape avant la tolérance d'emprunts obligataires de 3 ans à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1993<sup>380</sup> puis d'une année.

**159.** Ce mécanisme est ancien. Son emploi a été banalisé en France par les compagnies privées de chemin de fer, dès les années 1860, pour conduire la construction du réseau ferré<sup>381</sup>. Ces émissions étaient entourées de la plus totale liberté car aucune disposition ne les encadrait. Les interventions législatives ne sont intervenues que par petites touches selon

<sup>377</sup> Sur les obligations et les méthodes pour se procurer des capitaux : Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », LGDJ 1946 n° 131 p. 281 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », LGDJ 19<sup>ème</sup> édition 2009 n° 1779 p. 565 ; Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », édition Economica, 12<sup>ème</sup> édition 2003 n° 755 p. 810 ; Lola CHAMMAS et Christophe SEVENNEC, « obligations : généralités, émission, souscription », J.-Cl. soc. et J.-Cl. B. fasc. 1870 n° 1 p. 3 ; Alice PEZARD, « obligations : garanties et droit susceptible d'être conférés aux obligataires », idem fasc. 1880 ; « obligations : remboursement des obligations », idem fasc. 1890 ; Anne BOUGNOUX, « obligation : devoir et protection des obligataires », idem fasc. 1895, « masse des obligataires : composition, organes, attributions », idem fasc. 1900 ; Jacques MESTRE, Dominique VELARDOCCIO, « obligations et titres participatifs », Lamy soc. com. 2010 n° 4920 p. 2340 ; Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. ; Barthélemy MERCADAL, Anne CHARVERIAT, Alain COURET et Bruno ZABALA, « sociétés commerciales », Mémento pratique Francis LEFEBVRE 2009 n° 19 400 et 19 505 pp. 1219 et 1220 ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », Litec 24<sup>ème</sup> édition 2011 n° 986 et 995 pp. 508 et 510 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 635 p. 368 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 112 p. 163.

<sup>378</sup> Pour une vision économique de la distinction entre actionnaire et obligataire : Maurice LAURE, « le trio entreprise - actionnaire - obligataires sous les feux croisés du fisc et de l'inflation », Rev. B. n° 460 d'av. 1986 p. 313.

<sup>379</sup> Ce Comité était chargé de réguler et d'encadrer l'émission d'obligations. Groupement informel né en 1968 à la suite des travaux d'une commission d'experts installée à la demande du ministre des finances, il gérait le marché primaire : fixation du calendrier des émissions et des conditions d'émission. Il apportait son avis sur toutes mesures susceptibles d'influer sur le fonctionnement de ce marché et sur toute question ponctuelle. Il était composé de professionnels avec une place prépondérante des banques (crédit lyonnais, BNP, Société générale, Paribas, CIC, CCF, Indosuez, le crédit populaire, le crédit agricole et la caisse des dépôts et consignation) sous l'égide du Trésor. Il a été dissout lors du passage à la monnaie unique : Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. n° 34 p. 87.

<sup>380</sup> Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », op. cit. n° 755 p. 810 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1779 p. 565.

<sup>381</sup> Pour l'histoire fournie de l'obligation : Jean-Pierre BOUERE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. pp. 27 et s. ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 636 p. 368.

l'identification de leurs caractéristiques, des difficultés rencontrées, de la protection des intérêts des parties ou des besoins. Le législateur a adopté une première loi du 30 janvier 1907<sup>382</sup> pour modérer les placements irréfléchis. Les années 1930, très fertiles, ont vu apparaître un bouquet de lois. Celle du 11 juillet 1934<sup>383</sup> règle les problèmes de compétence juridictionnelle pour le remboursement des coupons émis par les sociétés et collectivités françaises ou étrangères. Cinq jours plus tard<sup>384</sup>, une autre donne une précieuse indication sur la nature particulière de l'obligation en disposant que « *tout acte qui interrompt la prescription des intérêts à l'égard de l'un des porteurs d'obligations émises en France par toutes les collectivités privées ou publiques, sociétés commerciales ou civiles, françaises ou étrangères, profite aux autres obligataires du même emprunt* ». Le décret loi du 30 octobre 1935<sup>385</sup> unifie le régime d'émission des obligations et les groupements d'obligataires. Une loi du 17 août 1948<sup>386</sup> sur le redressement financier et un décret d'application du 30 octobre 1948<sup>387</sup> sont intervenus pour alléger les charges financières des émetteurs. La réforme d'envergure est la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales qui a développé le régime juridique des obligations aux articles 195 à 208, 284 à 339 et 469 à 477 maintenant principalement codifié aux articles L. 228-38 à L. 228-90, L. 245-9 à 15 du code de commerce et L. 213-5 et suivant du code monétaire et financier.

**160.** Les obligations sont à présent légalement définies à l'article L. 213-5 du code monétaire et financier comme : « *des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale* ». Le montant nominal global de l'emprunt obligataire sera divisé en coupures, en subdivisions de la somme initiale d'une même valeur. Chaque investisseur est libre d'acheter autant d'obligations qu'il souhaite. En devenant obligataire, l'investisseur remet une somme d'argent à l'émetteur égal au montant facial de la coupure. A terme, il percevra le remboursement de cette somme augmenté des intérêts à taux fixe payés par l'émetteur. La loi met en exergue le lien de droit créé entre les parties. Chaque obligataire devient titulaire d'une créance vis à vis de l'émetteur. L'émetteur devient débiteur de l'obligataire et doit s'acquitter de ses engagements indépendamment de ses résultats économiques. L'obligataire est dénué de tout pouvoir de direction. Cette qualité distingue l'obligataire de l'actionnaire<sup>388</sup> qui est rémunéré par un dividende et une plus-value sur la valeur d'une action reflet des bénéfices réalisés. L'actionnaire est un associé qui participe à la vie sociale. En pratique, l'obligataire ne peut espérer une variation importante du titre.

<sup>382</sup> Loi du 30 janvier 1907 portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1907, J.O.R.F. du 31 janvier 1907, bulletin des lois n° 2813 de 1907 n° 48.767 p. 1432.

<sup>383</sup> Loi du 11 juillet 1934 relative à la compétence en matière de remboursement de titres de paiement des coupons émis par les sociétés et collectivités françaises ou étrangères, J.O.R.F. du 13 juillet 1934, JCP 1934 législation p. 751.

<sup>384</sup> Loi du 16 juillet 1934 relative aux droits des porteurs d'obligation d'un même emprunt, J.O.R.F. du 18 juillet 1934, JCP 1934 législation p. 760.

<sup>385</sup> Décret loi du 30 oct. 1935 relatif à la protection des obligataires, J.O.R.F. du 5 nov. 1935 modifié par une loi n° 87-416 du 16 juin 1987 sur l'épargne (J.O.R.F. du 18 juin 1987 p. 6519) pour les émissions réalisées à l'initiative de sociétés étrangères, celles relatives aux sociétés françaises étant régies par la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales abrogeant ce faisant les dispositions de ce décret loi.

<sup>386</sup> Loi n° 48-1268 du 17 août 1948 tendant au redressement économique et financier, J.O.R.F. du 18 août 1948 p. 8082.

<sup>387</sup> Décret n° 48-1683 du 30 octobre 1948 fixant certaines caractéristiques des valeurs mobilières en son titre 2, J.O.R.F. du 31 octobre 1948 p. 10 588.

<sup>388</sup> Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1779 p. 565 ; Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », op. cit. n° 755 p. 810 ; Lola CHAMMAS et Christophe SEVENNEC, « obligations : généralités, émission, souscription », J.-Cl. soc. et B. fasc. 1870 n° 11 p. 5.

161. L'obligation est une créance « spéciale »<sup>389</sup>. Elle est un titre négociable. En droit civil, un titre est « un écrit constatant un acte juridique »<sup>390</sup> ou « un acte matériel pouvant produire des effets juridiques (*instrumentum*) »<sup>391</sup>. En matière bancaire et financière, un titre désigne « tout document écrit constatant un droit. Il peut s'agir aussi bien d'un effet de commerce, que d'une valeur mobilière encore matérialisée, ou de tout document constatant une créance »<sup>392</sup>. La négociabilité est la capacité d'un titre à être cédé à un autre investisseur sans formalités particulières. Ils sont transmissibles selon l'une des techniques du droit commercial subordonnée à la forme du titre<sup>393</sup>. Ces titres de financement sont standardisés et fongibles. Ils peuvent se remplacer indifféremment les uns par rapport aux autres. En second lieu, elle n'est pas un simple droit de créance individuel contre l'émetteur. La doctrine avait remarqué que « l'unité de l'emprunt établit un lien juridique entre les obligations »<sup>394</sup>. La loi en tire les conséquences en offrant à tous les créanciers les mêmes droits de créance pour les obligations d'une même émission. Elles se teignent d'une dimension collective qui ne transparait pas dans les autres titres de créances. La multitude d'obligataires a acquis des coupures subdivisions d'une même dette recensée au passif de l'émetteur en une seule et unique dette et non autant de dettes qu'il y a d'obligataires. L'effet principal est de lier le sort de leurs créances<sup>395</sup>. La loi organise la collectivité des obligataires d'une même émission en une masse comparable à celle des créanciers d'une procédure collective. Elle en désigne des membres chargés essentiellement de représenter les obligataires. Ils s'assurent que l'émetteur respecte les droits des obligataires. Ils accèdent aux documents sociaux (accès individuellement refusé à chaque obligataire) et aux organes de prises de décisions de l'émetteur. Ils participeront aux réunions des organes décisionnels de l'émetteur et s'opposeront à toute décision affectant les droits des obligataires. Ils peuvent si nécessaire ester en justice, cette masse étant dotée par la loi de la personnalité morale. L'existence de cette masse soumet chaque obligataire à la loi de la majorité pour les décisions relatives au sort des obligations même s'ils s'y sont opposés. Elles ont force obligatoire. Ils perdent tout pouvoir de direction individuelle des créances car la notion de relation contractuelle individuelle est endormie. Nous renvoyons à l'étude de la loi pour le détail des engagements respectifs des parties. Il n'est pas de notre propos de les évoquer. Néanmoins, cette présentation était nécessaire pour exciper des particularités de l'obligation. Elle n'est pas un banal emprunt. Si les obligataires ne sont pas membres de l'émetteur, mais ils ne sont pas dépourvus de tout droit de regard dans la gestion du débiteur. En cela, l'obligataire se défause du statut juridique d'un créancier classique.

---

<sup>389</sup> Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1779 p. 565.

<sup>390</sup> Raymond GUILLIEN, et Jean VINCENT, « lexique de termes juridiques », op. cit.

<sup>391</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. qui énonce aussi toutes les autres acceptions.

<sup>392</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>393</sup> La négociabilité est « la qualité attachée à certains titres représentatifs d'un droit ou d'une créance, qui en permet une transmission plus rapide et plus efficace que les procédés du Droit civil (sans être tenu de recourir aux formalités exigées de la cession civile pour qu'elle soit opposable aux tiers) », selon Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>394</sup> Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1779 p. 565 ; Lola CHAMMAS et Christophe SEVENNEC, « obligations : généralités, émission, souscription », J.-Cl. soc. et B. fasc. 1870 n° 20 p. 8.

<sup>395</sup> Les obligataires sont unis par un « intérêt commun » justifiant de nombreuses règles adaptées à leur régime. Au sujet de cet « intérêt commun » : Théo HASSLER, « l'intérêt commun », RTD Com. 1984 p. 584.

## **2. La définition légale de l'obligation et les « credit linked notes ».**

**162.** Nous avons vu que la doctrine a présenté les « credit linked note » comme des « *dérivés de crédit titrisés* »<sup>396</sup>. La titrisation est la création d'une entité qui achètera des créances à sa génitrice grâce à une émission de titre. Les souscripteurs des titres seront remboursés à mesure du recouvrement des créances. Mais la définition du titre est trop large pour nous apporter une totale satisfaction même si l'obligation est un titre négociable. Pour d'autres, ils sont croisés du « credit default swap » et des valeurs mobilières<sup>397</sup>. Les valeurs mobilières, selon l'article L. 228-1 alinéa 2 du code de commerce, « *sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, qui confèrent des droits identiques par catégorie* »<sup>398</sup>. Les titres financiers sont « *les titres de capital émis par des sociétés par actions ; les titres de créance ; les parts ou actions d'organismes de placement collectif* » selon l'article L. 211-1 de ce code. Les obligations entrent dans cette catégorie. Les obligations sont des titres de créance. Elles confèrent des droits identiques par catégorie comme nous l'avons vu. Messieurs MATHIEU et D'HEROUVILLE<sup>399</sup> précisent leur pensée en expliquant que les credit linked notes « *sont donc des obligations* ». Ils ne sont pas les seuls comme en témoigne la citation suivante : « *si les swaps de défaut sont actuellement les produits dérivés de crédit les plus utilisés, les banques d'affaires ont également structuré ces produits sous formes de notes : des titres obligataires liés au risque de défaut* »<sup>400</sup>. Un certain consensus se dégage pour estimer que la construction du « credit linked note » s'appuie sur l'obligation. L'obligation constituant un emprunt, le « credit linked note » s'appuie sur un mécanisme d'emprunt. Le vendeur de protection acquiert des titres possédant une valeur nominale en acquittant cette valeur entre les mains du vendeur de risque. Cette acquisition matérialise l'emprunt. L'acheteur de protection devra les rembourser selon les modalités prévues augmenté du versement d'intérêts. Le « credit linked note » touche un large public et passe par un mécanisme d'émission de titres transmissibles. Ces caractères sont similaires aux obligations. Tous les acheteurs de risque d'un « credit linked notes » souscrivent la même catégorie de produits et détiennent un droit de créance identique. Chaque titre constitue une créance unique. Des auteurs nient qu'ils soient des obligations car ils « *n'ont pas pour fonction principale le financement de l'émetteur mais sa couverture ; ils ne sont pas des titres d'emprunt et ne peuvent donc être qualifiés d'obligations* »<sup>401</sup>. Ils s'appuient également sur la fonction de couverture recherchée par l'émetteur pour leur dénier cette qualité. Mais c'est ignorer la réalité que nous venons de décrire. Ils sont un instrument de couverture et de financement grâce auquel il contre le risque de contrepartie en sus du risque de crédit. Néanmoins, il existe quelques obstacles théoriques à l'idée d'intégrer des obligations dans un « credit linked notes ».

---

<sup>396</sup> V. supra § 50.

<sup>397</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 51 : « *les credit linked notes ne sont que des default swap traités sous la forme de valeurs mobilières* ».

<sup>398</sup> Selon l'article 7 de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, J.O.R.F. du 9 janvier 2009 p. 570.

<sup>399</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 51.

<sup>400</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 37, idée affirmée avec encore plus de force dans l'édition de 2004 aux pages 71 et s. ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 209 ; Alain GAUVIN estime-lui que les « credit linked note » entrent dans la catégorie des titres de créances complexes qui reposent sur l'émission d'obligations : Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 106.

<sup>401</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 146 p. 219 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », loc. cit. n° 77 p. 21.

## B. Les obstacles potentiels au rapprochement du « credit linked notes » à un mécanisme d'obligation.

**163.** Le « credit linked note » est un instrument spéculatif. Tel ne serait pas le cas de l'obligation. Cette difficulté est renforcée par l'absence de cadre légal du « credit linked note ».

### 1. Le caractère spéculatif du « credit linked notes ».

**164.** Le « credit linked notes », comme tous les « dérivés de crédit », sont des instruments spéculatifs, voir fortement spéculatifs. Or l'obligation n'a pas traditionnellement cette qualité. Il semble inconciliable de créer un instrument spéculatif à partir d'un outil qui ne l'est absolument pas. En réalité, l'obligation n'est plus l'instrument non spéculatif tant vanté.

#### a. L'absence traditionnelle de caractère spéculatif de l'obligation.

**165.** Le « credit linked notes » lutte contre le risque de crédit. Les obligations ignorent cet objectif. C'est l'introduction de cet objectif à travers l'émission d'obligations qui en pervertit la nature dans un « credit linked notes ». Le souscripteur d'un « credit linked notes » prend des risques contre une rémunération plus élevée. Il accepte sciemment de perdre une partie ou la totalité du capital en fonction de la survenance d'événements de crédit extérieurs à l'émetteur. Or un obligataire ne prend généralement un tel risque qu'à travers la défaillance du seul émetteur. La dégradation de ses résultats l'empêcherait de désintéresser les obligataires. L'événement de crédit traditionnellement admis serait le défaut du seul émetteur. Le « credit linked note » dépasse le risque de contrepartie de l'émetteur. Le souscripteur d'un « credit linked notes » escompte augmenter ses revenus par le risque supplémentaire pris en espérant ne pas voir survenir les événements de crédit spécifiés. Cet état d'esprit est contraire à la philosophie fonctionnelle de l'obligation. Yves GUYON<sup>402</sup>, parmi tant d'autres, rappelle que l'obligation avait la réputation d'être destinée au gestionnaire prudent agissant en bon père de famille ne prenant pas de risque avec son épargne. Elle est mise en contradiction avec celle de l'actionnaire : « *la caractéristique de l'obligataire est de tenir à la sécurité de son capital et d'orienter ses placements en fonction du loyer de l'argent. La caractéristique de l'actionnaire est toute différente : il accepte de risquer sa mise, mais il ambitionne un profit le plus élevé possible* »<sup>403</sup>. L'obligataire cherche la sécurité de son capital. Le souscripteur d'un « credit linked note » accepte de la mettre en danger en achetant une obligation support du « credit linked note ». La contradiction entre les deux est patente. Mais cet argument a perdu de sa force. L'obligation n'est plus ce titre dénué de toute spéculation. Elles ont été génétiquement modifiées pour les rendre plus attrayantes.

---

<sup>402</sup> Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », op. cit. n° 760 p. 814. Voir aussi par exemple : Lola CHAMMAS et Christophe SEVENNEC, « obligations : généralités, émission, souscription », J.-Cl. soc. et B. fasc. 1870 n° 9 p. 5.

<sup>403</sup> Maurice LAURE, « le trio entreprise - actionnaires - obligataires sous les feux croisés du fisc et de l'inflation », loc. cit. p. 313.

b. L'atténuation de caractère non-spéculatif de l'obligation par l'introduction de modalités particulières.

**166.** Les obligations ont été rendus plus séduisantes par la modification de ses modalités traditionnelles. L'attractivité se traduit par une rémunération plus intéressante. Mais la contrepartie de ce surcroît de séduction est une prise de risque accrue. Ce faisant, elle se teinte d'une dose de spéculation. Néanmoins, le pas franchi reste mince. C'est pourquoi son pouvoir de séduction a été renforcé par des modifications plus fondamentales : l'hybridation d'obligations avec des actions. Ce faisant, la ligne de séparation entre obligations et instruments spéculatifs s'est brouillée. Etudions ce brouillage.

*α - La modification des modalités traditionnelles de l'obligation.*

**167.** Les déclinaisons jouent sur des modalités classiques de l'obligation<sup>404</sup>. Le facteur temps est le premier élément modifiable en raccourcissant ou rallongeant sa durée de vie initiale. Les obligations « à fenêtres »<sup>405</sup> ou « à sorties optionnelles » ont de très longue durée, au minimum 18 ans, et donnent le droit au souscripteur ou à l'émetteur d'imposer le remboursement pendant certaines périodes prédéfinies en échange de pénalités dégressives dans le temps. D'autres sont prorogables selon un taux et une durée prévue lors de l'émission et ne seront actionnées que si à l'échéance d'autres titres ne donnent pas de meilleurs rendements.

L'émetteur peut changer la fréquence d'échéance du versement des intérêts ou du coupon<sup>406</sup>. Les « obligations à coupon unique » ou « à coupon différé » envisagent le versement d'intérêt à l'échéance de l'obligation. Celle à « coupon zéro »<sup>407</sup> réclame à l'obligataire, lors de sa souscription, un prix inférieur à sa valeur faciale. Mais il recevra en remboursement cette valeur faciale. Il est ainsi rémunéré par une différence de capital.

Certaines obligations étalent le versement de leur montant facial, c'est-à-dire de leur prix de souscription. Les souscripteurs n'acquitteront qu'une partie du prix à l'émission et le solde plusieurs mois après. Ce sont les « obligations partiellement libérées ».

**168.** Les émetteurs peuvent accommoder la rémunération de l'obligation qui ne sera plus mesurée selon un taux d'intérêt immuable. Les « obligations indexées »<sup>408</sup> indexent le paiement du capital ou des intérêts sur la fluctuation d'un indice de référence. L'émetteur doit respecter les contraintes de choix de l'indice posées aux articles L. 112-1 à L. 112-4 du code monétaire et financier initialement introduites par l'article 79 de l'ordonnance 58-1374 du 30

---

<sup>404</sup> Sur ces multiples variantes, outre les références citées au début de la présentation de l'obligation, voir : Alice PEZARD, « les obligations : évolutions récentes », B.J.B.P.F. de juil.-août 2000 I chron. p. 315 ; Michel QUERE et Alain GAUVIN, « émission transfrontalières d'obligations indexées et risque juridique », D. Aff. n° 147 du 4 fév. 1999 p. 194 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « obligations spéciales », Lamy Dr. fin. 2009 n° 718 et s. et 810 et s. pp. 385 et 429.

<sup>405</sup> Jean-Paul GUILLOU et Pierre JOULIE, « les emprunts à fenêtres », B. n° 544 de janvier 1985 p. 25.

<sup>406</sup> « S'agissant d'un titre au porteur vif, partie détachable du titre qui permettra le paiement des dividendes (actions) ou des intérêts (obligations). En cas d'augmentation de capital, le coupon représente également le droit d'attribution et le droit de souscription. S'agissant d'un titre scriptural, le coupon n'est évidemment pas matériellement représenté, mais les droits qu'il comporte demeurent les mêmes » : Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>407</sup> Alban DE CLERMONT-TONNERRE, « obligation à coupon zéro : un irrésistible succès », Rev. B. n° 533 de déc. 1992 p. 1078 et n° 534 de janv. 1993 p. 40.

<sup>408</sup> André FRANÇON, « les types récents d'obligations dans les sociétés », RTD com. 1954 p. 513.

décembre 1958 portant loi de finance pour 1959. L'indice doit être en rapport avec l'objet du contrat ou l'activité de l'une des parties et ne pas être choisi parmi les indices interdits. Des assouplissements légaux ont été introduits par l'admission d'une indexation sur l'inflation<sup>409</sup>. Les « obligations à taux variable »<sup>410</sup> évitent les désagréments du revenu fixe : la dépendance à l'inflation, une rémunération faible en présence d'une forte croissance économique etc.. Elles introduisent une part de revenus variables selon un indice extérieur pris sur un marché de taux d'intérêt. Les « obligations participantes »<sup>411</sup> intègrent une part variable de rémunération subordonnée aux résultats de l'émetteur comme une hausse du chiffre d'affaires ou des bénéfices. Les « obligations à taux révisable » réajustent périodiquement le taux d'intérêt fixe sur la base des taux de marché. Certaines réservent à l'obligataire le droit de profiter des meilleures conditions de marché. Les « obligations à bons d'échange d'obligations » permettent de permuter l'obligation détenue contre une autre dotée d'autres caractéristiques (un taux fixe contre taux variable et inversement). Après ces obligations simples, voyons maintenant les obligations hybrides.

### *β - L'apparition des obligations hybrides.*

**169.** Ces obligations composées sont nombreuses<sup>412</sup>. Elles se sont accumulées depuis l'apparition des obligations. Le législateur les a parfois encadrées. Aujourd'hui, ces régimes disparates des obligations composées ont été abrogés. Elles sont maintenant émises sous le régime unifié des articles L. 228-91 à 97 du code de commerce régissant les valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances grâce à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004<sup>413</sup>.

<sup>409</sup> Art. 15 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, J.O.R.F. du 3 juillet 1998 p. 10 127.

<sup>410</sup> Yves CHARTIER, « une nouveauté sur le marché français : les obligations à taux flottant », JCP C.I. 1975 n° 11 702 p. 165 ; Pierre SIMONET, « les obligations à taux variable, quelques éléments de réflexions », B. n° 417 de mai 1982 p. 573.

<sup>411</sup> André FRANÇON, « les types récents d'obligations dans les sociétés », loc. cit. p. 513.

<sup>412</sup> Pour une présentation générale des obligations composées et complexes : Jacques MESTRE, Dominique VELARDOCCIO, « valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de capital ou de titres de créance », Lamy soc. com. 2010 n° 5001 p. 2364 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « obligations spéciales », Lamy Dr. fin. 2009 n° 794, 800 pp. 416 et 418 ; Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », op. cit. n° 770 p. 823 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1845 et 1849 pp. 598 et 601 ; Barthélemy MERCADAL, Anne CHARVERIAT, Alain COURET et Bruno ZABALA, « sociétés commerciales », op. cit. n° 19 600 p. 1223 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 517 et s. p. 293 et s. ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 103 et s. p. 138 et s.

<sup>413</sup> Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, J.O.R.F. 26 juin 2004 p. 11612 et le « rapport au président de la république sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », BJS juil. 2004 § 206 p. 3. Alain LIENHARD, « présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières », D. 2004 chron. p. 1956 ; Michel GERMAIN, « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP 2004 act. 440 p. 1566 ; Charles GOYET, Nicolas RONTCHEVSKY, Michel STORCK, « réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », RTD com. 2004 p. 558 ; Thierry BONNEAU, « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, son application dans le temps », D.S. août-sept. 2004 études 11 p. 6 et « valeurs mobilières composées : titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances », D.S. août-sept. 2004 études 153 p. 25 ; Marc-Alexis FAUVET, « le régime des valeurs

L'une des principales modifications apportées est l'amplification des opportunités de réinvestissement des obligataires lors du versement des coupons. Les « obligations spéciales à coupons à réinvestir » (OSCAR) sont à taux fixe et offre la possibilité de réemployer leurs coupons sous la forme d'obligations nouvelles assimilées identiques aux obligations initiales. L'obligataire exercera ce choix en fonction du rendement des autres obligations. Les « obligations à réinvestissement optionnel des coupons (OROC) » organisent le paiement de chaque coupon, sauf le dernier, soit en espèces, soit en nouvelles obligations du même émetteur émises au pair et assimilable à l'émission obligataire originelle.

**170.** La rémunération des obligations peut être diversifiée. Des titres les valorisent en leur adjoignant des bons de souscription<sup>414</sup>. L'obligation et le droit de souscription sont indépendants et mènent une existence autonome. Le souscripteur pourra céder les deux, garder les deux, ou vendre n'importe laquelle des deux et conserver l'autre. L'émetteur réduit le taux d'intérêt versé et organise une double opération de financement. Les « Obligations avec Bons de Souscriptions d'Actions (O.B.S.A.) »<sup>415</sup> offrent à leurs porteurs le droit de souscrire une ou plusieurs actions de la société émettrice à un prix déterminé à l'avance. L'exercice du bon ne fait pas disparaître l'obligation. Ce bon peut viser une obligation. C'est « l'Obligation à bon de souscription d'obligation (OBSO) » qui offre de souscrire une obligation à taux fixe à des prix et date fixés à l'avance. Elles sont émises à un taux inférieur. Le bon fait l'objet d'une cotation séparé dépendant de l'évolution des taux de marché. Enfin, certains titres débouchent sur un changement de sa nature. D'obligataire, il peut devenir actionnaire par les « obligations convertibles en actions<sup>416</sup> ». Le souscripteur peut seul

---

mobilières composées », p. 97 dans le dossier : « le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 », Rev. Dr. Pat. n° 130 oct. 2004 p. 79 ; Gérard NOTTÉ, « valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 », JCP E 2004 aperçu rapide n° 153 p. 1169 ; Martine BOIZARD, « vers la simplification, l'unification et la libéralisation du régime des valeurs mobilières par l'ordonnance du 24 juin 2004 », actualité du Rép. Soc. D. juil. 2004 p. 3 ; Hubert de VAUPLANE et Jean Jacques DAIGRE, « réforme du régime des valeurs mobilières », B.&D. n° 97 de sept.-oct. 2004 p. 64.

<sup>414</sup> En sus des références citées en présentation générale des obligations composées : Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », op. cit. n° 772-2 p. 829 ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 975 p. 503 ; Dominique BERNIER et Pascal PERRODO, « les bons d'échange et de souscription d'obligations », Rev. B. n° 506 de juin 1990 p. 614 ; Jean GUYENOT, « les bons de souscriptions », recueil Dalloz Sirey 1987 chron. LII p. 287 ; Heribert HIRTE et Bernadette EHLERS, « les obligations convertibles en actions et les obligations avec bons de souscription d'action en Europe », BJS janv. 2001 p. 5 ; François MEUNIER, « deux nouveautés sur le marché français des warrants », Rev. B. n° 490 de janv. 1989 p. 90 ; Alain COURET, « les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », BJS 1986 p. 559.

<sup>415</sup> François PASQUALINI actualisé par Alain VAN DER ELST, « titres composés, les obligations avec bon de souscription d'action », J.-Cl. Soc. n° 1906 ; François-Xavier TESTU et Sidonie HILL, « les BSA : utilisations possibles dans les sociétés de haute technologie », JCP E 2003 n° 1465 p. 1655 ; Jean GUYENOT, « les bons de souscriptions d'actions : brèves remarques sur les modifications apportées par la loi du 14 décembre 1985 à la loi du 3 janvier 1983 qui les institue », Gaz. Pal. 1986 2 doct. p. 645 ; Sabine DANA-DÉMARET, « le capital social », bibliothèque de droit de l'entreprise, Litec 1989 n° 215 p. 229.

<sup>416</sup> Leurs ancêtres sont les obligations convertibles à périodes de conversions déterminées autorisées par la loi n° 53-148 du 25 fév. 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne, J.O.R.F. du 26 fév. 1953 p. 1923, JCP 1953 III textes n° 17884, les commentaires d'A. DALSACE au D. 1953 législation p. 145 et d'André FRANÇON, « les types récents d'obligations dans les sociétés », loc. cit. p. 513 ; P. CASTERE, « obligation convertibles ou échangeables », Jour. des Soc. 1968 p. 8. Pour remédier à cette limitation temporelle, la loi n° 69-12 du 6 janv. 1969 modifiant la loi n° 66-537 du 24 juil. 1966 sur les sociétés commerciales, J.O.R.F. du 8 janv. 1969 p. 307 a introduit l'« obligation convertible en action à tout moment » : BATTINI, « capital risque, les règles du jeu », Paris, édition organisation 1985 ; P. CASTERE, « les obligations convertibles à tout moment », Gaz. Pal. 1970, 2<sup>ème</sup> sem. doct. p. 136 ; Yves SERRA, « le droit de conversion des obligations convertibles à tout moment », RTD com. 1971 p. 565 ; Michel VASSEUR, « de la propriété reconnue aux actionnaires ayant renoncé à leur droit

demander leur conversion ce qui deviendra intéressant si les actions se valorisent fortement ou si la monnaie de l'obligation se dévalorise. Les « obligations échangeables contre des actions<sup>417</sup> » autorisent les acquéreurs à procéder à l'échange à tout moment à leur gré. La différence avec la précédente se situe au stade de l'émission de l'action. Dans le premier, la société les émet selon les demandes alors qu'elles sont émises dans la seconde en paquet en même temps que les obligations.

Les « obligations remboursables en actions »<sup>418</sup> (O.R.A.) suppriment tout choix. A l'échéance de l'obligation, elles sont systématiquement remboursées isolément de la valeur de l'action.

Les « obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes » (OCEANE) permettent à l'émetteur de choisir de remettre aux porteurs levant l'option soit des actions créées à cet effet soit des actions préexistantes. L'émetteur gère mieux l'impact dilutif de l'émission.

L'obligation subordonnée<sup>419</sup> met en veilleuse le droit impératif au remboursement des sommes avancées. En cas de difficulté, les souscripteurs acceptent de n'être désintéressés qu'après le remboursement intégral de tous les autres créanciers en échange d'une rémunération supérieure. Seuls les titres subordonnés passent derrière. L'obligataire prend un degré supplémentaire du risque de contrepartie.

Enfin, certaines obligations, certainement les plus spéculatives, sont apparues. Aucun caractère n'a été modifié, si ce n'est celui du risque pris. Elles sont à haut rendements ou « obligation high yield ». Elles servent un taux d'intérêt très important justifié par un risque de défaillance très élevé de l'émetteur. Ce risque est tellement élevé qu'elles ont été surnommées obligations pourries, « junk bonds », pour traduire la qualité de leur émetteur. Dès lors, il est indéniable que les obligations ne sont plus la créance sécurisée du bon père de famille. Ce caractère n'est plus de nature à empêcher une assimilation avec le « credit linked notes ».

## **2. L'absence de cadre légal du « credit linked notes ».**

**171.** Les « obligations » s'inscrivent aujourd'hui dans un cadre légal depuis l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>420</sup> précité alors le « credit linked note » est nommé inconnu du législateur. Faut-il alors lui renier la qualification et le régime juridique de l'obligation ? La réponse est négative. Longtemps le mécanisme obligataire s'est accompli sans intervention légale. Certaines n'ont été légalement avalisées qu'après avoir été accouchées de la pratique.

---

préférentiel de souscription en cas d'émission d'obligations convertibles », JCP 1974 I doct. n° 2665 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », LGDJ 5<sup>ème</sup> édition 2002 n° 71 p. 133 ; Sabine DANA-DÉMARET, « le capital social », op. cit. n° 211 p. 224.

<sup>417</sup> Outre les références de la note précédente : Roger DORAT DES MONTS, « un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation : l'obligation échangeable », JCP 1965 I doct. n° 1920 et « titres composés, obligations échangeables contre des actions », J.-Cl. Soc. fasc. n° 1905 ; Philippe CLAVEL, « les obligations échangeables », thèse pour le doctorat en droit, université de Lyon 1967.

<sup>418</sup> Introduit par la loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et opérations de bourses, J.O.R.F. du 15 déc. 1985 p. 14598 ; Frédéric PELTIER, « la nature juridique des obligations remboursables en actions », JCP E 1992 I doct. n° 155 p. 281 ; Henri HOVASSE, « les obligations remboursables en actions », mélanges en l'honneur du doyen Roger PERCEROU, Vuibert Gestion 1993 p. 105 ; Frédéric PELTIER, « les emprunts obligataires assortis d'un mécanisme d'accès au capital d'une filiale de l'émetteur », RDBB n° 35 de janv.-fév. 1993 p. 40.

<sup>419</sup> Art. L. 228-97 du code de commerce ; Michel GERMAIN, « les nouvelles valeurs mobilières (loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985) », D.S. fév. 1986 p. 2.

<sup>420</sup> V. supra § 169.

Avant l'intervention légale, toutes les obligations ont été adoubees par l'accord tacite de la Commission des Opérations de Bourse et le Conseil des Marchés Financiers. Une succession de notes de la Commission des Opérations de Bourse<sup>421</sup> et le Conseil des Bourses de Valeurs<sup>422</sup> est intervenue pour se prononcer sur leur validité par l'intermédiaire de notes<sup>423</sup>. L'une précisait le cadre juridique des « obligations complexes » et, depuis la dernière modification, des « titres de créances complexes ». Ce sont des « *produits de nature obligataires* ». Ils s'analysent comme un titre représentatif d'un contrat de prêt d'argent remboursable dont le régime n'est pas expressément défini par les lois ou les règlements. De plus, ils doivent avoir des caractéristiques particulières quant aux modalités de remboursement ou de rémunération du prêt (complexité de l'indexation, faculté d'option etc.). Les titres de créances complexes recouvrent un domaine plus large. Ils touchent toutes les valeurs mobilières ou autres titres émis sous la responsabilité de l'émetteur conférant un droit de créance sur l'émetteur transmissible par inscription en compte ou tradition, qui, soit présentent des caractéristiques particulières quant aux modalités de remboursement ou de rémunération, soit comportent d'autres droits (indexation etc.) qui ne font pas l'objet de dispositions législatives ou réglementaires particulières. Les « credit linked note » sont des titres émis sous la forme obligataire. Ils ne sont pas réglementés. Les conditions de remboursement sont complexes. Elles dépendront de la survenance ou non d'un événement de crédit défini lors de l'émission.

Les « credit linked note » sont inspirés du mécanisme obligataire. Le fait qu'ils soient spéculatifs et légalement méconnus n'empêche pas l'assimilation. Il nous reste à aborder le problème de la source de création de l'autre « dérivé de crédit » événement.

---

<sup>421</sup> La Commission des Opérations de Bourse (COB) créée par l'ordonnance du 28 sept. 1967 était une autorité administrative indépendante chargée de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne ainsi qu'à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle avait un pouvoir de réglementation, d'enquête et de sanctions, notamment pécuniaires.

<sup>422</sup> Le Conseil des Bourses de Valeurs (CBV) était un organisme professionnel doté de la personnalité morale institué par la loi du 22 janv. 1988, succédant à la Chambre Syndicale des Agents de change et prédécesseur, jusque loi du 2 juil. 1996, du Conseil des Marchés Financiers. Il supervisait les marchés réglementés de valeurs mobilières et le Monep (le Marché des Options Négociables) grâce à son pouvoir de réglementation, d'agrément des sociétés de bourse et disciplinaire.

<sup>423</sup> Note COB/CBV sur les principes généraux établis par la COB et le CBV relatifs à l'émission en France ou sur le marché international et à l'admission à la côte officielle de warrants et d'obligations complexes, dans le Bull. mens. COB n° 252 de nov. 1991 p. 4 ; actualisation ibidem n° 281 juin 1994 p. 43 et note du 29 juin 1996, ibidem n° 303 de juil. 1996 p. 9. Note du 17 nov. 1998, Bull. mens. COB n° 329 de nov. 1998.

## § II - L'exception du « credit default swap » : une origine sociale ?

172. Si les « credit linked notes » sont des « credit default swap titrisés », les « credit default swap » ne sont pas des titres. En conséquence, les « credit default swap » sont à exclure des outils de financement. Les acheteurs de risque ne fournissent aucun fond aux acheteurs de protection et n'attendent aucun remboursement d'un capital prêté. Nous ne pensons pas non plus que cet instrument trouve son origine parmi les instruments financiers classiques. Un auteur indique que le « credit default swap » présente « *des caractéristiques uniques dans l'univers des produits dérivés* »<sup>424</sup>. Explicitons cette affirmation.

### A. L'absence d'origine financière du « credit default swap ».

173. Tous ceux qui décrivent le « credit default swap » se réfèrent aux produits dérivés. L'origine financière ne devrait faire aucun doute. L'hypothèse la plus logiquement excipée au vu de sa dénomination est le « swap ». L'autre hypothèse souvent invoquée est l'option.

#### 1. L'absence de rapprochement entre le swap et le « credit default swap ».

174. Nombreux sont ceux qui amalgament ce « dérivé de crédit » au swap. Monsieur Alain RUTTIENS<sup>425</sup>, en sus du « total return swap », cite le « credit default swap » comme un swap « *par lequel l'acheteur paie au vendeur de protection un fee<sup>426</sup> périodique, en échange d'une indemnisation en cas de défaut de paiement (en principal ou en intérêt) sur une créance obligataire ou autre* ». M. Alain GAUVIN<sup>427</sup> estime qu'il « *peut aussi reposer sur la technique du swap* » dans l'hypothèse où il prévoit que les opérateurs « *vont choisir d'échanger leurs positions respectives sur risque de défaut de contrepartie. Ainsi, deux titulaires de portefeuilles obligataires vont échanger leur exposition au risque de défaillance de l'émetteur* ». Cette hypothèse est séduisante mais invoque un échange de risque de contrepartie. Chaque partie se défait de son risque de crédit. Chacune se place en position d'acheteur et de vendeur de protection. En réalité, elles se trouvent face à un double risque, celui du risque de crédit du portefeuille et de crédit face au danger de la

<sup>424</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », BJBPF de janv.-fév. 2010 § 9 p. 58.

<sup>425</sup> Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 302 ; Sébastien GRASSET et Claude DIMI, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », BJBPF de juil.-août 2009 § 46 p. 326 ; John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 540 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1097 p. 656 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. pp. 25 et 52 ; Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », op. cit. p. 22 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 55.

<sup>426</sup> fee : émoulement, rémunération. A prendre dans le terme de prime.

<sup>427</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 37 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 85.

défaillance de son partenaire. Nous ne sommes pas dans la situation la plus classique de couverture d'un risque de crédit par un « credit default swap »<sup>428</sup>. L'explication ressemble plus à un « total return swap » spécial. En dehors de ce cas, la présence d'un swap ne nous convainc pas. Les flux financiers ne s'apparentent pas à ceux d'un swap. L'échange des flux est périodique et régulier entre les deux parties d'un swap. A chaque échéance prévue, les parties doivent exécuter la prestation monétaire à leur charge. Chacune des prestations est interdépendante de l'autre. Lorsque l'une doit payer une jambe du swap, l'autre est redevable de l'autre jambe. Si un flux de paiement unique apparaît et se concrétise, il résulte du solde et du différentiel entre les prestations. Pour un swap de devises, les remises de devises interviennent en même temps. Ces flux uniques proviennent de l'exécution de deux engagements réciproques « compensés ». Ce n'est pas le cas dans un « credit default swap ». Si l'événement de crédit redouté ne survient pas, un seul flux apparaît. Celui de la prime. Il est unique, non contrebalancé par un paiement réciproque de sa contrepartie. Ce schéma ne correspond pas au swap. Même si le paiement de la prime du « credit default swap » est fragmenté, payé à échéances périodiques, l'explication du swap n'est toujours pas satisfaisante. Il reste un flux unique sans contrepartie monétaire simultanée de son bénéficiaire. Il n'est pas plus le résultat d'une compensation entre deux dettes entre les parties. Le swap ne renferme aucune prime. Par ailleurs, le flux compensé unique du swap va indifféremment de l'une des parties vers une autre. La prime va systématiquement de l'acheteur de protection vers le vendeur de protection. La prestation monétaire, si elle doit être versée, est également un flux unique allant automatiquement de l'acheteur de protection vers le vendeur de protection. Elle ne se range pas non plus dans les schémas de paiement ou de versement d'un swap. Ainsi, le swap n'est pas l'instrument de base du « credit default swap ». L'option a été invoquée.

## **2. L'absence de rapprochement entre l'option et le « credit default swap ».**

175. Messieurs CHABARDES et DELCLAUX<sup>429</sup> envisagent une autre piste car « *bien que portant le nom de swap, ce produit s'apparente en réalité à une option* ». Plus nombreux sont ceux qui envisagent une assimilation alternative du « credit default swap » selon sa construction à un swap ou option<sup>430</sup>. Cette opinion ne manque pas d'arguments. Une prime est payée en une ou plusieurs fois et reste définitivement acquise. Si la situation s'avère défavorable, une partie remet une somme compensant le désagrément financier. Plus troublant, dans certains « credit default swap », la prestation monétaire se réalise en contrepartie de la transmission des titres décotés après la survenance de l'événement. Les déclinaisons de ce « dérivé de crédit » se retrouvent également dans le descriptif des options comme l'utilisation d'un panier et l'emploi du mécanisme digital. L'une des variantes du « credit default swap » est le « callable step-up » comprenant diverses sous-périodes à l'issue desquelles l'acheteur de protection possède la liberté de mettre un terme au

<sup>428</sup> Nous serions plutôt en présence du swap spécifique de « swap de défaut réciproque ». V. supra § 47.

<sup>429</sup> Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 129.

<sup>430</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 36 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 85 de même que MM. Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « comment gérer sa perte en cas de faillite », loc. cit. ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1035 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 253 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 412 p. 288 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 85.

contrat. A chaque refus, la prime à donner augmente. L'objectif est l'obtention d'une réduction de capital réglementaire bon marché impossible à soutirer grâce à un « credit default swap » d'une courte durée. Il s'assimile à des « options bermudiennes ».

**176.** Les différences sont plus profondes. Dans un « credit default swap », ce ne sont pas des cours de marchés qui fixent l'intérêt ou non d'exercer l'option, mais la réalisation d'un événement. L'option réclame l'expression d'un choix de la part de son bénéficiaire. C'est même sa caractéristique essentielle. Bien qu'elle se montre favorable, une option peut ne pas être levée par son bénéficiaire parce qu'elle perd son utilité, comme la non-réalisation de l'opération économique<sup>431</sup>. Le « credit default swap » ne réclame pas de nouvelle manifestation de volonté après sa conclusion. Le versement compensatoire interviendra automatiquement dès la survenance d'un des événements. La terminologie spécifique aux options n'est pas reprise dans la description du « credit default swap ». Par exemple, Monsieur Richard BRUYÈRE<sup>432</sup> les explique comme « *un instrument financier bilatéral amenant une des contreparties (l'acheteur de protection contre le risque de défaut) à payer une commission périodique typiquement exprimée en point de base du montant notionnel total de la transaction, et l'autre contrepartie (le vendeur de protection contre le risque de défaut) à se tenir éventuellement prête à effectuer un paiement contingent au défaut (ou à la survenance de tout autre événement de crédit prédéterminé) d'une ou (plusieurs) partie(s) tierce(s) sur des crédits servant de référence à l'accord* » ou encore la description suivante « *de manière claire, il se définit comme un accord par lequel, moyennant le versement d'une prime, le vendeur de protection s'engage à indemniser sa contrepartie du montant de la perte de crédit apparu sur un actif de référence lors de l'apparition d'un événement déterminé dans cet accord* »<sup>433</sup>. Ces explications sont bien loin de la définition de l'option exposée précédemment<sup>434</sup>. Le seul moment où le terme d'option est employé et celui de « credit default option » qui traduit la possibilité de dénouer l'opération par remise de titres<sup>435</sup>. Si un choix est laissé dans la remise des titres, il n'en existe aucun dans le déclenchement de la protection. Or c'est sur ce sujet que doit se situer l'exercice du choix. Le « credit default swap » n'est pas un descendant de l'option. Il n'a pas d'origine financière. L'inspiration sociale de ce « dérivé de crédit » reste la dernière piste.

### B. L'inspiration sociale du « credit default swap ».

**177.** La racine de cet instrument provient de la volonté de toute personne à se protéger des aléas dommageables de la vie. Il ne serait ni plus ni moins que la traduction de l'assurance sur les marchés financiers. Il est d'ailleurs frappant de constater à quel point cette référence est usitée à son sujet. En effet, il cumule le paiement d'une prime pour la couverture d'un risque qui, s'il se réalise, se manifestera par le versement d'une indemnité. C'est exactement la philosophie de l'assurance. Un assuré verse une prime pour être protégé d'un risque et recevra une indemnité d'assurance en cas de dommage. Les ressemblances sont proches car les deux comprennent une prime, un risque et une indemnité. Les deux dépendent

---

<sup>431</sup> Cette situation reste une hypothèse d'école pour de nombreux contrats. Seule une faible minorité de « produits dérivés » se conclue dans une optique de couverture (17% environ). Souvent, le bénéficiaire aurait intérêt à l'exercer ne serait-ce que pour améliorer sa trésorerie. (Sauf limitation dans les statuts ou dans l'organisation de l'opérateur limitant les possibilités de spéculation).

<sup>432</sup> Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 30 et op. cit. 2004 p. 81.

<sup>433</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; Didier MARTEAU, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », loc. cit. p. 13.

<sup>434</sup> V. supra § 142.

<sup>435</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

de la survenance d'un événement qui affecte négativement un patrimoine. Ainsi, ce « dérivé de crédit » trouve sa genèse dans un phénomène de recherche d'une sécurité patrimoniale déjà ancien, l'assurance.

**178.** Les sources des « dérivés de crédit » sont variées. Pour trois d'entre eux, ils dérivent directement de trois produits dérivés. Le quatrième s'inspire d'un mécanisme de financement. Enfin, le cinquième « dérivé de crédit » repose sur un mécanisme de protection sociale. Ce travail de recherche des antériorités se révélera fructueux au moment de procéder à leur qualification juridique afin de mieux les comprendre. Cette conclusion et la description des « dérivés de crédit » montrent qu'ils sont ambivalents. Sous cette notion commune se trouve regroupés des instruments forts différents. Cette ambivalence va se confirmer par une première approche juridique des « dérivés de crédit ».



## Titre II : Une situation révélée par une première approche juridique.

**179.** La description des « dérivés de crédit » a montré à la fois qu'ils étaient communs et très diversifiés. Mais cette description est jusqu'à présent essentiellement économique et financière. Il est à présent temps de la dépasser pour entrer dans un univers plus juridique. Pour ce faire, nous nous intéresserons d'abord à la manière dont ils sont façonnés. Les financiers sont motivés par le souci principal de réactivité et de rapidité. Il se dégagera sur ce point une certaine unité juridique entre eux. Pour autant, l'étude de ces caractéristiques essentielles, à priori elles aussi communes, détruira sans conteste l'idée d'une unité juridique. Là encore, l'ambivalence des « dérivés de crédit » se fera jour.

### Chapitre I : Une unité juridique des « dérivés de crédit » de par leur mode de création.

**180.** La description des « dérivés de crédit » a montré qu'ils sont hétéroclites malgré leur regroupement sous une appellation commune. Les « dérivés de crédit » sont apparus spontanément à l'initiative des financiers pour leur satisfaction. Les financiers ne s'embarrassent pas de législation. Les « dérivés de crédit » ne s'embarrassent pas de réglementation pour leur apparition. A vrai dire, à attendre une réglementation pour ce faire, ils ne seraient jamais nés. Ainsi, la source de leur création est évidente, elle n'est autre que l'autonomie de la volonté. C'est elle qui prédomine en ce domaine, comme souvent en matière financière. Elle est unitaire. Nous allons donc revenir sur la prédominance de l'autonomie de la volonté dans un premier temps avant d'en tirer toutes les implications dans une seconde section.

#### Section I : La prédominance de l'autonomie de la volonté.

**181.** Les multiples opérateurs financiers recourent selon leurs besoins aux « dérivés de crédit ». Ce faisant, ces « dérivés de crédit » produisent des effets juridiques qui imposent aux intervenants de respecter et exécuter les modalités retenues pour chaque « dérivé de crédit ». Ainsi, chaque « dérivé de crédit » est une manifestation de volonté destinée à produire des effets de droits<sup>436</sup>. Ces « dérivés de crédit » représentent ainsi des actes juridiques. Il s'oppose au fait juridique qui est un fait quelconque auquel la loi attache une conséquence juridique. Mais ce fait n'a pas été recherché par l'auteur du fait. Indiscutablement, les « dérivés de crédit » ne se rangent pas dans cette seconde catégorie.

---

<sup>436</sup> Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », op. cit. ; Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. : « acte de volonté destiné (dans la pensée de son ou de ses auteurs) à produire un effet de droit ».

Nous déterminerons dans un premier temps la source de cet acte juridique, la convention. Puis, dans un second temps, nous explorerons les classifications de ces conventions.

### § I - Les « dérivés de crédit » : des actes juridiques sous forme de contrat.

**182.** Les « dérivés de crédit » sont des actes juridiques en tant que manifestation de volonté destinée à produire des effets juridiques. Ces formes peuvent être variées : un arrêté municipal, une décision préfectorale, une décision de nomination etc. Ces actes peuvent être publics ou privés, collectif ou individuel etc. Ils peuvent émaner d'une convention. A ce stade, il est impensable de ne pas citer l'incontournable article 1101 du code civil siège de la définition du contrat qui dispose qu'il « *est une convention par laquelle une ou plusieurs personnes s'obligent, envers une ou plusieurs autres, à donner, faire ou à ne pas faire quelques chose* ». Nos « dérivés de crédit » sont conclus entre au moins deux parties, l'acheteur de protection (ou vendeur de risque) et le vendeur de protection (ou acheteur de risque). Chacune s'engage à exécuter une prestation en faveur de l'autre : le paiement d'une prime, la fourniture d'une protection par le paiement d'une somme d'argent, des échanges de flux financiers calculé en fonction de méthodes préalablement fixées, la remise de titres ou de créances etc. selon la nature du « dérivé de crédit » passé.

Cette précision est à intégrer dans notre définition commune des « dérivés de crédit » en substituant le terme de « contrat » ou « convention » à celui d' « accord ». Ces « dérivés de crédit » sont des « contrats entraînant un ou plusieurs versements définitifs de sommes d'argent d'importance variable et non équilibrée entre deux parties équivalents à l'éventuelle apparition d'une perte pécuniaire totale ou partielle suite à la survenance d'un événement ou d'une variation de crédit affectant le recouvrement ou le rendement attendu d'une créance ou d'un actif sans interférer dans le lien de droit régissant cette créance ou cet actif ».

**183.** Arrêtons-nous maintenant sur la formation de ces conventions. Une distinction qui n'avait pas lieu d'être il y a quelques années se doit aujourd'hui d'être introduite. Pendant une longue période, les « dérivés de crédit » étaient façonnés pour répondre aux desiderata des parties. Ils étaient alors conclus de gré à gré. Ils offrent une souplesse remarquable puisque les parties arrangent leurs conventions comme elles l'entendent. La difficulté consiste à trouver une contrepartie prête à conclure le contrat. Il existe pour ce faire des facilitateurs, des professionnels qui assistent les parties dans la conclusion du contrat en se chargeant entre autre de trouver un cocontractant. Mais depuis quelques années, des marchés réglementés offrent des « dérivés de crédit ». Les plus médiatiques sont les « credit default swap » sur la dette souveraine. Ils sont offerts aux investisseurs prêts à l'emploi puisque les parties ne peuvent en modifier les caractéristiques. Ces « dérivés de crédit » sont encore minoritaires. Ils devraient être amenés à se développer suite à la pression des projets de régulation des « dérivés de crédit » poussant à leur conclusion par l'intermédiaire de chambre de compensation proposé par les marchés réglementés<sup>437</sup>. Pour que la compensation développe toute son efficacité, elle réclame la présence de conventions présentant des caractéristiques similaires. Il est impossible de compenser des contrats aux caractéristiques différentes. Ces marchés réglementés proposent des produits dont les caractéristiques essentielles sont préfixées : montant notionnelle, durée, nature du sous-jacent, événement de crédit etc. Pour l'illustrer, nous citerons l'apparition de deux plateformes Internet de cotation de « dérivés de crédit » au cours des années 2000 : creditTrade et Creditex. La standardisation a été poussée jusqu'à la création d'un indice sur « credit default swap », l'European Credit Swap Index, regroupant les primes de swaps de défaillance pour une centaine de sociétés européennes.

---

<sup>437</sup> V. infra § 504.

Standard and Poor's a lancé une série d'indices fondés sur les écarts de taux de rendement des sociétés américaines utiles pour les options de vente sur écart de crédit<sup>438</sup>. Plus récemment, toujours d'actualité, des indices Dow Jones CDX NAIG (North American Investment Grade), dont les plus usités sont ceux de 5 et 10 ans, s'arrêtent au crédit de 125 firmes de la catégorie investissement sur des entités nord-américaines dont la part est équivalente. De mêmes, l'International Index Companies iTraxx est à l'origine de l'indice Itraxx Europe visant lui le risque de crédit de 125 firmes européennes<sup>439</sup>. Intégrons maintenant les « dérivés de crédit » à la classification des conventions.

## § II - Les caractères des contrats de « dérivés de crédit ».

**184.** Il est traditionnel de classer les contrats afin d'en identifier les caractères principaux. Les « dérivés de crédit » étant des conventions, il est logique de les faire passer ce filtre. Certains caractères semblent unanimement communs à tous les dérivés de crédit. C'est ce que nous vérifierons dans un premier temps. Dans un second temps, nous verrons que certains sont plus discutés<sup>440</sup>. Relevons dès à présent que les mêmes caractères sont retenus pour les « produits dérivés » à l'origine de certains de nos « dérivés de crédit »<sup>441</sup>. Les seules dissensions concernent le swap au sujet des caractères aléatoire et *intuitu personae*.

---

<sup>438</sup> John KIFF et MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3.

<sup>439</sup> John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », op. cit. p. 542 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1039 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 305.

<sup>440</sup> Pour une description de leurs caractères juridiques : Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. pp. 83 et s., et « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 165 et s. ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. pp. 136 et s. Pour une description sans développements : Dictionnaire Permanent Epargne et Produits Financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. fasc. 912 n° 39 p. 8 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 481 p. 469 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 14.

<sup>441</sup> Pour une analyse synthétique de ces instruments : Jean DEVÈZE, Alain COURET et Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2287 p. 1166 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 36 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 709 et s. p. 272. Plus spécialement sur les swaps : Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. pp. 33 et s. ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 19 ; Jean-Pierre MATTOUT, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 32 et « droit bancaire international », op. cit. n° 442 p. 432 ; J.T.BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », loc. cit. p. 293 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. fasc. 912 n° 20 p. 4 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1087 p. 648 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 141 p. 68.

A. Les caractères unanimement reconnus comme communs à tous ces contrats :

**185.** Les « dérivés de crédit » sont généralement décrits comme des contrats consensuels, synallagmatiques, à titre onéreux, aléatoire, à durée déterminée et à exécution successive.

**1. Un contrat consensuel.**

**186.** Tous les « dérivés de crédits » sont consensuels. Le principe semble fermement établi. Pourtant, au sein d'eux, l'un se démarque en ce qu'il oblige le vendeur de protection à apporter un financement dès sa conclusion à la différence de tous les autres, le « credit linked notes ». Nous verrons dans un premier temps le principe du consensualisme avant de revenir sur l'interrogation posée par ce « dérivé de crédit ».

a. Le principe.

**187.** Les « dérivés de crédit » sont des contrats valablement formés dès la rencontre des consentements des parties. Il n'est pas demandé l'accomplissement de condition supplémentaire comme la rédaction d'un écrit ou la remise d'une chose. La loi impose souvent ces conditions surrogatoires pour les contrats solennels et les contrats réels. La pauvreté législative des « dérivés de crédit » prouve que la loi ne leur impose pas d'être passés sous la forme solennelle ou réelle. Ainsi, la convention cadre de la Fédération Bancaire Française précise que les « *transactions sont conclues par tous moyens et prennent effet dès l'échange des consentements des parties* »<sup>442</sup>. Si ce texte prévoit, ce qui pourrait paraître contradictoire, l'envoi d'une confirmation, il précise aussitôt que « *l'absence de confirmation n'affectera en rien la validité de la transaction* ». La convention reste valablement formée. Cette confirmation renvoie seulement à la problématique de la preuve que nous aborderons plus loin. Les « dérivés de crédit » sont des contrats consensuels. Consensualisme ne signifie pas absence totale de forme, mais plutôt liberté de choix dans la forme que donneront les parties à leur contrat<sup>443</sup>. La rédaction d'un écrit, ou l'accomplissement de toute autre formalité, n'est pas une condition de validité indispensable à la formation des « dérivés de crédit ». Par une convention-cadre, les parties peuvent régir la formation ultérieure des contrats d'exécution. Ces stipulations s'imposeront à tous. Dans une affaire jugée récemment, une société commerciale et sa banque avaient conclu une convention-cadre admettant très classiquement la formation ultérieure des contrats par tous moyens, y compris oral. Cette stipulation fut changée à la demande de la société : des instructions données par la société par voie de communication écrite par télécopie signée des

---

<sup>442</sup> Art. 4 de la convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007. Principe repris par la Section 9 du master agreement de l'ISDA.

<sup>443</sup> Benoît NUYTEN et Laurent LESAGE, « formation des contrats : regards sur les notions de consensualisme et de formalisme », *Defrénois* 1998 n° 36784 p. 497, spécialement n° 10 p. 500. V. cette décision qui énonce que « *le caractère consensuel d'un contrat n'impose pas que les volontés contractuelles soient formulées de manière expresse* » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 juin 2002, arrêt *époux Guillermin c/ soc. BNP Lease*, *Bull. civ. I* n° 159 p. 122, *JCP E* 2002 pan. IV n° 2276 p. 1476.

personnes habilitées, non suivi d'un original, acceptées par la banque pouvaient donner naissance ou modification d'un contrat. La prorogation, voulue par la société, d'un contrat à terme sur devises euro/dollar n'avait pas été suivie d'effet occasionnant une importante perte pour celle-ci au lieu d'un profit. Cette société invoquait l'apparition d'un consentement oral à cette prorogation entre les parties. Les juges saisis ont repoussé cette argumentation puisqu'« aucun consentement oral ne peut être considéré comme permettant la formation d'un contrat entre les parties, car en contradiction formelle avec leurs propres conventions »<sup>444</sup>. Ces principes de liberté de formation du contrat et de liberté de détermination des conditions de formation d'un contrat valent pour tous les « dérivés de crédit » qui ne réclament pas l'apport d'un financement dès leurs conclusions. En revanche, le débat reste ouvert pour celui qui réclame l'apport de fonds dès sa création, le « credit linked notes ».

#### b. L'interrogation posée par le « credit linked notes ».

**188.** Le « credit linked notes » impose au vendeur de protection la remise de fonds à l'acheteur de protection. Il prend la forme obligataire car il repose sur un mécanisme de financement. Il s'assimile à un emprunt. La question de la place de cet emprunt se pose avec acuité. La remise de fond, premier acte du vendeur de protection, est-il une modalité de la formation du contrat du « credit linked notes » ou n'est-il que le premier acte d'exécution du contrat ? La première alternative de la question imposerait la remise des fonds pour la formation du contrat et le transformerait en contrat réel. La seconde alternative confirmerait son caractère consensuel. La présence d'un emprunt renvoi à la présence d'un contrat de prêt développé aux articles 1875 du code civil pour le prêt à usage et 1892 du même code pour le prêt à la consommation. La somme d'argent se consommant par l'usage, c'est au prêt à usage qu'il faut rapprocher le « credit linked notes ». Or son régime juridique impose la tradition de la chose objet du prêt pour la formation du contrat.

Nous sommes pourtant décontenancés à la lecture de la doctrine. Elle présente<sup>445</sup> globalement les « dérivés de crédit » comme des contrats consensuels. Pourtant, plus loin, au moment d'aborder le caractère unilatéral ou synallagmatique des « dérivés de crédit », elle retient le caractère unilatéral du contrat de « credit linked notes » en raison du caractère réel du contrat de prêt. La confusion s'est ainsi immiscée dans ces explications. Il est constant que toute convention nécessite au minimum le consentement de toutes les parties en présence pour exister. Vu de la sorte, tous les contrats sont consensuels<sup>446</sup>. Mais l'emploi de ce terme sous-tend la précision qui suit, l'existence de ces consentements suffit à considérer que le contrat est valablement formé<sup>447</sup> et à lui donner sa force obligatoire. Ce ne serait pas le cas du « credit linked note », qui qualifié de prêt et de contrat réel, demande impérativement pour être valablement formé, en plus de l'échange des consentements, la remise de la chose objet du

---

<sup>444</sup> T. com. Lille, 27 mars 2011, jugement SAS Minakem c/ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Nord et SA Calyon, RDBF juil.-août 2011 n° 120 p. 27 note Francis J. CRÉDOT et Thierry SAMIN.

<sup>445</sup> V. les références préc. supra note 441.

<sup>446</sup> Une partie de la doctrine se sert de ce constat pour dénier toute utilité à la catégorie juridique des contrats réels : la tradition n'est que le premier effet de la rencontre des consentements. Pour une synthèse du débat : François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », précis Dalloz 10<sup>ème</sup> édition 2009 n° 147 p. 163 ; Bruno PETIT, « contrats et obligations : définition et classification des contrats », J.-Cl. civ. art. 1101 à 1108-2 n° 44.

<sup>447</sup> Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l'entreprise », Mémento pratique Francis Lefebvre 2006 n° 1613 et 1687 pp. 279 et 295.

contrat<sup>448</sup>, la somme d'argent. A défaut, il n'est pas possible d'envisager la constitution convenable et efficace du « credit linked note ». Ces approximations sont dommageables. Nous proposerons de résoudre cette contradiction en abordant le caractère suivant, celui du caractère unilatéral ou synallagmatique du contrat.

## **2. Un contrat synallagmatique ou unilatéral ?**

**189.** Comme nous l'avons vu lors du développement précédent, le « credit linked notes » serait un contrat unilatéral. Il se singulariserait au sein des « dérivés de crédit » pourtant eux aussi qualifiés de contrats synallagmatiques. Nous reviendrons sur ce débat. Avant, nous verrons qu'un débat est né sur la question de ce caractère selon que le « dérivé de crédit » est conclu sur un marché réglementé ou de gré à gré. La discussion varie selon le lieu de conclusion du contrat.

### **a. Discussion selon le lieu de conclusion de contrat.**

**190.** Les « dérivés de crédit peuvent être conclu aussi bien de gré à gré, ce qui était la norme absolue jusqu'il y a quelques années, que sur un marché réglementé. Cette dernière modalité, qui est récente, pose la manière dont sont formés ces contrats. Ce débat se répercute sur la nature synallagmatique ou unilatérale du contrat.

#### ***α - La conclusion de gré à gré du contrat.***

**191.** Lorsque les contrats sont conclus de gré à gré, la doctrine, que ce soit pour les « dérivés de crédit » ou les « produits dérivés », considère unanimement que les conventions sont synallagmatiques. L'article 1102 du code civil dispose qu'un « *contrat est synallagmatique lorsque les contractants s'obligent réciproquement les uns envers les autres* ». La majorité des « dérivés de crédit » ressortent évidemment comme synallagmatique. Le « credit default swap » engendre des engagements interdépendants, l'un payant une prime, l'autre couvrant un risque. Le « credit spread option » contient des engagements réciproques : l'un paie une prime et l'autre s'engage à conclure un contrat. Le « credit spread forward » traduit l'acceptation des parties à se verser en une ou plusieurs fois l'évolution d'un différentiel de taux. Ce contrat synallagmatique brille de manière lumineuse dans un « total rate of return swap » car les deux contreparties s'échangent réciproquement le rendement de deux créances. La formation de ce contrat s'adapte précisément aux désirs des parties. Il résulte des négociations entre elles et de la rencontre entre une offre de contracter et une acceptation. Voyons maintenant ce qu'il en est pour un marché réglementé.

---

<sup>448</sup> La définition du contrat réel est celle qui fait de la remise de la chose une condition de validité de l'acte : Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER, « existe-t-il encore des contrats réels en droit français ? Ou la valeur des promesses de contrat réel en droit positif », RTDC 1985 p. 1.

*β - La conclusion du contrat sur un marché réglementé.*

**192.** La formation d'un « dérivé de crédit » sur un marché réglementé influence quelque peu la façon dont ils sont appréhendés. Pour en comprendre les enjeux, il faut revenir sur le processus de formation des transactions qui se déroule en deux étapes, la négociation et la compensation. D'abord, il est essentiel d'exposer qu'un investisseur ne peut agir directement sur ces marchés<sup>449</sup>. Leur accès est réservé à certains professionnels, les prestataires de services d'investissements, déclarés et référencés grâce à un code. Ils répercuteront sur les marchés les ordres de leurs clients investisseurs par la conclusion d'une convention de service, convention cadre régissant toutes les relations entre les parties. Ces investisseurs sont des donneurs d'ordre, notion générique regroupant toute personne confiant à une autre la mission de transmettre des ordres et de négocier des contrats sur le marché. Ces professionnels interviennent en qualité de commissionnaire, il s'engage personnellement pour la conclusion du contrat, pour le compte du donneur d'ordre commettant. Néanmoins, les effets du contrat conclu se produisent directement chez le commettant grâce aux dispositions conventionnelles et l'inscription en compte de la négociation. Un donneur d'ordre va donner ses instructions au négociateur intermédiaire. Il transmettra cet ordre au marché après filtrage, c'est-à-dire après adaptation de l'ordre de bourse du donneur pour le rendre compatible avec les capacités de traitement du marché. Filtré, l'ordre correspondra à une norme préétablie introduite dans le système central de négociation. Ces ordres donneront lieu à confrontation sur le marché grâce à des séances de cotation d'où se distinguent trois phases. La première de pré-ouverture durant laquelle les ordres en attente sont entrés dans le système de cotation sans provoquer de transaction. La confrontation de ces ordres durant cette période permet la détermination d'un cours de fixage par l'étude de tous les ordres par l'ordinateur de cotation. Ce cours sera celui d'ouverture et permettra la réalisation du maximum de transactions. Durant une seconde phase, les transactions sont réalisées au fil de l'eau en fonction de leur libellé et de l'existence d'ordres symétriques correspondants. Enfin, une phase de fermeture durant laquelle aucune saisie d'ordre n'est effectué. La cotation établit le cours de bourse, c'est-à-dire le prix d'un actif à partir duquel se réaliseront les transactions. Tout au long de l'ouverture, le système informatique rapproche les ordres compatibles et noue la transaction en appariant les ordres émis en sens inverse. Chaque intermédiaire reçoit un message d'exécution avec le code de l'intermédiaire contrepartie à cette transaction. A ce stade, après la négociation, seul le membre du marché est partie à la transaction. La transaction, une fois effectuée, est enregistré quelques fraction de secondes plus tard auprès du marché. Elle est transmise au système de compensation pour exécution. Elle organisera la livraison, l'appel des marges, le dénouement et les garanties de l'opération, par l'exécution par règlement-livraison, voie d'opération de sens contraire ou résiliation anticipée. L'enregistrement intervient dès la conclusion des négociations. Le donneur d'ordre voit la transaction inscrite dans le compte de l'intermédiaire et dans un compte tenu par la chambre de compensation au nom d'un adhérent.

**193.** Du déroulement de l'opération de marché, un auteur considère que « *la formation des obligations dans le cadre d'un marché financier répond à une logique différente de celle du droit commun des contrats et que, par conséquent, il est impossible d'assimiler purement et simplement une opération de marché à une nouvelle forme de contrat synallagmatique* »<sup>450</sup>. Ceci revient à refuser de voir un contrat synallagmatique dans tout « dérivé de crédit » émanant d'un marché réglementé. Niant toute rencontre de consentement des parties, elle

---

<sup>449</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 791 p. 952 et s.

<sup>450</sup> Anne-Catherine MULLER, « droit des marchés financiers et droit des contrats », *Économica* 2007 p. 33. Le marché financier « *ne supporte ni la souveraineté de la volonté ni même son individualité, bref, son autonomie* » : Marie-Anne FRISON-ROCHE, « le droit financier entre volontés et informations », *prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN*, Dalloz 1999 p. 16.

relève l'absence de formation de contrat dans une opération de marché. Les donneurs d'ordre, totalement anonymes, qui ne se connaissent pas, ne négocient aucune modalité de la transaction, prix et quantité entre autre. Les ordres sont centralisés, standardisés et rapprochés par le système sans aucune intervention de la volonté individuelle des parties. Cette volonté individuelle, propre à l'autonomie de la volonté, n'occupe qu'une portion congrue. Il n'y a jamais rencontre, convergence ou communion des volontés individuelles au sens étymologique du terme, mais coexistence de deux manifestations de volontés concordantes insuffisantes à former une convention. Le système apparie des ordres assimilables à des offres, sans qu'il soit possible de déceler une acceptation. Le marché dépersonnalise l'obligation. La personne du contractant n'est pas prise en compte et n'influence pas l'opération. Le marché est imprégné de collectivisme. Les relations bilatérales, adaptées aux obligations conventionnelles, ne le sont pas au droit des marchés financiers orienté vers les relations de masse. Les intervenants se contentent d'adhérer aux conclusions des négociations. L'enregistrement auprès de la chambre de compensation est la dernière étape indispensable à la validité et formation de l'opération, étape méconnue et antinomique du contrat synallagmatique. L'enregistrement ne procède pas à la dissociation d'un lien synallagmatique car ce lien n'existait pas. Le dénouement de l'opération n'est pas celui d'un contrat synallagmatique. Les parties veulent être engagées envers le marché avec l'assurance de l'exécution des obligations et la possibilité de se désengager avant l'échéance. L'exécution d'un ordre n'est jamais assurée. Elle est en partie commandée par le marché. Les entreprises de marchés surveillent les transactions ou les cotations de cours. Elles pourront les annuler en cas d'irrégularité au mépris des volontés individuelles. L'obligation légale de concentration des ordres s'oppose à la présence d'un contrat synallagmatique.

**194.** En réalité, cette position reste minoritaire. Toute la doctrine reconnaît que les opérations de marché reposent sur des contrats liant les donneurs d'ordre aux intermédiaires commissionnaires. Comment ces liens conventionnels ne peuvent ils pas aboutir sur un autre contrat ? Or cette doctrine tend à démontrer l'absence de contrat en contestant la rencontre des consentements. Il est indéniable que les transactions sont fixées de manière particulière. Les parties adhèrent conventionnellement au mode de négociation des futurs contrats. Si elles perdent le contrôle de la négociation lors de la transaction, elles l'ont sciemment accepté. De plus, elles fixent avant la transaction la marge de négociation de leurs ordres. Les diverses catégories d'ordres, au marché, à cours limité, stop, indexés et autres<sup>451</sup> montrent que les donneurs d'ordres cernent les marges de transaction laissées à l'intermédiaire préalablement à l'inscription des ordres dans le système. De plus, soutenir que les ordres des parties ne correspondent qu'à des offres est réducteur. Ces ordres contiennent les caractéristiques essentielles du contrat, mais aussi, intrinsèquement, l'acceptation de sa formation dès qu'un ordre compatible est trouvé. Ainsi, deux ordres compatibles embrassent les éléments essentiels et fermes de la transaction ainsi que l'acceptation de la conclusion de la transaction. Les parties actionnant les marchés réglementés entendent voir former et exécuter les ordres émis dès qu'elles les ont donnés. Il y a bien rencontre des volontés. Cette particularité rend inutile toute négociation au sens de discussion entre les parties. Elles n'entendent pas les modifier une fois transmis. Si aucun appariement n'est possible, il n'existait pas d'ordre en sens inverse. Aucune transaction ne naît comme si les discussions avaient échouées. L'anonymat des parties est un argument inopérant. Il existe des conventions dans lesquelles la véritable identité des parties n'apparaît pas sans que soit remise en cause leur validité. Enfin, le moment d'appréciation de l'apparition d'un contrat est celui de sa formation, de la rencontre des ordres. Il convient d'ignorer les arguments juridiques étayés sur éléments postérieurs. L'enregistrement de la transaction n'est qu'une donnée technique. Il s'effectue

---

<sup>451</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 802 pp. 957 et s.

automatiquement par ordinateur quelques fractions de secondes après l'appariement de l'opération. Elle ne traduit pas la formation de l'opération de marché. En conséquence, la formation d'un « dérivé de crédit » sur un marché réglementé n'est pas de nature à modifier sa nature de contrat synallagmatique. Revenons maintenant sur la problématique du « credit linked notes ».

#### b. Discussion d'une exception : le « credit linked notes ».

**195.** Comme indiqué rapidement, le « credit linked notes » a été classé parmi les contrats consensuels mais aussi parmi les contrats unilatéraux en ce qu'il repose sur un prêt. Or un prêt est traditionnellement présenté comme un contrat réel. Il existe ainsi une incohérence qu'il faut résoudre. Pour cela, nous reviendrons sur l'affirmation selon laquelle il serait un contrat de prêt unilatéral, puis sur l'interférence du contrat d'émission et enfin sur les obligations du prêteur souscripteur des titres obligataires.

#### α - Un contrat de prêt unilatéral.

**196.** La doctrine repousse la qualification de contrat synallagmatique pour le « credit linked note »<sup>452</sup>. Ce « dérivé de crédit » prend majoritairement la forme d'une souscription obligataire qui s'analyse en un prêt, ne parle-t-on pas d'emprunt obligataire<sup>453</sup>. Le prêt est traditionnellement<sup>454</sup> considéré comme un contrat réel<sup>455</sup>. Par conséquent, la jurisprudence<sup>456</sup>, en accord avec une partie de la doctrine<sup>457</sup>,

<sup>452</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », loc. cit. p. 85 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 167 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 137. Contra : Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 481 p. 469.

<sup>453</sup> « *L'émission d'obligation est tout simplement un mode de réalisation du contrat de prêt* » : Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », LGDJ 1946 n° 131 p. 281 ; Alain BÉNABENT, « droit civil, les obligations », Montchrestien 12<sup>ème</sup> édition 2010 n° 1 p. 1 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », LGDJ 19<sup>ème</sup> édition 2009 n° 1779 et s. pp. 565 et s. ; Frédéric PELTIER, « les emprunts obligataires assortis d'un mécanisme d'accès au capital d'une filiale de l'émetteur », RDBB n° 35 janv.-fév. 1993 p. 40 ; André FRANÇON, « les types récents d'obligations dans les sociétés », RTD com. 1954 p. 513 ; Barthélemy MERCADAL, Anne CHARVERIAT, Alain COURET et Bruno ZABALA, « sociétés commerciales », Mémento pratique Francis LEFEBVRE 2009 n° 19 501 p. 1220 ; Roger DORAT DES MONTS, « un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation : l'obligation échangeable », JCP 1965 I doct. n° 1920.

<sup>454</sup> D'éminents juristes mettent en question la catégorie des contrats réels qu'ils estiment être des contrats consensuels, V. note 446. Pour le prêt de consommation, Christophe JAMIN indique que la rédaction de la loi autorise les deux lectures dans sa note sous Cass. com., 21 janv. 2004, D. 2004 J. p. 1149.

<sup>455</sup> Par affirmation expresse ou insistance sur l'importance de la tradition propre au contrat réel : Cass. Req., 21 août 1862, arrêt *Berthelemy c/ syndic. Deglas*, D.P. 1862 I p. 438 ; Cass. Req., 15 mars 1886, arrêt *Epoux Charrel c/ Veuve Ravet et a.*, D.P. 1887 I p. 28 ; Cass. req., 5 déc. 1906, arrêt *Epoux c/ Consorts Berr, Epoux Reiss c/ Consorts Berr*, D. 1908 I p. 545 note T. PONCET ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 8 nov. 1960, arrêt *soc. Agricole et Industrielle de l'Alimentation c/ Weil et a.*, Bull. civ. I n° 480 p. 393 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 12 juil. 1977, arrêt *Reiser c/ Schreiber et a.*, Bull. civ. I n° 330 p. 260 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 juil. 1981, arrêt *soc. Piter c/ M. Bibal et a.*, Bull. civ. I n° 267 p. 220, RTDC 1982 p. 427 note Philippe RÉMY, G.P. 1982 Pan. Rap. p. 93 note J. DUPICHOT.

<sup>456</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 12 juil. 1977 préc. ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 nov. 1978, arrêt *consort Vivier-Merle c/ Dame Vivier-Merle*, Bull. civ. I n° 350 p. 270 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 mars 1984, arrêt *consorts Guallar c/ M. Fort et a.*, Bull. civ. I n° 120 p. 99 : « le contrat de prêt, qui n'impose d'obligation qu'à l'emprunteur, n'a pas de caractère synallagmatique et n'implique donc pas qu'il soit établi en autant d'exemplaires que de parties ».

considère le prêt comme un contrat unilatéral, qui, selon l'article 1103 du code civil, est une convention dans laquelle une ou plusieurs parties s'engagent en faveur de l'autre sans que celle-ci ne prenne d'engagement. Le contrat de prêt ne se forme valablement qu'au moment de la remise de fonds initiale. Une fois constitué, seul le contractant s'oblige à restituer le principal augmenté des intérêts. Celui qui verse les fonds n'a aucun engagement à sa charge. Il n'a plus rien à faire. Son seul acte matériel, la remise des fonds, matérialise la formation du contrat et disparaît instantanément dès sa réalisation. Pour ce « dérivé de crédit », l'acheteur de protection prendra la qualité d'emprunteur et le vendeur de protection, qui a remis les fonds, celle de prêteur. L'acheteur de protection devra restituer les fonds tandis que le vendeur n'aurait aucune obligation.

Néanmoins, les règles ne sont pas aussi simples. Le prêt est ici de somme d'argent à qui les auteurs consacrent des développements particuliers en sus de la division classique prêt à usage et prêt de consommation<sup>458</sup>. Des règles dérogatoires s'y appliquent comme le régime spécifique du crédit immobilier<sup>459</sup>. Suite à cette création, la jurisprudence a évolué pour estimer qu'un prêt consenti par un professionnel est un contrat consensuel<sup>460</sup>. Le formalisme

---

<sup>457</sup> G. BAUDRY-LACANTINERIE et A. WAHL, « traité théorique et pratique de droit civil, de la société, du prêt, du dépôt », librairie de la société du recueil général des lois et des arrêts 1898 n° 599 et 711 pp. 320 et p. 382 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNES et Pierre-Yves GAUTIER, « droit civil, les contrats spéciaux », Cujas 14<sup>ème</sup> édition 2009 n° 905 et s. p. 530 ; Jérôme HUET, sous la direction de J. GHESTIN, « traité de droit civil, les principaux contrats spéciaux », LGDJ 2<sup>ème</sup> édition 2001 n° 22500 ; François COLLART DUTILLEUL et Philippe DELEBECQUE, « contrats civils et commerciaux », Dalloz 8<sup>ème</sup> édition 2007 n° 601 et 623 pp. 489 et 507 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », Litec 6<sup>ème</sup> édition 2008 n° 343 p. 259 ; Dominique LEFEBVRE, Charles ROBBEZ-MASSON, Edwige MOLLARET-LAFORÊT, Christian GUITER, « droit et entreprise, aspects juridiques, sociaux, fiscaux », Presses Universitaires de Grenoble, 11<sup>ème</sup> édition 2006 n° 322 p. 289, fervents défenseurs du caractère unilatéral du prêt et de la « *convention consensuelle de prêt* » car le régime juridique propre du contrat synallagmatique ne donne que des solutions incohérentes ou inapplicables comme par exemple la résolution pour inexécution.

<sup>458</sup> François COLLART DUTILLEUL et Philippe DELEBECQUE, « contrats civils et commerciaux », op. cit. n° 823 p. 767.

<sup>459</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 27 mai 1998, arrêt *caisse nationale de prévoyance c/ M. Verset*, Bull. civ. I n° 186 p. 125, D. 1999 S.C. p. 28 obs. Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER, D. 1999 J. p. 194 note Marc BRUSCHI, Defrénois n° 17/1998 art. 36.860 n° 114 p. 1054 note Philippe DELEBECQUE, Defrénois n° 1/1999 art. 36.921 p. 21 note Stéphane PIEDELIÈVRE, « *attendu que les prêts régis par les articles L. 312-7 et suivants du code de la consommation n'ont pas la nature de contrat réel* ».

<sup>460</sup> « *Le prêt consenti par un professionnel du crédit n'est pas un contrat réel* » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 mars 2000, arrêt *soc. UFB Locabail c/ M. Bermond ès qualité de liquidateur de la soc. Sanlaville et a.*, Bull. civ. I n° 105 p. 70, les conclusions de l'avocat général à la Cour de Cassation M. Jerry SAINTE-ROSE, JCP G 2000 II n° 10.296 p. 753, D. 2000 J. p. 482 note Stéphane PIEDELIÈVRE, D. 2001 S.C. p. 1615, Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER, H. CAPITANT, Y. LEQUETTE, les G.A.J.C. tome 2 Dalloz 11<sup>ème</sup> édition 2000 n° 269-270 p. 569, D. 2000 S.C. p. 358 obs. Philippe DELEBECQUE, D. 2002 S.C. p. 640 obs. Didier R. MARTIN, JCP N 2000 p. 1270 note Denis LOCHOUARN, Defrénois 11/2000 n° 41 p. 720 com. Jean-Luc AUBERT, con. conc. cons. juil. 2000 n° 106 p. 10 com. Laurent LEVENEUR ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 27 nov. 2001, arrêt *M. X. c/ M<sup>me</sup> Boisset en qualité de liquidateur de M<sup>me</sup> X. et a.*, Bull. civ. I n° 297 p. 188, Defrénois n° 04/2002 art. 37.486 n° 10 p. 259 com. Rémy LIBCHABER, Dr. Fam. janv. 2002 n° 9 p. 22 note Bernard BEIGNIER, JCP G 2002 II n° 10.050 p. 607 note Stéphane PIEDELIÈVRE ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 oct. 2003, arrêt *Banque Populaire de la Loire c/ M. X*, Bull. civ. I n° 216 p. 169, P.A. n° 203 du 11 oct. 2004 p. 12 note Vincent FORRAY ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 5 juil. 2006, arrêt *Mme Rivière c/ caisse régionale de crédit agricole mutuel Alpes Provence*, Bull. civ. I n° 358 p. 307, D. 2007 p. 50 note Jacques GHESTIN et pan. p. 759 note Didier R. MARTIN, RTD com. 2006 p. 887 note Dominique LEGAIS ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 juin 2008, n° 06-19-753, arrêt *Mme X c/ Caisse d'épargne des Alpes*, Bull. civ. I n° 174 p. 148, D. 2008 Act. J. p. 1825 note Xavier DELPECH, D. 2008 chron. p. 2369 n° 6 note Claude CRETON, JCP 2008 II n° 10150 note Alexis CONSTANTIN, Gaz. Pal. 2008 S. p. 3398 note Stéphane PIEDELIÈVRE, con. conc. cons. nov. 2008 n° 255 p. 39 note Laurent LEVENEUR, RDC 2008 p. 1129 note François CHÉNEDÉ. Voir aussi de François GRUA, « le prêt d'argent consensuel », D. 2003 p. 1492.

de la tradition est destiné à protéger le prêteur qui se défait d'une somme d'argent unilatéralement sans recevoir immédiatement de contrepartie. Or le prêteur professionnel, parfaitement au fait des risques pris, n'a pas besoin d'être préservé<sup>461</sup>. Rapporté au « credit linked note », cette dualité n'est pas la bienvenue car la même émission obligataire peut être souscrite par des professionnels comme par des non-professionnels. Elle introduirait une dichotomie juridique quant à l'émission d'un même emprunt. Le prêteur vendeur de protection du « credit linked note » professionnel du crédit conclurait un contrat consensuel pendant que le même non professionnel passerait une convention réelle<sup>462</sup>. Après ce constat délicat, voyons si l'interférence du contrat d'émission ne modifierait pas ce constat.

### *β - L'interférence du contrat d'émission d'obligations.*

**197.** Il est indispensable de s'interroger sur la pertinence de l'adaptation de ce régime particulier du prêt de somme d'argent et de ses effets au « credit linked note » au travers du caractère réel de l'émission d'obligations. Premièrement, la loi reste vague lorsqu'elle aborde la notion de contrat d'émission. Deuxièmement, le prêteur obligataire, en transférant la somme lors de la souscription d'obligation, réalise un acte matériel qui peut s'assimiler à la tradition révélatrice du contrat réel. Cette remise dessine le consentement du prêteur à la convention. L'initiateur d'un emprunt obligataire en formalisera les modalités de manière particulière car il s'adressera à une multitude d'emprunteurs souscrivant une partie d'un seul et indivisible prêt. Ce support juridique est le contrat d'émission défini comme « *un accord global, auquel adhèrent les souscripteurs à la suite de l'offre de l'émetteur comme leurs cessionnaires du fait des négociations successives ; ses termes et conditions servent de liant à l'ensemble de l'opération et assure son unicité* »<sup>463</sup>. Il tient un rôle primordial. Il est un contrat d'adhésion car les souscripteurs ne peuvent en discuter individuellement le contenu juridique. Ceux qui les remplacent s'astreignent à ces conditions. Dès lors, n'est-ce pas ce contrat d'émission qui devient essentiel ? N'est-ce pas au moment où un prêteur y qu'il est engagé ? La réponse est négative car aucun n'appose sa signature sur ce contrat. L'accord du prêteur se traduit par la remise des fonds de souscription de l'emprunt. Troisièmement, ce caractère réel ne l'est pas pour l'ensemble des souscripteurs. Entre les premiers souscripteurs, sur le marché primaire, et les suivants, qui se les procurent sur le marché secondaire, des différences de régime se font jour. Ces souscripteurs secondaires les acquièrent une obligation ne remettent pas les fonds à l'émetteur, mais au vendeur. C'est un contrat de vente qui est initié entre eux, contrat non pas réel mais consensuel. Il n'y a pas de contradiction, car l'emprunteur a toujours entre ses mains les fonds. Il est toujours soumis à un contrat réel indépendamment des cessions d'obligations intervenues ultérieurement en dehors de sa personne. En conséquence, le contrat d'émission d'obligation n'est pas de nature à solutionner notre dilemme. Arrêtons-nous maintenant sur les obligations du souscripteur.

---

<sup>461</sup> François COLLART DUTILLEUL et Philippe DELEBECQUE, « contrats civils et commerciaux », op. cit. n° 824 p. 769.

<sup>462</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 481 p. 469 : ce seul argument suffit selon lui à faire échapper le « credit linked notes » au caractère unilatéral. « *Le prêt qui n'est pas consenti par un établissement de crédit est un contrat réel* » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 mars 2006, arrêt *M. Laure c/ M<sup>me</sup> Gabry*, Bull. civ. I n° 138 p. 128, D. 2007 pan. p. 759 note Didier R. MARTIN, JCP 2006 II n° 10 109 p. 1339 note Stéphane PIEDELIÈVRE, con. conc. cons. juil. 2006 n° 128 p. 19 note Laurent LEVENEUR, RLDC n° 33 de déc. 2006 n° 2292 p. 5 obs. Marie-Pierre VIRET, RDC 2006 p. 778 note Pascal PUIG.

<sup>463</sup> Jean-Pierre BOUÈRE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. n° 28 p. 77.

*Y - Les obligations du souscripteur : la protection proposée.*

**198.** Une source d'inspiration pour solutionner ce problème est la thèse de Monsieur Jérôme ATTARD axée sur l'identification de la nature du contrat de prêt d'argent<sup>464</sup>. Selon lui, la justification profonde du caractère unilatéral repose sur le devoir de non-ingérence du prêteur dans l'utilisation des fonds par l'emprunteur et dans la gestion de ses affaires. Les arguments juridiques historiques justifiant de l'unilatéralité sont fortement atténués, à défaut d'être gommés, par l'évolution de la législation, de la jurisprudence et la pratique de la vie des affaires. Il réfléchit à la transformation du contrat de prêt en convention synallagmatique en adjoignant des obligations sur les épaules du prêteur postérieurement à la remise des fonds. Il concentre ses efforts autour du développement de l'obligation de loyauté qui a pris une forte ampleur dans tous les domaines du droit, plus particulièrement sous l'angle de l'obligation de renseignement et de renégociation. Il estimera qu'« *il est donc difficile d'attribuer un caractère purement unilatéral ou synallagmatique au prêt d'argent* »<sup>465</sup>. Transposons ce raisonnement au « credit linked note ». Ce prêt de somme d'argent ne contient-il pas une ou des obligations à la charge de l'emprunteur, après la remise des fonds, le métamorphosant en contrat synallagmatique ? L'émission obligataire d'un « credit linked note » a pour objectif avoué d'offrir à l'emprunteur une défense contre un risque de crédit. La préservation de la ou des créances sous-jacentes est sa raison d'être. Elle pèse sur le prêteur après la remise des fonds alors qu'un prêteur classique est dépourvu d'une quelconque obligation. Cette obligation de protection, à la fois contre le risque de crédit et celui de contrepartie, est la moins palpable de tous les « dérivés de crédit » puisque le vendeur de protection n'a plus à agir. Les fonds sont en possession du créancier protégé quand survient l'événement déclencheur de protection. La protection se concrétisera par l'interruption du remboursement des fonds prêtés. Cette passivité ne doit pas induire en erreur. Lorsque le vendeur de protection s'engage à la protection, il ne fait pas que renoncer aux sommes non remboursées, il abandonnera toute idée de recouvrement de l'intégralité de ces sommes. Ce désistement du « vendeur de protection » est contre-nature de celui de tout créancier. L'acheteur de risque s'abstiendra d'engager toutes les voies de droit ou procédure d'exécution pour recouvrer ses fonds comme le ferait normalement tout créancier. Seule une dénaturation des clauses du contrat par le vendeur de risque légitimera une éventuelle saisine des juridictions pour contester l'exécution du « dérivé de crédit ». Ainsi, le vendeur de protection d'un « credit linked notes » accepte, après la conclusion du contrat, une obligation de ne pas faire suffisante à qualifier cette convention de synallagmatique. A plus forte raison, il est tenu d'une obligation positive de fournir sa protection contre la survenance d'un événement de crédit après la formation du contrat. Ainsi, lui aussi est tenu d'un engagement, tout comme l'acheteur de protection. Les deux contractants sont tenus d'un engagement réciproquement l'un envers l'autre. Le « credit linked notes » répond de la sorte à la définition d'un contrat synallagmatique et non unilatéral. Tous les « dérivés de crédit » sont des contrats synallagmatiques. Ceci engendre des conséquences.

---

<sup>464</sup> Jérôme ATTARD, « le contrat de prêt d'argent, contrat unilatéral ou contrat synallagmatique ? », Presse Universitaire d'Aix Marseille 1999.

<sup>465</sup> Jérôme ATTARD, « le contrat de prêt d'argent, contrat unilatéral ou contrat synallagmatique ? », op. cit. n° 277 p. 229.

### c. Les effets.

**199.** Le caractère synallagmatique entraîne des conséquences juridiques communes à tous les contrats synallagmatiques. L'exception d'inexécution peut jouer. La jurisprudence<sup>466</sup> décide que « *dans tous les contrats synallagmatiques, l'obligation a pour cause l'obligation de l'autre, de telle sorte que si l'obligation de l'une n'est pas exécutée, l'obligation de l'autre devient sans cause et n'a pas à être exécutée* ». Moyen expéditif de pression d'ordre public sans saisine des tribunaux ni formalisme juridique, elle doit satisfaire à quelques conditions : la connexité, la simultanéité de l'exigibilité des prestations et la gravité du manquement affectant une obligation principale. Voie de droit temporaire, elle est le prélude d'une action juridictionnelle en résolution du contrat pour inexécution de l'article 1184 du code civil. Pour l'illustrer, la convention-cadre de la Fédération Bancaire Française fait un principe général de sa convention cadre la fin des transactions en cas de défaillance de l'une des parties, confirmant ainsi ce caractère synallagmatique<sup>467</sup>. Ce caractère génère le bénéfice de la théorie des risques qui délie de ses devoirs l'une des parties en raison de l'inexécution de l'autre en raison de la survenance d'un événement de force majeure. Enfin, l'article 1325 du code civil exige qu'il y ait autant d'exemplaires originaux de l'accord que de parties selon la règle du double original. Sa portée sera limitée à cause de la nature commerciale de la matière qui laisse la place à la liberté de la preuve.

### **3. Un contrat à titre onéreux.**

**200.** L'aspect onéreux des « dérivés de crédit » ne souffre d'aucune contestation. Selon l'article 1106 du code civil, chacune des parties doit donner, faire ou ne pas faire une chose attendue par l'autre, cette perspective justifiant son propre engagement. Les deux parties espèrent de l'autre l'exécution d'une prestation : versement d'une prime, d'un taux d'intérêt surévalué, renoncement à une situation privilégiée, versement de flux d'une créance contre protection du risque de « crédit » ou versement de flux financiers incombant à l'acheteur ou au vendeur de risque. Chacune en retire un avantage matériel sans lequel elle ne s'engagerait pas.

Les droits des tiers aux « dérivés de crédit » sont influencés par ce caractère synallagmatique. Leur contestation par des tiers les estimant conclus en violation de leurs droits réclamera la preuve d'une intention frauduleuse qui ne sera pas réclamée pour des actes à titre gratuit. En réalité, les règles particulières de la distinction sont surtout propres à la gratuité pour protéger celui qui se dépouille.

---

<sup>466</sup> Cass. civ., 3 août 1875, arrêt *Cerf-Schmer c/ Delobel*, D.P. 1875 1 p. 409 ; Cass. civ., 14 av. 1891, arrêt *conjoints Ceccaldi c/ Albertini*, D.P. 1891 1 p. 329 note Marcel PLANIOL, S. 1894 1 p. 391 ; Cass. req., 19 oct. 1897, arrêt *Mallet c/ Calmet*, D.P. 1897 1 p. 576 ; Cass. req., 26 juil. 1909, arrêt *Chambre Syndicale des employés des tramways à vapeur c/ C<sup>ie</sup> des chemins de fer à voie étroite de Saint-Etienne Firminy*, D.P. 1911 p. 55 ; Cass. civ., 5 mai 1920, arrêt *Fornier c/ Gras*, D.P. 1927 p. 37, S. 1921 1 p. 298 ; Cass. civ., 22 nov. 1921, arrêt *soc. Lucard Frères c/ soc. d'assurance La Mutuelle accident*, S. 1923 1 p. 81 note Louis HUGUENEY ; Cass. req., 17 mai 1938, arrêt *SA Tarn et Agout c/ Cayla*, R.H. 1938 p. 419 ; Cass. civ., 30 déc. 1941, arrêt *Gérard c/ consorts Barrier*, D.A. 1942 p. 98 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 5 oct. 1954, arrêt *Marque c/ consorts Cathelin*, Bull. civ. I n° 265 p. 226 ; Paris, 18 oct. 1990, arrêt *soc. Métros c/ soc. DKV France*, D. 1990 I.R. p. 284.

<sup>467</sup> Article 1, principe généraux de la convention, et le détail de l'article 7 de la convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

#### **4. Un contrat aléatoire.**

**201.** Nous nous satisferons d'une brève affirmation car toute la description des « dérivés de crédit » démontre ce caractère qui fera l'objet d'un approfondissement lors de développements postérieurs<sup>468</sup>. L'article 1104 alinéa 2 du code civil précise que « *lorsque l'équivalent [de la prestation de l'autre] consiste dans la chance de gain ou de perte pour chacune des parties, d'après un événement incertain, le contrat est aléatoire* ». L'article 1964 de ce code lui fait écho en citant une liste de contrats aléatoires parmi laquelle ne figure pas le « dérivé de crédit » inconnu du législateur napoléonien. La validité du contrat aléatoire est subordonnée à l'existence de l'aléa. L'aléa écarte la nullité pour erreur ou l'action en rescision pour lésion.

#### **5. Un contrat à durée déterminée.**

**202.** Les contrats de « dérivés de crédit » s'étalent dans le temps. A ce stade, il faut distinguer entre les conventions cadres qui régissent les relations entre les parties pour la conclusion des transactions à venir et chacune des transactions qui correspond à un « dérivé de crédit ». En effet, les conventions cadres envisagent une durée indéterminée<sup>469</sup>. Conformément au principe qui interdit l'engagement perpétuel, ces conventions peuvent être rompues à tout moment après le respect d'un préavis raisonnable. A l'inverse, chaque transaction, chaque contrat de « dérivé de crédit », prévoit une date de fin de contrat. La confirmation des « dérivés de crédit » stipule une « date d'échéance prévue ». Cette date n'est autre que l'expression de la durée déterminée de chaque contrat<sup>470</sup>. Les « dérivés de crédit » sont des contrats à durée déterminée. Ils ne peuvent être rompus unilatéralement avant l'échéance. Ils doivent être menés jusqu'à l'échéance stipulée sauf commun accord des parties ou survenance d'une faute. Parfois, en matière financière, la loi apporte des dérogations à ce principe bien établi. Les OPCVM ne peuvent utiliser des instruments financiers à terme, conclus hors marchés réglementés ou organisés, que s'ils peuvent les dénouer ou liquidés à tout moment à leur initiative. Ils peuvent les rompre unilatéralement et discrétionnairement<sup>471</sup>.

#### **6. Un contrat à exécution successive.**

**203.** La doctrine, en lieu et place du législateur, différencie les contrats à exécution instantanée ou successive. Les premiers s'accomplissent en un trait de temps<sup>472</sup> ou tout au moins s'exécutent en une seule fois même si leur achèvement demande

---

<sup>468</sup> V. infra § 249 et s.

<sup>469</sup> Article 12 sur la durée de la convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

<sup>470</sup> Confirmation d'une opération sur événement de crédit proposée par la Fédération Bancaire Française d'avril 2002 p. 1. Voir aussi la première partie du modèle standard de confirmation de l'ISDA.

<sup>471</sup> Art. R. 214-13 2° b) ii) du Code Monétaire et Financier. Voir anciennement l'article 2 du décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 pris pour application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux OPCVM et portant création de FCC par la modification introduite par le décret n° 2002-1439 du 10 déc. 2002.

<sup>472</sup> Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l'entreprise », op. cit. n° 1611 p. 279 ; Georges BRIÈRE de L'ISLE, « de la notion de contrat successif », D. 1957 chron. XXV p. 153 ; M.L. CROS, « les contrats à exécution échelonnée », D. 1989 chron. VII p. 49 n° 5 ; PLANIOL, G. RIPERT, ESMEIN, « traité pratique de droit civil français, t. 4, obligations », L.G.D.J. 1952 n° 45 p. 48.

quelque délai<sup>473</sup>. Les contrats successifs renvoient aux prestations qui s'échelonnent dans le temps, elles sont continues ou répétées<sup>474</sup>. L'agencement des « dérivés de crédit » les associent aux contrats à exécution successive. Des durées de protection de quelques mois à plusieurs années sont envisageables, durée le plus souvent reprise de celle des sous-jacents. La prime peut être payée en plusieurs fois (souvent trimestriellement), tant pour le « credit default swap » que pour le « credit spread option ». Le choix d'exercer une option est laissé sur une certaine période. Le « credit spread forward » et le « total rate of return swap » prévoient la remise de flux monétaires à échéances régulières. Le « credit linked notes » est un mécanisme de financement par émission d'obligations ou de titres dont les engagements durent sur une période plus ou moins longue.

L'intérêt de cette distinction se fait sentir face à la résolution ou l'annulation du contrat car, au lieu de se voir appliquer la rétroactivité, la force obligatoire du contrat ne tombera que pour les effets à venir. L'exactitude inciterait plutôt à recourir à la « résiliation ». Seuls les contrats à exécution instantanée autorisent la suspension du contrat.

## B. Les éventuelles exceptions à la communauté de caractéristiques contractuelles.

**204.** Certaines classifications ne s'appliquent pas de manière uniforme à tous les « dérivés de crédit ». Tout au moins ces classifications sont elles discutées.

### 1. Un contrat *intuitu personae* ?

**205.** Avant de déterminer de quelle façon les « dérivés de crédit » sont influencés par ce critère, nous rappellerons brièvement ce qu'est cette notion ainsi que ces enjeux.

#### a. La reconnaissance de *l'intuitu personae*.

**206.** « *En considération de la personne* »<sup>475</sup>, telle est la manière dont est comprise cette expression latine non codifiée. Elle s'infiltré dans toutes les conventions pour lesquelles la personnalité de l'une des parties est tenue pour prépondérante dans leurs formations en raison de la nature du service attendu, de ses aptitudes ou de la confiance placée en elle. En présence d'une autre personne, le contrat n'aurait pas été finalisé. Des règles juridiques s'y appliquent : une offre publique est implicitement assortie d'une réserve d'agrément de la personne de l'acceptant, la nullité pour erreur sur la personne du

---

<sup>473</sup> Bruno PETIT, « contrats et obligations : définition et classification des contrats », J.-Cl. civil art. 1101 à 1108-2 n° 86.

<sup>474</sup> Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l'entreprise », op. cit. n° 1612 p. 279 ; Bruno PETIT, « contrats et obligations : définition et classification des contrats », loc. cit. n° 87 ; M.L. CROS, « les contrats à exécution échelonnée », loc. cit. n° 5 ; PLANIOL, G. RIPERT, ESMEIN, « traité pratique de droit civil français, t. 4, obligations », op. cit. n° 45 p. 48.

<sup>475</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. Voir l'étude générale de Didier KRAJESKI, « contrat *intuitu personae* », J.-Cl. con. conc. dist. fasc. 200 et sa thèse, « *l'intuitu personae* dans les contrats », imprimerie La Mouette, collection thèse 2001, soutenu à Toulouse en 1998.

contractant est admise pour vice du consentement<sup>476</sup>, atténuation des règles de la concurrence en autorisant un fournisseur à refuser d’approvisionner discrétionnairement tout pollicitant, résiliation unilatérale plus facile de la convention, même à durée déterminée, pour perte de confiance, intransmissibilité ou incessibilité des contrats<sup>477</sup> sans le consentement de toutes les parties<sup>478</sup>. Les causes d’extinction du contrat acceptent en leur sein le décès de l’une des parties et le prononcé d’un jugement prononçant une mesure de protection en raison d’une incapacité. Les moyens de reconnaissances de ces contrats sont la stipulation contractuelle implicite ou explicite, la précision légale et ceux dont l’objet n’admettent une exécution que par le ou les signataire(s) de la convention<sup>479</sup>, comme les contrats à titre gratuit ou de bienfaisance.

#### b. L’absence d’*intuitu personae* pour tous les « dérivés de crédit ».

**207.** Il n’existe pas de dispositions contractuelles consacrées à ce point. La loi, peu prolixe au sujet des « dérivés de crédit », ne contient aucune précision. Pour la dernière possibilité, il est admis que les conventions relatives à des actes bancaires incluent une part d’*intuitu personae*<sup>480</sup>. L’ouverture d’un crédit est marquée par la confiance auquel le prêteur se réfère pour l’apport de son concours. Les « dérivés de crédit » luttent contre le risque de crédit auquel sont sensibles les établissements bancaires qui s’en servent en qualité de vendeur ou d’acheteur de risque. Ils en usent pour contrecarrer les défaillances dommageables des contrats conclus *intuitu personae*. Ne devraient-ils pas entrer par ricochet sous le bouclier de l’*intuitu personae* ? Ne sont-ils pas des actes bancaires ? Un auteur<sup>481</sup> estime que c’est le cas au sujet du swap, contrat proche du « total rate of return swap ». Il

<sup>476</sup> Selon l’al. 2 de l’art. 1110 du code civil ; Jean-François RENUCCI, « l’identité du cocontractant », RTD com. 1993 p. 441.

<sup>477</sup> Que se soit par vente, substitution, sous-traitance, mais encore dans le domaine de la vie des sociétés par fusion, acquisition, absorption, changement de contrôle etc. L’art. 1237 du code civil le confirme en précisant que « l’obligation de faire ne peut être acquittée par un tiers contre le gré du créancier, lorsque ce dernier a intérêt qu’elle soit remplie par le débiteur lui-même ».

<sup>478</sup> Cass. com., 7 janv. 1992, arrêt *soc. Grands Garages de l’Hérault c/ soc. Northern Télécom Data Systems*, Bull. civ. IV n° 3 p. 3, D. 1992 S.C. p. 278 obs. Laurent AYNÈS, JCP G 1992 I n° 3591 p. 269 com. Christophe JAMIN, RTDC 1992 n° 7 p. 762 obs. J. MESTRE, RJDA 3/1992 n° 225 p. 175, cont. conc. cons. juin 1992 n° 110 p. 4 note Laurent LEVENEUR ; Cass. com., 29 oct. 2002, pourvoi n° 01-03.987, Légifrance, D. 2003 p. 2231 note Jean-Pierre BRILL et Camille KEORING, con. conc. cons. de mars 2003 n° 36 p. 9 note Laurent LEVENEUR, D.&P. n° 114 avril 2003 p. 97 obs. Didier PORACCHIA, RTDC 2003 p. 295 note Jacques MESTRE et Bertrand FAGES ; Paris, 3 nov. 1994, arrêt *Sarl Edigraphic c/ Sarl GDH*, RJDA 4/1995 n° 406 p. 332 ; Emmanuel JEULAND, « cession de contrat », Rép. Civ. D. n° 25 p. 7 ; Pierre MOUSSERON, Jacques RAYNARD et Jean-Baptiste SEUBE, « Jean-Marc MOUSSERON, technique contractuelle », édition Francis LEFEBVRE 4<sup>ème</sup> édition 2010 n° 1201 p. 471.

<sup>479</sup> Jean CALVO, « les clauses d’intuitus personae dans les contrats commerciaux », P.A. n° 81 du 5 juil. 1996 p. 10 ; Xavier JASPAR et Nathalie METAIS, « les limites à la transmission universelle du patrimoine : les contrats intuitu personae et les contraintes afférentes à certains biens », BJS mai 1998 § 156 p. 447 ; Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l’entreprise », op. cit. n° 1609 p. 278.

<sup>480</sup> Marie-Elisabeth ANDRÉ, « l’intuitus personae dans les contrats entre professionnels », mélanges Michel CABRILLAC, Litec 1999 p. 23 n° 11 et s. ; Jean-François RENUCCI, loc. cit. n° 3 p. 447 ; Philippe LE TOURNEAU, loc. cit. n° 57 et s. ; François GRUA, « contrats bancaires, tome 1, contrat de service », édition Economica 1990 n° 53 et 233 pp. 55 et 224 ; Didier KRAJESKI, « l’intuitu personae dans les contrats », op. cit. n° 63, 161 et s., 294 et s. et 494 et s. pp. 43, 102 et s., 164 et s. et 494.

<sup>481</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. 1996 n° 456 p. 350 et « opérations d’échange de taux d’intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l’une des parties », loc. cit. p. 32. Il atténue sa position dans la dernière édition de son ouvrage : « droit bancaire international », 2009 op. cit. n° 442 p. 433.

souligne que le swap était conclu d'après la capacité du contractant à remplir ses engagements.

**208.** Mais nous ne sommes absolument pas persuadés de la justesse de ce raisonnement. La doctrine ne cible qu'une petite partie des actes bancaires réalisés par les établissements de crédit, essentiellement le prêt et le cautionnement. Ensuite, les contractants des « dérivés de crédit » ne sont pas forcément des établissements de crédit. Il faudrait au contraire démontrer que les « dérivés de crédit » sont des « opérations de banque ». Quant à la capacité à remplir des engagements, ce souci accompagne, consciemment ou non, toute partie entrant dans une relation contractuelle<sup>482</sup>. L'*intuitu personae* réclame plus que cela. Or rien ne démontre que les « dérivés de crédit » exigent plus que ce souci. Rien, dans notre descriptif, ne relève que la qualité ou la personnalité du contractant sont déterminantes. En réalité, rien dans leurs descriptifs ne met en valeur l'importance du contractant dans leur élaboration alors que l'élément de reconnaissance décisif de l'*intuitu personae* est qu'une personne particulière devient l'objet du contrat (le peintre, la personne avantagée etc.). En sus de ce constat, quelques arguments supplémentaires étayaient l'absence d'*intuitu personae*. Le fonctionnement des marchés réglementés prouve que la qualité du contractant n'a aucune incidence pour le donneur d'ordre. Le « credit linked notes », instrument de masse, n'est pas guidé par l'*intuitu personae*. En conséquence, aucun des « dérivés de crédit » n'est à placer sous le régime de l'*intuitu personae*. Voyons maintenant s'ils sont des contrats d'adhésion ou de gré à gré.

## **2. Contrat d'adhésion ou de gré à gré ?**

**209.** Le contrat d'adhésion est celui qui offre une marge minimal à au moins l'une des parties. Elle ne peut que l'accepter ou le refuser sans pouvoir négocier les modalités de l'accord. L'une des parties fixe les modalités essentielles de la convention et l'autre ne peut que les accepter ou les refuser, sans jamais réussir à discuter de l'une d'entre elle. Il paraît évident que le « credit linked notes » est un contrat d'adhésion. L'émetteur des titres ou des obligations en fixent les stipulations essentielles. Le souscripteur y adhère dès l'achat de chaque titre ou obligataire. Il se soumet à ces conditions sans envisager une seule seconde d'obtenir une quelconque modification sur le montant notionnel, la durée de l'emprunt, sa rémunération, la protection contre les événements de crédit etc. De la même façon, sur les marchés réglementés, les parties souscrivent des « dérivés de crédit » dont les caractéristiques essentielles sont standardisées et déterminées par les entreprises de marché. En revanche, pour les « dérivés de crédit » conclus de gré à gré, les parties négocient directement entre elles les stipulations essentielles de la convention. Plus le « dérivé de crédit » sort des sentiers battus habituels, plus la négociation de gré à gré est intense. En conséquence, ils ne sont pas des contrats d'adhésion.

**210.** Les « dérivés de crédit » sont des contrats. Majoritairement, leur classification répond aux mêmes caractéristiques, hormis sur le fait de savoir s'ils sont des contrats d'adhésion ou de gré à gré. Leur diversité est la source des discussions éventuelles de leur classification. Mais en tant que contrat, et toujours au stade de leur formation, il est néanmoins possible de tirer des conséquences juridiques de cette nature contractuelle.

---

<sup>482</sup> Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. fasc. 912 n° 20 p. 5 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, op. cit. p. 40 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 14. Tous soutiennent que ni les « produits dérivés » ni les « dérivés de crédit » ne sont des contrats *intuitu personae*. Contra selon les circonstances : Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 36.



Section II : Les implications de la nature contractuelle des  
« dérivés de crédit ».

**211.** Ces « dérivés de crédit », en tant que contrats, sont issus de l'autonomie de la volonté des parties. Ils sont installés selon la seule et bonne volonté des contractants. Ces conventions seront placées sous le patronage de l'article 1134 du code civil qui précise que la « *convention tient lieu de loi entre les parties* ». La première conséquence évidente de la nature contractuelle des « dérivés de crédit » est la liberté des parties en ce domaine purement conventionnel. Néanmoins, ces conventions sont « innommées » car la loi ne développe pas leur régime juridique. Aucune norme préétablie détaillant les règles juridiques à leur appliquer n'a été constituée. La convention passée sera la pièce maîtresse de détermination de la volonté des parties. C'est cette convention qui manifesterà la volonté des parties. Dès lors, dans un premier temps, nous reviendrons sur cette liberté contractuelle pour en mesurer la portée. Puis, dans un second temps, nous étudierons comment sera dégagée la volonté contractuelle des parties en matière de « dérivé de crédit ».

§ I - La liberté contractuelle des parties.

**212.** Le placement des « dérivé de crédit » sous la liberté contractuelle offre à priori aux contractants une latitude maximale pour élaborer le contenu des conventions. Cette liberté implique leur soumission aux contraintes de formation des conventions les plus légères possibles. Mais ceci ne signifie jamais, surtout en droit français, l'absence totale de règles législatives à suivre pour former efficacement le contrat. Nous reviendrons dans un premier temps sur ces règles. Ensuite, si les parties sont libres de créer les conventions qu'elles souhaitent et de les doter du régime juridique sur mesure désiré, elles doivent veiller à ne pas se rapprocher de trop près des figures juridiques légalement encadrées. En effet, en matière contractuelle, les magistrats saisis d'une convention disposent du pouvoir de la requalifier en une convention à laquelle les parties pensaient échapper.

A. Le respect des règles de formation du contrat.

**213.** Toute convention n'est valablement formée qu'en respectant un nombre minimal, mais classique, de conditions indispensables à la naissance de tout contrat. Nous les évoquerons rapidement. Ensuite, les consentements donnés par les parties ne doivent pas être viciés. En matière financière et de création des « dérivés de crédit », il semble que, en présence de certaines circonstances, la force de ces règles soit atténuée. Enfin, les « dérivés de crédit » ont autant une fonction de couverture et spéculative. Or certaines entités poursuivent des objectifs spécifiés, servent un intérêt public ou une fonction sociale et publique bien définie. Une incompatibilité entre cet intérêt public, cette fonction sociale ou publique et la consistance de certains de ces « dérivés de crédit » se fait jour. La liberté contractuelle totale de conclusion des « dérivés de crédit » est restreinte.

## **1. L'encadrement légal traditionnel de la formation des contrats.**

**214.** Ces règles classiques, mais incontournables, n'appelleront pas d'amples développements au-delà d'un simple rappel agrémenté d'un renvoi au droit commun. En revanche, nous insisterons sur la ligne de démarcation entre « dérivés de crédit » conclus de gré à gré et ceux négociés sur les marchés réglementés.

Tout contrat valablement formé répond aux exigences de l'article 1108 du code civil. Il subordonne cette validité à la présence du consentement de la partie qui s'oblige, à la capacité de contracter, à un objet certain formant la matière de l'engagement et à une cause licite. La capacité à contracter sera vue plus tard. L'objet licite est celle des prestations considérées en elles-mêmes. Lorsque l'objet est une prestation monétaire, cette prestation doit être déterminée ou déterminable. Les « dérivés de crédit » imposent de telles prestations soumises à cet impératif. En pratique, il n'existe pas de « dérivés de crédit » silencieux sur les modalités de calcul de ces prestations. Bien plus, ils peuvent prévoir de les faire calculer par un tiers indépendant des parties. La convention-cadre de la Fédération Bancaire Française l'envisage expressément<sup>483</sup>. L'ISDA franchit un seuil supplémentaire en prévoyant depuis peu le recours à un comité d'enchères chargé d'établir le montant de la perte<sup>484</sup>. L'opération contractuelle doit être licite et respecter l'ordre public ainsi que les bonnes mœurs. La cause, dont les sens ont été explicités précédemment et qui doit exister et être licite selon l'article 1131 du code civil, ne soulève guère de difficulté.

Le fait d'être nouées sur les marchés réglementés ne dispense pas ces opérations du respect de ces impératifs. Cependant, ils sont considérés comme transparents<sup>485</sup>. Les transactions découlent d'ordres émis par des professionnels sur des marchés dont l'existence, la structure et l'agencement sont adoués par les autorités publiques. Cette situation rend difficile l'apparition d'un défaut de capacité ou d'un vice de consentement. Ces conditions sont présumées satisfaites. La cause ne saurait être illicite car ils sont conclus par les intermédiaires. Le mobile poursuivi par l'un d'eux ne peut fonder l'annulation de la transaction. L'objet, sur un tel marché, existe et est licite. En réalité, les difficultés de consentement naîtraient plutôt en amont dans les relations entre ces professionnels et les donneurs d'ordres.

**215.** L'expression d'un consentement éclairé, seul susceptible de valider l'entrée dans un lien contractuel, réclame préalablement la parfaite information des parties. Ce souci a donné naissance à l'obligation précontractuelle d'information<sup>486</sup>. Sur les marchés réglementés, les opérations ne se concluent que par l'intermédiaire de professionnels, les prestataires de services d'investissements. La loi décrit la démarche à suivre. L'article L. 533-12 II du code monétaire et financier précise que ces professionnels « *communiquent à leurs clients, ..., les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause* ». L'article L. 533-13 II de ce code franchit un pas supplémentaire en exigeant qu'ils se renseignent expressément sur les connaissances et expérience des clients en

---

<sup>483</sup> Article 5 p. 39 de l'additif technique « opérations sur événement de crédit » complétant la convention-cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

<sup>484</sup> V. infra § 404.

<sup>485</sup> Anne-Catherine MULLER, « droit des marchés financiers et droit des contrats », op. cit. n° 33 p. 36.

<sup>486</sup> Souley AMADOU, « de l'exécution de l'obligation pré contractuelle d'information sur les marchés dérivés en France et aux états unis », BJBPF de nov.-déc. 1995 § 85 p. 461.

matière d'investissement. Après l'accomplissement de cette formalité, ils doivent, avant toute fourniture du service, les mettre en garde si le produit leur paraît inadapté ou si le client reste taiseux. En outre, sur les marchés réglementés, les donneurs d'ordres se trouvent sur un pied d'égalité car les principales caractéristiques des produits financiers sont déterminées par les entreprises de marché et le marché lui-même. Cette situation introduit une certaine neutralité vis-à-vis des parties.

Sur les marchés de gré à gré, sur lesquels se concentre l'essentiel de l'activité des « dérivés de crédit », les conventions sont conçues sur mesure pour répondre aux espérances des parties. Elles prennent un rôle prépondérant dans l'élaboration de la convention. La neutralité disparaît. Le droit commun retrouve la prépondérance. Normalement, chaque partie doit rechercher l'information et se renseigner par elle-même. Néanmoins, toutes les informations ne sont pas accessibles avec le même niveau de facilité pour tous. De plus, toutes ne sont pas capitales pour la conclusion de la convention. Le principe est qu'un contractant détenteur d'une information pertinente devra l'apporter à son partenaire ignorant lorsqu'il était légitime ou excusable qu'il la méconnaisse<sup>487</sup>. Les Tribunaux ont renforcé cette exigence à travers certaines décisions rendues au sujet de « produits dérivés » spéculatifs, ou plus largement d'opérations financières spéculatives. Un établissement de crédit doit informer son client des risques encourus dans des opérations spéculatives sur les marchés à terme hors le cas où ce client en a connaissance<sup>488</sup>. Le caractère légitime de l'opération est inopérant. Le lien de parenté entre « produits dérivés » et « dérivés de crédit » invite à l'extension et la transposition des règles même si peu de profane se risquent sur le marché de gré à gré des « dérivés de crédit ».

**216.** Pourtant, le problème de l'information lors de la conclusion d'un « dérivé de crédit » est plus aigu qu'ailleurs. Le taux de change ou d'intérêt, tout autre indice, évolue indépendamment de l'influence des parties. Chacune accède aux mêmes informations publiques pour anticiper l'évolution et évaluer les perspectives offertes. Il en va autrement des « dérivés de crédit ». Le risque de crédit porté par une créance ou un débiteur s'apprécie au regard de sa situation propre. Tout à chacun étudie des informations circulant publiquement. Mais certains, par le tissage de liens contractuels, connaissent des informations confidentielles sur un débiteur. Ces créanciers, détenteurs d'informations confidentiels ou privilégiés, profitent d'une situation particulièrement avantageuse lorsqu'ils envisagent de protéger ces créances par l'intermédiaire d'un « dérivé de crédit ». Songeons aux renseignements fournis à un établissement de crédit à qui un financement est sollicité. Dès lors, l'asymétrie d'information entoure la conclusion de ces « dérivés de crédit ». L'une s'abstient, en toute connaissance de cause, de communiquer à l'autre des renseignements pertinents sur le sous-jacent ou le débiteur de référence alors que ces renseignements seraient de nature à empêcher ou modifier le contenu du contrat. Indépendamment de ses souhaits, le lien contractuel initial du débiteur lui interdira la communication et divulgation de ces informations sous peine d'engager sa responsabilité vis-à-vis de ce débiteur. La conservation de cette information privilégiée sera encouragée par les obligations relatives au secret bancaire. La réglementation a conscience de cette problématique. L'article R. 214-14 du code monétaire et financier, dédié aux OPCVM et « dérivés de crédit », comporte un alinéa l'obligeant à prendre « *en compte de façon appropriée le risque que son contractant détienne des informations auxquelles il n'a*

<sup>487</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 259 p. 268 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 304 p. 147.

<sup>488</sup> Au sein d'une jurisprudence abondante : Cass. com., 5 nov. 1991, arrêt *Buon c/ BPBA*, Bull. civ. IV n° 327 p. 227, RTD com. 1992 p. 436 obs. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, JCP E 1992 I n° 158 p. 303 obs. Charles GAVALDA et Jean STOUFFLET, BJBPF mai-juin 1993 § 56 p. 292 note Frédéric PELTIER. Cass. com., 18 mai 1993, arrêt *Assouline c/ soc. Nancéienne Varin Bernier*, D.S. 1994 J p. 142 note Ibrahim NAJJAR ; Cass. com., 14 juin 2005, arrêt *Sadik c/ BRO*, BJBPF mai-juin 2006 § 70 p. 307 com. B. LE BARS, RTD com. 2006 p. 157.

*pas accès* ». Les conventions-cadres sont plus explicites. L'additif technique sur opération sur dérivé de crédit, en son article 7.5, stipule que « *dans le cadre de ces relations, une partie ou l'un de ses affiliés ou l'agent peut bénéficier d'informations privilégiées ou confidentielles sur l'entité de référence ou sur le sous-jacent de référence en raison de ses relations avec l'entité de référence. La conclusion d'une opération sur événement de crédit n'oblige pas cette partie ou l'un de ses affiliés ou l'agent à divulguer cette information privilégiée ou confidentielle à l'autre partie* »<sup>489</sup>. La volonté des opérateurs, et peut être du pouvoir réglementaire, s'oriente vers l'abstention de sanction des asymétries d'informations pertinentes persistantes en matière de « dérivé de crédit » en contradiction flagrante avec le droit commun. Reste à savoir comment les juridictions accueilleront et se saisiront de ces clauses.

Les effets contractuels normalement dégagés du droit commun sont parfois amoindris pour les « dérivés de crédit ». Elle est soit commune et cantonnée à certaines opérations financières, celles passées sur un marché réglementé soit propres à tous les « dérivés de crédit » comme la tolérance de l'asymétrie d'information pertinente. Ces amoindrissements s'étendent aussi aux vices du consentement.

## **2. Les atténuations de l'invocation des règles relatives aux vices du consentement.**

**217.** Le consentement donné à la formation d'un contrat ne doit pas être vicié. Selon l'article 1109 du code civil, le consentement donné lors de la conclusion d'un « dérivé de crédit » ne doit pas avoir été donné par erreur, extorqué par violence ou dol. L'erreur n'est pas une cause systématique de vice du consentement. Certaines circonstances doivent être réunies. L'erreur obstacle, celle pour laquelle les parties ne se sont pas comprises, est une cause d'annulation du contrat pour vice du consentement. Par exemple, elles ne se sont pas entendues sur la nature ou l'objet du contrat, l'une voulait louer et l'autre acheter. En matière de « dérivé de crédit », l'erreur porterait sur la nature du contrat faisant que l'une ne comprend pas avoir conclu un « dérivé de crédit ». L'erreur est aussi reconnue, selon l'article 1110 du code civil, quand elle porte sur la substance de la chose ou sur ses qualités substantielles. Cette erreur touche tant la matière qui la constitue que la principale qualité que le contractant avait en vue en concluant la convention. Mais l'introduction d'un aléa interdit de revendiquer une erreur sur la substance. Cette erreur est fermée aux « dérivés de crédit » qui sont des contrats aléatoires. Le droit refuse en revanche d'inclure l'erreur sur la valeur parmi les vices du consentement. Les engagements des « dérivés de crédit » s'exécutent souvent sous forme de prestation monétaire. En conséquence, les contractants ne sauraient invoquer une erreur dans l'appréciation des prestations réciproques pour solliciter la nullité de l'engagement. Cette argumentation ne saurait rien d'autre qu'une nullité pour erreur sur la valeur. Elle ne saurait déboucher sur une action efficiente. Ainsi, un « dérivé de crédit » prévoyant la remise de titres dégradés contre une prestation monétaire ne sera par remise en cause ni pour l'erreur sur la substance, ni pour erreur sur la valeur. Cela serait foncièrement contraire à leur philosophie. Le vendeur de protection sait, par les clauses du contrat, qu'il pourra être amené à acquérir des titres ou des créances à un prix surévalué lors du déclenchement de la protection. Remettre en cause ce choix par l'erreur sur la substance ou sur la valeur n'est en soi pas admissible. De surcroît, il est aisé de relever que la frontière entre erreur sur la substance et sur la valeur est très mince avec les « dérivés de crédit ».

---

<sup>489</sup> Art. 7-5 p. 39 de l'additif technique « opérations sur événement de crédit » complétant la convention-cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

La nullité contractuelle pour violence reste théorique en matière financière. Elle n'a jamais été invoquée en matière financière.

La portée du dol, la tromperie incitant un contractant à accepter de conclure un « dérivé de crédit », est limitée. Elle recouperait partiellement la réticence dolosive et l'asymétrie d'information suintant intrinsèquement des « dérivés de crédit ».

L'organisation des marchés réglementés et la nature des produits financiers proposés rendent difficile l'émergence d'une erreur, d'une violence ou d'un dol.

Pourtant, il est un domaine du droit susceptible de prendre une importance croissante au regard de l'importance risquée et spéculative des produits financiers, celui de la capacité des contractants.

### **3. Les restrictions à la liberté de conclusion des « dérivés de crédit ».**

**218.** Les règles générales consacrées à la capacité, ou plutôt à l'incapacité, de contracter ont vocation à s'appliquer. Les incapables majeurs ou mineurs ne peuvent conclure ces instruments risqués. Les représentants des personnes morales peuvent les conclure dans la limite de l'objet social de la société et des pouvoirs et de la procédure statutaire. A ce sujet, l'article 6 de la convention-cadre, nommé déclarations, rappelle dans un deuxième point que chaque partie « *a tout pouvoir et capacité de conclure la convention et toute transaction s'y rapportant et que celles-ci ont été valablement autorisées par ses organes de direction ou par tout autre organe compétent* ». Le troisième point ajoute que « *les transactions sont conclues par des personnes dûment habilitées à cet effet* »<sup>490</sup>. Au lieu de ces règles classiques, nous développerons celles qui les compléteraient en introduisant des adaptations à la matière financière aux « dérivés de crédit ». A ce propos, nous nous arrêterons à trois séries de question concernant les OPCVM, les collectivités publiques et les entreprises d'assurance.

#### **a. La capacité de conclure des « dérivés de crédit » des OPCVM.**

**219.** La réglementation sur les rapports entre les Organismes en Placement Collectif de Valeurs Mobilières et les « dérivés de crédit » est développée grâce à l'article R. 214-14 du code monétaire et financier. La volonté des autorités est de protéger les investisseurs. Il énonce qu'un tel organisme « *peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme répondant aux caractéristiques des dérivés de crédit définis par les conventions mentionnées aux articles L. 211-36 et L. 211-36-1* ». Ils doivent être passés en respectant les articles R. 214-12 et R 214-13. De plus, après le rappel de ce que ces contrats doivent permettre le transfert du risque de crédit lié à un actif sous-jacent indépendamment des autres risques liés à cet actif sous-jacent, il impose le respect de certains critères. En exécution des règles juridiques fixées dans le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, cet organisme doit prendre en compte de façon appropriée le risque que son cocontractant détienne des informations auxquelles il n'a pas accès. Il liste la qualité des émetteurs sous-jacents sur lesquels ils peuvent conclure indépendamment ou cumulativement un « dérivé de crédit » : un ou plusieurs états, un ou plusieurs organismes publics internationaux dont un ou plusieurs états membres de la communauté européenne sont membres, une ou plusieurs collectivités territoriales de la communauté européenne ou encore

---

<sup>490</sup> Art. 6.2 et 6.3 de la convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

une ou plusieurs personnes morales ayant émis des titres de créance. Ces titres de créances doivent répondre aux critères du II de l'article R. 214-2. Au moins l'une des émissions publiques de cet émetteur doit avoir été l'objet d'une notation obtenue auprès d'un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie. Pour la protection des titres de capital émis sur un marché réglementé, ils doivent s'astreindre à respecter le I de ce même article. Le dénouement de ces contrats ne doit donner lieu qu'à la livraison ou au transfert d'actifs, en ce compris les espèces, éligibles à l'actif d'un de ces organismes. La liberté contractuelle de conclusion des « dérivés de crédit » par les OPCVM n'est pas totale. Elle est amoindrie. Voyons maintenant ce qu'il en est pour les collectivités publiques.

#### b. La capacité de conclure des « dérivés de crédit » des collectivités publiques.

**220.** Les « dérivés de crédit » sont financièrement périlleux. Ce danger est-il compatible avec les personnes morales de droit public. Contrairement aux entités précédentes, aucune disposition légale ou réglementaire explicite ne solutionne la question. Les indications doivent être recherchées par analogie avec les produits dérivés. En effet, ils figent ou limitent le coût d'endettement dont les collectivités ne peuvent se passer. Ils offrent des points communs avec les « dérivés de crédit » en ce qu'ils peuvent être utilisés autant pour une fonction de couverture que de spéculation. Cette dernière utilisation est antinomique du rôle poursuivi par les personnes publiques, l'Etat, les collectivités territoriales et les établissements publics. Elles sont chargées de poursuivre aux meilleures conditions la satisfaction de l'intérêt général ou d'un intérêt public plus centralisé. La spéculation est appréhendée comme la recherche du profit avec une prise de risque augmentée et injustifiée. Elle n'est pas l'objectif et le sens profond des collectivités publiques. Pour gérer ce rapport, une circulaire interministérielle du 15 septembre 1992 est intervenue. Elle a décidé que « *l'engagement des finances des collectivités locales dans les opérations de nature spéculative ne relève ni des compétences qui leur sont reconnues par la loi, ni de l'intérêt général précité* »<sup>491</sup>. Par contre, elle admet que « *les opérations de couverture des risques financiers répondent à des motifs d'intérêt général* ». Les collectivités publiques ne doivent pas initier d'opérations spéculatives. Ce raisonnement doit être transposé aux « dérivés de crédit ». Ils se montreraient utiles pour sécuriser le remboursement de certaines créances ou rentrées d'argent, comme le remboursement de subventions ou aides consentis à certaines activités économiques en difficultés ou sinistrés, les mesures de soutien adoptés

---

<sup>491</sup> Circulaire Interministériel du 15 septembre 1992 relative aux contrats de couverture du risque de taux d'intérêt offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux, bulletin officiel du ministère de l'intérieur et de la sécurité publique du troisième trimestre 1992. V. aussi Alain GISSINGER et Laurent DERUY, « les contrats financiers des collectivités locales », O.F. n° 358 du 6 juin 1995 p. 30 ; KLOPFER Michel, « endettement, gestion des flux et des stocks », J.-Cl. collectivités locales fasc. 2110 n° 175 et s. p. 20 ; Pierre GISSINGER et Alain GAUVIN, « les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit », loc. cit. p. 236 ; Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « la maîtrise des risques juridiques des produits dérivés », B. n° 583 de juil.-août 1997 p. 48 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 188 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « swap, FRA, caps, floors, collars, option de taux d'intérêts », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2293 p. 1168 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 823 et s. pp. 328 et s. ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 104 p. 29 ; Michel BOUVIER, Marie-Christine ESCLASSAN et Jean-Pierre LASSALE, « finances publiques », LGDJ 10<sup>ème</sup> édition 2010.

suite à la dernière crise financière, des mesures structurelles destinées à certaines professions, l'agriculture, mais aussi couvrir certains redressements fiscaux.

En revanche, les établissements publics et commerciaux recherchent plus naturellement à dégager du profit. Cette liberté accrue reste soumise au principe de spécialité de leur objet défini par leurs règles constitutives. Toutes leurs activités doivent avoir un lien direct avec cet objet. La conclusion des opérations dépendra soit de la bonne gestion de leur patrimoine, soit de leurs missions, soit de leurs étroites contributions à l'amélioration de l'exercice de ces missions soit encore à la connexité avec leurs activités principales sans aller jusqu'à les dénaturer. Ils disposent d'une faculté plus large de conclusion des « dérivés de crédit » puisqu'ils peuvent entrer dans un lien spéculatif.

**221.** Même pour les « produits dérivés » qu'elles peuvent conclure, leurs conditions d'utilisation par les collectivités publiques sont précisées par cette circulaire. Elle invite à ne les conclure qu'avec des contreparties fiables, à savoir les établissements de crédit. Le contrat doit avoir pour effet de réduire le risque de variation de valeur affectant l'élément couvert. L'identification du risque doit tenir compte de l'ensemble de ses créances et dettes. Il doit être procédé à une corrélation des valeurs entre les éléments couverts et les contrats de couverture. Le montant total notionnel des dettes de référence ne peut dépasser, pour une même collectivité et tous les contrats de couverture confondus, le montant total de la dette existante augmenté de celui de la dette inscrite au budget en cours d'exercice dans la mesure où celle-ci est effectivement contractée. La décision incombe à l'organe délibérant de la collectivité.

En matière de « dérivé de crédit », le raisonnement doit être modifié. La référence ne serait plus la dette de la collectivité, mais sa créance. Le montant total de ces « dérivés de crédit » de couverture ne devrait pas excéder le montant notionnel des créances existantes augmenté de celles naissant pour l'année en cours. De plus, afin de prohiber tout esprit de spéculation, elles ne pourraient former un « dérivé de crédit » qu'en qualité d'acheteuse de protection. Elle devrait se voir interdire la fonction de vendeuse de protection en raison du risque de perte potentiellement illimitée susceptible d'être engendré. La capacité de conclusion des « dérivés de crédit » doit être restreinte s'agissant des collectivités publiques.

#### c. La capacité de conclure des « dérivés de crédit » des entreprises d'assurances.

**222.** La gestion du risque de crédit n'est pas le centre d'intérêt essentiel et capital des entreprises d'assurances. Elles organisent la protection contre les risques d'une multitude d'assurés. Leur objet social n'est pas de spéculer financièrement. Une entreprise d'assurance est amenée à gérer d'importantes sommes collectées auprès des assurés : fonds récoltés par l'assurance-vie aux fins de placement, addition des primes d'assurance jusque la ponction des sommes nécessaires à l'indemnisation des sinistres. Elles sont amenées à les placer et dégager un maximum de profit. Elles deviennent créancières des prestations de placement. L'article R. 332-45 du Code des Assurances prévoit qu'une « entreprise d'assurance peut utiliser un instrument financier à terme au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier s'il permet, en adéquation avec les engagements de l'entreprise, une gestion efficace et prudente du placement ou du groupe de placements détenus, visant à titre principal au maintien de sa valeur ou de son rendement ». Elles peuvent recourir aux « dérivés de crédit » avec une certaine latitude car la gestion se doit d'être efficace et prudente : rien ne leur interdit de prendre position en tant qu'acheteuse ou vendeuse de risque. Une certaine spéculation est envisageable en restant mesurée par les bornes posées plus haut.

Bien que placé sous le signe de la liberté contractuelle, les utilisateurs des « dérivés de crédit » ne profitent pas d'une latitude totale. Certaines entités ne peuvent les négocier comme elles l'entendent. Elles sont astreintes au respect de règles de protection. La liberté de formation du contrat est modulée. Mais elle est aussi supervisée par le pouvoir de requalification des conventions laissé aux magistrats.

## B. Le pouvoir de requalification du contrat par les magistrats.

**223.** Les « dérivés de crédit » n'ont pas été confrontés à la justice en France, certainement en raison de leur caractère international et de leur utilisation limitée à un secteur très spécialisé. Les contrats seront certainement dénommés sous l'intitulé de « dérivé de crédit » ou sous celui plus précis d'une des grandes branches de famille. Or toute juridiction saisie d'une difficulté ne doit pas s'arrêter à l'apparence du litige proposé. Face à une convention clairement dénommée, il est légalement invité à procéder à l'exacte qualification de l'acte en cause par l'alinéa 2 de l'article 12 du code de procédure civile. Cette disposition mentionne que le magistrat « *doit donner ou restituer leur exacte qualification aux faits et actes litigieux sans s'arrêter à la dénomination que les parties en auraient proposée* ». Les juges appliquent scrupuleusement cette règle en usant de ce pouvoir<sup>492</sup>. Ainsi, toute rencontre avec un « dérivé de crédit » l'obligera à analyser dans le détail la convention et les engagements spécifiques de chaque partie. Né de l'imagination des praticiens, intégrés de manière très parcellaire dans notre législation, il lui sera difficile de les rattacher à une figure juridique connue. La difficulté majeure sera son identification et la reconnaissance de son statut juridique. De grandes zones d'ombres présideront au règlement du litige. Face au peu de références juridiques légales susceptible d'éclairer leur nature, le danger est de recourir à un système juridique proche et connu, apparemment approprié, mais désynchronisé de la volonté contractuelle. La conséquence inattendue sera l'application de règles de droit modifiées par l'octroi d'un régime juridique inadapté. Cet inconvénient de taille sera d'autant plus grand que seront proches les stipulations conventionnelles de certains « dérivés de crédit » et d'autres conventions nommées<sup>493</sup>. Les « dérivés de crédit » seront attirés par ce régime juridique connu et se verront appliquer des règles de droit non-envisagées ni désirées. Elles pourraient déboucher sur un résultat inverse à celui ambitionné. L'attraction des « dérivés de crédit » par ce régime juridique divergeant sera très mal supportée par les parties contractantes.

**224.** Les « dérivés de crédit » s'acclimateront difficilement de ce pouvoir de requalification susceptible de modifier profondément le régime juridique voulu par les parties. C'est pourquoi elles doivent veiller à parsemer leur contrat de stipulations propres éviter toute confusion avec un régime juridique préexistant. Bien évidemment, la liberté contractuelle implique de pouvoir déterminer la volonté des parties, pierre angulaire de ces conventions.

---

<sup>492</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 5 av. 1968, arrêt *Januszewski c/ Demoiselle Combette et a.*, Bull. civ. III n° 162 p. 128 : « *que les juges du fond qui ne sont pas liés par la qualification juridique donnée par les parties à une convention* » ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 29 janv. 1970, arrêt *époux Besançon c/ consorts Pin*, Bull. civ. III n° 73 p. 53 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 11 janv. 1972, arrêt *Salmon c/ conseil d'organisation construction Immobilière Française*, Bull. civ. III n° 27 p. 20 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 juil. 1981, arrêt *consorts Russier c/ M. Samuel Russier*, Bull. civ. I n° 250 p. 206 ; Cass. soc., 26 mars 1985, arrêt *Pâque c/ l'association régionale pour la formation et l'éducation des migrants*, Bull. civ. V n° 215 p. 155.

<sup>493</sup> V. infra § 332 et s.

## § II - La détermination de la volonté contractuelle des parties.

**225.** Déterminer la volonté des parties est essentielle dans un système juridique laissant la part belle à l'autonomie de la volonté. L'attribution de la force légale à la convention des contractants rend indispensable le respect de cette volonté. Ce respect impose de savoir ce que recherchaient précisément les parties. Deux problèmes majeurs se posent à quiconque porte son regard sur cette volonté contractuelle. Que faire lorsqu'elle n'est pas limpide ? Ce qui revient à se demander comment l'interpréter. Mais plus que cela, comment prouver cette volonté contractuelle ?

### A. La façon de procéder : l'interprétation des contrats.

**226.** L'interprétation des contrats se situe dans un guide intégré à l'intérieur du code civil aux articles 1156 et suivants<sup>494</sup>. La force juridique de ce mode d'emploi est toute relative. De manière surprenante, la force impérative leur est retirée. Cette place particulière est rappelée par maintes décisions de justice énonçant que ces dispositions n'ont qu'une valeur indicative. Les juges ne sont pas tenus de s'y référer ni même de les respecter<sup>495</sup>. Ils disposent d'un pouvoir souverain d'interprétation<sup>496</sup>. Leur ignorance, leur violation, n'est pas un motif de cassation malgré les critiques d'une partie de la doctrine<sup>497</sup>. Néanmoins, il ne faut pas les négliger. Elles sont utiles à l'appréhension du raisonnement interprétatif. Certaines ont été ultérieurement reprises dans d'autres textes contraignants du droit positif. Enfin, elles sont parfois implicitement appliquées par simple bon sens sans être nommément visées<sup>498</sup>.

---

<sup>494</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 443 p. 462 ; Philippe SIMLER, « contrats et obligations : interprétation du contrat : l'instrument, notion, normes, champ d'application », J.-Cl. Civ. art. 1156 à 1164 fasc. 10 ; Jacques DUPICHOT, « pour un retour aux textes : défense et illustration du « petit guide-âne » des art. 1156 à 1164 C.C. », études offertes à J. FLOUR, répertoire du notariat Defrénois 1979 p. 179.

<sup>495</sup> Cass. req., 13 fév. 1883, arrêt *Caisse départementale des Ardennes c/ Tellier*, S. 1883 I p. 466 : « l'article 1162 n'a pas un caractère impératif ; ses dispositions, ainsi que celles des articles compris dans la même section, constituent des conseils donnés aux juges par le législateur pour l'interprétation des conventions, et non des règles absolues » ; Cass. req., 16 fév. 1892, arrêt *Tain c/ Cimetière*, S. 1892 I p. 409 ; Cass. civ., 10 mai 1948, arrêt *Gacem c/ Mengual*, et Cass. soc., 11 mai 1948, arrêt *Guesdon c/ Bardoux*, G.P. 1948 p. 41 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 17 oct. 1961, arrêt *époux Bettevaux c/ Consorts Dubouloz et a.*, Bull. civ. I n° 464 p. 368 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 13 fév. 1962, arrêt *Durr c/ Sylvestre*, Bull. civ. I n° 96 p. 84, D. S. 1962 p. 97 ; Cass. soc., 20 fév. 1975, arrêt *Chiry c/ SA Garraud*, Bull. civ. V n° 93 p. 85, D. 1976 J. p. 42 note Yves SERRA ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 6 mars 1979, arrêt *Banque Scalbert-Dupont c/ SCI Fabille*, Bull. civ. I n° 81 p. 66, D. 1979 p. 396 ; Cass. com., 19 janv. 1981, arrêt *S.A. garage de la Méditerranée c/ S.A. Esso*, Bull. civ. IV n° 34 p. 25, JCP G 1981 IV p. 116 obs. R. DEPEYROT et D. AUTIÉ ; Cass. soc., 3 juin 1981, arrêt *M. Januel c/ assurances générales de France*, Bull. civ. V n° 490 p. 369 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 av. 1986, arrêt *Lainé c/ La Prévoyance*, RGAT 1986 p. 403 note Jean BIGOT ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 déc. 1995, arrêt *M. Freulon c/ association des chasseurs de gibiers d'eau d'Ille et Vilaine*, Bull. civ. I n° 466 p. 324, JCP 1996 IV n° 356 p. 46, RTDC 1996 p. 611 n° 7 note J. MESTRE ; Cass. com., 18 mars 1997, arrêt *soc. Sogesco c/ Enjulbert ès qual.*, RJDA 1/97 n° 868 p. 594.

<sup>496</sup> Cass. req., 17 av. 1877, arrêt *Bessemer c/ Schneider*, S. I 1877 p. 262 ; Cass. req., 16 déc. 1895, arrêt *C<sup>ie</sup> d'assurance terrestre la Nation c/ Colloud*, S. 1899 I p. 387.

<sup>497</sup> Jacques DUPICHOT, « pour un retour aux textes : défense et illustration du « petit guide-âne » des art. 1156 à 1164 C.C. », loc. cit. p. 179 ; Pour Yves SERRA, en présence d'un conflit du travail, ce texte ne devrait pas être écarté en vertu de sa fonction protectrice à l'égard du salarié et serait conforme à l'esprit du droit du travail dans ses com. sous Cass. soc., 20 fév. 1975, arrêt *Chiry c/ SA Garraud* préc.

<sup>498</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 av. 1991, arrêt *soc. institut de la piscine c/ Valory*, cont. conc. cons. juil. 1991 n° 159 p. 2 note Laurent LEVENEUR.

L'interprétation des contrats découle en ligne droite de la présence d'un contrat et de l'autonomie de la volonté. Cette autonomie est le phare de l'interprétation des contrats. Nous commencerons par justifier cette affirmation. Puis nous confronterons les « dérivés de crédit » aux règles d'interprétation. Elles donneront lieu à quelques interrogations, comme la place des usages ou l'influence de certains documents sur l'interprétation. Enfin, comment comprendre un « dérivé de crédit » lorsque le doute persiste ?

### **1. L'autonomie de la volonté : la phare de l'interprétation des contrats.**

227. L'autonomie de la volonté présidant à la formation des contrats, il est logique qu'elle guide l'interprétation. Certaines dispositions rappellent cette évidence. L'article 1156 du code civil en est le symbole. Il énonce qu'« *on doit dans les conventions rechercher quelle a été la commune intention des parties contractantes, plutôt que de s'arrêter au sens littéral des termes* ». La volonté des parties s'impose sur le sens et la forme des termes. Il exprime la recherche subjective de cette volonté, ce qui est toute la difficulté de l'exercice. Cette disposition ne se transforme pas en une autorisation de recherche extensive et sans limite de cette volonté. Cette recherche ne doit pas provoquer de dénaturation de la convention sous peine de violer la préservation de l'autonomie de la liberté contractuelle et de la volonté des parties. Une convention claire et précise se doit d'être comprise telle quelle sous peine de censure de la décision<sup>499</sup>. Seules les conventions ambiguës doivent offrir une marge appréciable de détermination de la volonté contractuelle. La commune intention est celle recherchée par toutes les parties au contrat. Il n'est pas idoine de se contenter de la volonté d'une seule d'entre elles sous peine de sanction<sup>500</sup>. D'ailleurs, ces dispositions comportent un autre garde-fou qui ramène là encore au respect de la volonté contractuelle. L'article 1163 du code civil expose qu'il est interdit de régir des matières sur lesquelles les parties n'ont pas voulu contracter même si la convention est rédigée en terme très généraux. Les magistrats doivent limiter leurs réflexions aux « *choses sur lesquelles il paraît que les parties se sont proposé de contracter* ». Pour un « dérivé de crédit », l'interprétation sera la volonté des parties, toute la volonté des parties, ni plus ni moins. Néanmoins, les conseils d'interprétation des contrats renvoient à certaines notions qui appellent quelques remarques lorsqu'elles sont mises en perspective avec les « dérivés de crédit ».

---

<sup>499</sup> Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER et Xavier BACHELLIER, « la technique de cassation, pourvois et arrêts en matière civile », Dalloz, méthode du droit, 6<sup>ème</sup> édition 2006 p. 78 ; Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l'entreprise », op. cit. n° 1859 p. 334 ; Groupe de travail, « droit et pratique de la cassation en matière civile », Litec 2<sup>ème</sup> édition 2003 n° 240 p. 101 ; Jacques BORÉ et Louis BORÉ, « la cassation en matière civile », Dalloz 2008 chapitre 79 ; Jacques BORÉ, « un centenaire : le contrôle par la cour de cassation de la dénaturation des actes », RTDC 1972 p. 249 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 459 p. 476.

Cass. req., 13 fév. 1883, arrêt *Caisse départementale des Ardennes c/ Tellier* : « *l'interprétation ne donnerait ouverture à cassation que si l'arrêt attaqué avait méconnu ce qui est de l'essence du contrat ou en avait dénaturé la substance* » ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 23 oct. 1961, arrêt *Sarl Garage du Hall Saint-Ferdinand c/ Savignat*, D. 1962 J. p. 45 note René RODIÈRE, RTDC 1962 n° 10 p. 312 obs. André TUNC ; Cass. com., 30 juin 2004, arrêt *Maurel c/ Saint-Didier*, RJDA 01/05 n° 3 et 23 pp. 8 et 20.

<sup>500</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 janv. 1970, arrêt *soc. française de recours c/ Dame Bruges*, Bull. civ. I n° 24 p. 20, RTDC 1972 n° 115 p. 303 note Jacques BORÉ.

## 2. Les « dérivés de crédit » et l'usage.

**228.** Selon ces dispositions, l'usage peut aider à fixer la volonté contractuelle. Nous y reviendrons dans un premier temps. Ensuite, nous exposerons brièvement la notion d'usage avant de l'envisager en rapport avec les « dérivés de crédit ».

### a. La place de l'usage dans l'interprétation des contrats.

**229.** L'usage est à prendre en considération en ce qu'il a été introduit dans deux dispositions du code civil, les articles 1159 et 1160 du code civil. Le premier combat l'équivoque et le second pallie le silence des contractants. Le premier dispose que « *ce qui est ambigu s'interprète par ce qui est d'usage dans le pays où le contrat est passé* ». L'usage apporte un éclairage sur la volonté des parties selon le lieu et les habitudes prises dans un pays. L'article 1160 du code civil complète la volonté des parties lorsque leur convention garde le silence sur un point de droit indispensable à sa compréhension et application. Il est possible de « *suppléer dans le contrat les clauses qui y sont d'usage, quoiqu'elles n'y soient pas exprimées* ». L'usage peut remplacer la volonté des parties qui n'aurait pas été exprimée lors de sa conclusion. Son rôle s'expliquera aisément par sa description.

### b. La notion d'usage.

**230.** L'usage est une règle « *que les particuliers suivent habituellement dans leurs actes juridiques et auxquelles ils sont censés s'être tacitement référés...* »<sup>501</sup>. Il est employé comme synonyme de « coutume »<sup>502</sup>. Les deux sont ancrés dans l'habitude. Les sujets de droits y recourent instinctivement, régulièrement et sans exception sans douter de son opportunité. Ce qui les distingue, outre leur sanction, la coutume étant impérative par nature, repose sur l'opposabilité et le domaine d'application des notions. La coutume s'applique à tous les ressortissants de sa zone géographique sans discussion possible. Tous adhèrent à la conviction qu'elle bénéficie d'une force contraignante incontournable. A l'inverse, un usage reste centré sur certains sujets, les membres d'une profession par exemple. Son cercle d'opposabilité est extensible à des personnes traitant avec des parties astreintes à l'usage. Sa force obligatoire est plus facilement admise entre « professionnels » de l'usage qu'à l'égard d'une personne profane qui lui est extérieure. Pour y astreindre ce tiers, l'exigence de connaissance et de réputation de l'usage est plus stricte sous peine de refus d'application. Nous pouvons écarter la notion de coutume des « dérivés de crédit ». Ils sont pour l'instant aux antipodes de la connotation de tradition géographique sous-tendue par ce terme. Mais l'usage n'est pas sans poser un certaines questions face aux « dérivés de crédit ».

---

<sup>501</sup> Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », op. cit.

<sup>502</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. : « *norme de droit objectif fondée sur une tradition populaire (consensus utentium) qui prête à une pratique constante, un caractère juridiquement contraignant ; véritable règle de droit (comme la loi) mais d'origine non étatique (et en général non écrite) que la collectivité a fait sienne par habitude (diuturnus usus) dans la conviction de son caractère obligatoire (opinio necessitatis)* ». Sur les difficultés à les distinguer : Pascale DEUMIER, « coutume et usage », Rép. Civ. D. n° 20 ; Gérard CORNU, « introduction au droit », Montchrestien 13<sup>ème</sup> édition 2007 n° 76 et 419 pp. 49 et 219 ; Boris STARCK, Henri ROLAND et Laurent BOYER, « introduction au droit », Litec 5<sup>ème</sup> édition 2000 n° 901 p. 339 ; Jean-Luc AUBERT et Éric SAVAUX, « introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil », Arnaud COLIN 12<sup>ème</sup> édition 2008 n° 116 p. 108.

### c. La problématique posée par les « dérivés de crédit ».

**231.** L'habitude et la durée sont les caractéristiques de l'usage. Comment les concilier avec la pratique financière, la rapidité de développement de nouveaux contrats, la mouvance permanente du secteur, avec la pérennité de l'usage ? Il pose également la question de l'identification du moment de naissance d'un usage. Une durée minimale est-elle requise ? Quelle est-elle avant qu'une pratique puisse se voir qualifier d'usage ? Ce débat est aujourd'hui éteint. La durée est sans importance. Ce qui prime est l'utilisation unanime de la norme par l'ensemble d'une catégorie de sujets de droit. Même une pratique contemporaine peut devenir un usage si elle employée par tous. Des règles non-écrites employées par les utilisateurs des « dérivés de crédit » peuvent devenir un usage si tous s'y astreignent sans exception. Plusieurs considérations sont à prendre en compte. D'abord, pour qu'un usage soit adjoint aux « dérivés de crédit », il doit s'étendre à l'ensemble de leurs branches. Or ils forment une très grande mosaïque de contrats différents. Il peut devenir délicat de leur trouver un usage commun. Il faudrait alors se rabattre sur des pratiques concernant une seule de ces branches. Dans ce cas, tous les utilisateurs de cette catégorie doivent y recourir avec constance pour qu'émerge un usage. Peut-on également admettre qu'une variante d'un « dérivé de crédit » confidentiel, peu usité, soit considérée comme une pratique ? Le peu d'utilisateurs rend improbable la reconnaissance d'un usage. De même, il est renvoyé à une pratique suivie dans une région spécifique ou par une profession. Les « dérivés de crédit » sont internationaux. Il ne se cantonne pas à une zone géographique précise. Ils ne sont pas non plus utilisés par une seule et unique catégorie de professionnels. Gestionnaire de fortune, assureurs, établissements de crédit, sociétés commerciales ou autres peuvent en conclure. Il n'y a assurément pas communauté de profession. L'apparition d'un usage réclame son application par une communauté d'utilisateurs, c'est-à-dire une renommée tout au moins dans ce cercle. Or leur confidentialité est un frein à cette notoriété.

**232.** De plus, il est malcommode de tirer de cet usage une utilité pour les « dérivés de crédit ». La première disposition fait expressément référence aux usages d'un pays. Or les « dérivés de crédit » sont internationaux. Ils ne se rattachent pas à un pays précis. Il est délicat d'appliquer de la sorte cette disposition, sauf à se dispenser de retenir ce critère. Quant à la deuxième disposition, les juridictions y adjoignent des conditions draconiennes pour son application. L'usage doit exister<sup>503</sup> et être reconnu en cette qualité<sup>504</sup>. L'omission relevée doit être involontaire. Les parties entendaient en faire application. Les tribunaux ne doivent pas se substituer aux parties en choisissant des éléments du contrat à leur place<sup>505</sup>. En matière de « dérivé de crédit », il est de toute façon délicat de laisser ce choix à d'autres que les parties. Les modalités de ces conventions sont nombreuses et variées. Un usage ne saurait être dégagé pour suppléer leur volonté.

Malgré leur intérêt, ces dispositions apparaissent dénuées de véritable efficacité pour l'interprétation des « dérivés de crédit ». Mais se substituant aux usages, des outils spécifiques existent qui peuvent aider à l'interprétation des « dérivés de crédit ».

---

<sup>503</sup> Cass. com., 6 juil. 1966, arrêt *soc. Wagner c/ soc. Middle East Cotton Cy*, JCP G 1967 II n° 15.088 note Philippe KAHN.

<sup>504</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 26 nov. 1981, arrêt *M. Saintot c/ S.A. Maison de Santé de Saint-Mandé*, Bull. civ. I n° 356 p. 302.

<sup>505</sup> Rouen, 29 nov. 1968, arrêt *Guéry c/ S.A. Druart*, D.S. 1969 J. p. 146, RTDC 1969 p. 561 obs. Yves LOUSSOUARN ; Cass. com., 17 mai 1988, arrêt *M<sup>me</sup> Garan c/ M. Marachian*, Bull. civ. IV n° 167 p. 116, JCP 1988 IV p. 256 remarques de R. DEPEYROT et D. AUTIÉ ; Cass. com., 31 mai 1988, arrêt *soc. APPM c/ soc. Aplix*, Bull. civ. IV n° 189 p. 132, RTDC 1989 p. 71 n° 5 chron. Jacques MESTRE, JCP 1988 IV p. 279 remarques de R. DEPEYROT et D. AUTIÉ.

### **3. Les autres outils d'aide à l'interprétation des « dérivés de crédit ».**

**233.** Lorsque sont interprétées des conventions, il est possible de s'aider de certains mécanismes. Le code civil envisage par exemple certaines explications comme l'illustration. L'article 1164 du code civil indique que « *lorsque dans un contrat, on a exprimé un cas pour l'explication de l'obligation, on n'est pas censé avoir voulu par là restreindre l'étendue que l'engagement reçoit de droit aux cas non exprimés* ». Les exemples développés dans un contrat pour l'illustrer ne sont pas restrictifs, mais didactiques. Un exemple illustrant un « dérivé de crédit » éclairera son application sans limiter les engagements pris. De plus, le législateur s'est inquiété du langage manifesté dans une convention. Le langage n'exprime qu'imparfaitement la pensée des parties. Il évolue. Il prend des sens différents selon les secteurs d'activités, les métiers etc. : le langage juridique ne plagie pas forcément le langage courant<sup>506</sup> ! Les parties peuvent ne pas se comprendre<sup>507</sup>. L'article 1157 de ce code demande que soit donné à une clause ambiguë<sup>508</sup> le sens qui lui fera produire des effets par rapport à celui qui ne donnera aucun résultat tangible<sup>509</sup>. Il est présumé que les parties voulaient rendre efficace leur convention plutôt que de comporter « *des dispositions impossibles à remplir* »<sup>510</sup>. L'article 1158 demande que soit retenu, en présence de plusieurs sens, celui qui est le plus en adéquation à « *la matière du contrat* », celle-ci s'entendant de son contenu, contexte, finalité etc. Les « dérivés de crédit » proviennent de la finance. Il faut se référer aux habitudes et au langage financier qu'il faudra décrypter. Le dictionnaire financier est indispensable. Les outils auxquels nous pensons sont extérieurs au contrat lui-même et aux parties. Le système financier a organisé des conventions-cadres de place et des règlements de place. Nous reviendrons d'abord sur leurs définitions avant d'estimer leur force juridique.

#### **a. Les conventions-cadres de place et les règlements de place.**

**234.** La structure des normes financières est complexe. Outre la loi et ses textes réglementaires d'application, le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, les contrats, d'autres sources existent. Les transactions sur « dérivés de crédit » ne se réalisent sur les marchés réglementés que grâce à leur organisation par des entreprises de marché. Pour son efficience, elles adoptent des normes s'imposant à tout intervenant des marchés. Elles sont les règlements de place selon l'article L. 421-10 du code monétaire et financier. En France, le règlement Euronext Parisbourse est le plus influent. L'examen de ces normes peut éclairer indirectement le sens du contrat conclu sur une telle place, même s'il faut avoir conscience qu'elles ne suffisent pas à traduire l'intégralité de la volonté des parties.

---

<sup>506</sup> A titre d'illustration, le terme « vacances » en droit n'a pas du tout le même sens que celui retenu le plus ordinairement par l'ensemble de la population.

<sup>507</sup> Théodore IVAINER, « la lettre et l'esprit de la loi des parties », JCP 1981 I n° 3023.

<sup>508</sup> Sur cette notion d'ambiguïté : Théodore IVAINER, « l'ambiguïté dans les contrats », D. 1976 chron. XXIX p. 153, et « la lettre et l'esprit de la loi des parties », loc. cit.

<sup>509</sup> Art. 1157 du code civil : « *lorsqu'une clause est susceptible de deux sens, on doit plutôt l'entendre dans celui avec lequel elle peut avoir quelque effet, que dans le sens avec lequel elle n'en pourrait produire aucun* ».

<sup>510</sup> Amiens, 15 fév. 1977, arrêt *Universal c/ Saint Quentin Motoculture*, JCP 1978 II n° 19.012 obs. Charles MÉJEAN qui sans se référer à cet article précise que « *les conventions liant des parties doivent être interprétées dans un sens qui en rende l'exécution possible, leur intention commune ne pouvant, sauf erreur de l'une d'elles, avoir été de convenir de dispositions impossibles à remplir* ».

Les conventions-cadres de place accaparent une place prépondérante pour les opérations conclues de gré à gré<sup>511</sup>. Les plus connues sont celles-proposées par l'ISDA, association professionnelle créée en 1985 regroupant les divers intervenants sur les marchés dérivés de gré à gré, comprenant 820 membres de 57 pays différents en 2009. En France, il est fait référence aux conventions-cadres proposées par la Fédération Bancaire Française particulièrement usitées par les collectivités publiques. D'autres ont été rédigées et offertes par la Fédération Bancaire de l'Union Européenne par exemple<sup>512</sup>. Leur objectif est d'offrir une standardisation des conditions contractuelles pour proposer une conclusion rapide et si possible simple des opérations financières. La réactivité est primordiale dans un environnement dans lequel le sous-jacent varie en permanence.

**235.** Ces conventions-cadres sont structurées à plusieurs strates. Son appellation, convention-cadre, laisse supposer qu'elle organise de manière générale les relations entre les parties. Et c'est ce qu'elles font. Elles agencent les relations entre deux parties pour toutes les opérations financières, quelle que soit leur complexité ou leur nature, que les parties souhaitent mener entre elles par la suite. Elles peuvent couvrir toute opération sur produit dérivé que sur « dérivé de crédit ». Elles restent générales. La convention-cadre arrange des principes généraux, l'application de la convention, les définitions, la conclusion de transactions, les paiements et livraisons, le rôle de l'agent, les déclarations, la résiliation des transactions, le calcul et le paiement du solde de résiliation, le retard de paiement ou de livraison, les incidences fiscales, diverses modalités, sa durée, la renonciation aux immunités, la loi applicable et l'attribution de compétence. Les conventions-cadres ont vocation à régir de manière générale des opérations financières de nature très différentes. Ces caractéristiques générales ne suffisent pas à générer une opération financière précise. Des stipulations plus précises sont nécessaires. C'est pourquoi ces conventions-cadres seront accompagnées d'autres documents précisant l'utilisation ou les clauses principales des grandes catégories

<sup>511</sup> Sur ces conventions-cadres : Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 91 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 183 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. pp. 79, 81 et 96 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 163 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 28 p. 24 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 40 et 1245 pp. 42 et 1073 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 224 ; Bruno RAVÍS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 127 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 108 p. 31 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 36, « swaps : quelques difficultés d'utilisation des contrats types de l'ISDA », O.F. n° 309 du 30 mai 1994 p. 30, F.P. n° 238 et avec Marie-Annick LEPAGE, « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », loc. cit. p. 224 ; Stéphane MOUY, « normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté de 1994 », loc. cit. p. 40 ; Christophe GAUTROT, « swaps et autres opérations de marché à terme », les cahiers MTF Haute Finance n° 9 de janv. 1995 p. 41 ; Arnold ACHARD et Steven BREMOND, « contrat cadre ISDA : la nouvelle donne », B. mag. n° 634 de mars 2002 p. 54 ; Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « la maîtrise des risques juridiques des produits dérivés », loc. cit. p. 48 ; Pierre GISSINGER, « la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré : mode d'emploi », MTF l'AGEFI n° 81 de mai 1996 p. 62 ; Jean-Pierre MATTOUT et Georges DIRANI, « swaps : les nouvelles conditions générales de l'AFB, analyse et portée juridique », B. n° 492 de mars 1989 p. 291 ; Sébastien GRASSET et Claude DIMI, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », loc. cit. § 46 p. 326 ; Hubert DE VAUPLANE, « la documentation juridique joue-t-elle son rôle en cas de contentieux ? », Rev. B. n° 697 de déc. 2007 p. 82 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », loc. cit. § 9 p. 58 ; Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », loc. cit. p. 93.

<sup>512</sup> Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, dispositions générales, de la Fédération Bancaire de l'Union Européenne, Édition 2004.

d'opérations financières. Tel est le cas de l'Additif Technique de la Fédération Bancaire Française consacré aux « dérivés de crédit ». Cet Additif Technique intervient pour préciser les modalités des clauses adaptées à chaque grande branche d'opération financière. Il apportera des définitions et explications supplémentaires sur le déroulement de l'opération financière. Il précisera les conditions contractuelles essentielles spécifiques aux dérivés de crédit : définitions, obligations des parties, modalités de notification de l'événement de crédit, événements affectant le sous-jacent ou l'entité de référence, modalités de paiement du différentiel, de compensation et de calcul du solde après compensation, l'exécution du paiement différentiel ou de livraison du sous-jacent, rôle de l'agent, résolution des différends entre les parties et diverses déclarations. Il en existe d'autres pour les produits financiers. Citons par exemple ceux relatifs aux Accords de Taux Futur<sup>513</sup>, aux Échanges de Conditions d'Intérêt ou de Devises<sup>514</sup>, de Garantie de Taux<sup>515</sup>, d'Option de Change<sup>516</sup>, d'Option sur Échange de Taux d'Intérêt<sup>517</sup> etc. La dernière strate est le contrat, l'opération financière individuelle en elle-même. Elle est matérialisée par une confirmation<sup>518</sup>. Elle complète concrètement les textes précédents pour donner corps à l'opération financière. Elle équivaut aux modalités concrètes et essentielles du contrat d'opération financière qui est régi, formé et partiellement encadré par la convention-cadre et les additifs ou document techniques. Elles reprennent par exemple le montant notionnel, la créance ou l'entité de référence etc.

**236.** La documentation contractuelle de l'ISDA repose sur une construction quasi-similaire. La convention-cadre, l'ISDA Master Agreement, comporte de nombreuses définitions, le détail de la conclusion des opérations financières avec les obligations précontractuelles à remplir, le traitement fiscal des opérations, les cas de défaut ou de défaillance, les règles de résiliation et de compensation, les cas et conditions d'inexécution ou de résiliation, de cession du contrat ou de droits résultant du contrat, mais aussi la loi applicable et les tribunaux compétents. Elles régissent globalement les futurs rapports entre les parties. Le premier est une annexe (« Schedule ») qui comporte des clauses complémentaires ou dérogoires à la convention-cadre. Les stipulations de la convention-cadre et de l'annexe forment un tout. Les clauses spécifiques ont la priorité sur les clauses contradictoires et générales du régime général de la convention-cadre. Des annexes techniques, les « 2003 ISDA credit derivatives definitions » par exemple, cernent un peu plus les modalités contractuelles de chaque catégorie d'opération. Enfin, la confirmation documente individuellement chaque opération financière.

L'objectif avoué de ces conventions-cadres est d'aboutir à une standardisation des rapports contractuels la plus aboutie possible. Ce faisant, elle est en elle-même susceptible d'interprétation. Elle est surtout une reconnaissance des normes les plus usitées en matière financière. Les conventions-cadres font l'objet d'adaptation régulière selon l'évolution des pratiques et les solutions apportées aux problèmes et difficultés apparues. Il n'est pas inenvisageable de s'y référer lorsque des parties ont conclu un « dérivé de crédit » de gré à gré sans s'y soumettre, pour en illuminer les grandes modalités. De plus, en dégagant les pratiques les plus courantes, ces conventions-cadres illustrent la pratique. Elles seraient le plus sur moyen d'identifier un usage dans ce monde financier.

---

<sup>513</sup> Additif Technique Accord de Taux Futur (ATF dit FRA) de la Fédération Bancaire Française de mars 2007.

<sup>514</sup> Additif Technique Échange de Conditions d'Intérêt ou de Devises de la FBF de mars 2007.

<sup>515</sup> Additif Technique de Garantie de Taux de la FBF de mars 2007.

<sup>516</sup> Additif Technique d'Option de Change de la FBF de mars 2007.

<sup>517</sup> Additif Technique d'Option sur Échange de Condition d'Intérêt de la FBF de mars 2007.

<sup>518</sup> Sur la confirmation uniquement : Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », B.&D. n° 63 janv.-fév. 1999 p. 13 ; Bruno RAVĪS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 129.

b. La force juridique variable des conventions-cadres et des règlements de place.

**237.** Les règlements de marchés sont soumis préalablement à leur adoption à l'approbation de l'Autorité des Marchés Financiers en France. Ils sont pris par les entreprises de marché. Elles doivent opter pour la forme de la société commerciale et avoir leur siège social en France si le marché est régi par le code monétaire et financier d'après l'article L. 421-2 du code monétaire et financier. Elles les complètent par des instructions destinées à les mettre en œuvre. Leur nature ouvre des interrogations<sup>519</sup>. Ils sont édictés par des sociétés commerciales tout en étant subordonnés à la loi et la réglementation, ce dont s'assure le régulateur. Ils apparaissent comme le prolongement de ces textes. Ils ne sont pas des actes de nature réglementaire, et encore moins législative, car émis par des entreprises privées. Ils n'entrent pas strictement dans la sphère contractuelle tout en s'imposant impérativement à tout intervenant sur ces marchés.

La portée juridique des conventions-cadres de place est tout autre. Elle varie intrinsèquement<sup>520</sup>. Ainsi, l'importance que la loi leur a accordée a évolué selon son contenu. Elle leur accorde une certaine force juridique. Bien que nées d'initiatives purement privées, des textes législatifs y font référence marquant de la sorte leur reconnaissance. L'article aujourd'hui abrogé L. 431-7 du code monétaire et financier, dans sa version antérieure à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005, soumettait l'opposabilité du mécanisme de compensation des opérations financières au respect soit du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers soit à leur encadrement par une ou plusieurs conventions-cadres respectant les principes généraux de conventions-cadres de place, nationales ou internationales<sup>521</sup>. Elle apparaît toujours au sein de l'article L. 330-1 I du code monétaire et financier et les articles R. 332-55 et 56 du code des assurances. Ainsi, elles sont reconnues et légitimées par la loi en tant que condition à son accomplissement. Mais cette valeur varie selon la place laissée par la loi qui n'est pas irrémédiablement figée.

**238.** Ces conventions-cadres trouvent un lien de parenté avec certaines conventions internationales, comme celle de Vienne adoptée au sujet de la vente internationale de marchandises. Elles ont vocation à s'appliquer dès qu'il y est fait référence. Néanmoins, des différences marquantes existent. Cette convention internationale a été adoptée à l'initiative et par les Etats. Elle n'est pas d'origine privée. Il serait plus exact de les rapprocher des conventions de la CNUDCI sur le crédit documentaire par exemple ou des Incoterms du droit International privé.

Quelle force juridique leur accorder ? Celle d'un contrat est la plus évidente dès qu'elle est passée entre deux parties. Néanmoins, toute difficulté d'interprétation reviendrait à les interpréter elles-mêmes, ce qui ne nous aiderait guère. Non, l'intérêt important est de savoir si

---

<sup>519</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 28 et 46 p. 24 et 38 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 553 et 40 pp. 41 et 761 ; Thierry BONNEAU, « de l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », RTD com. 1999 p. 257 ; Marc FAVERO, « la standardisation contractuelle, enjeu de pouvoir entre les parties et de compétition entre systèmes juridiques », RTD com. 2003 p. 429 ; Thierry BONNEAU, « de la notion de place dans les textes législatifs contemporains », mélanges AEDBF France II banque éditeur 1999 p. 83.

<sup>520</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 28 p. 24 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 40 p. 42 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 94 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 208.

<sup>521</sup> V. infra § 498 et s.

elles peuvent servir à guider dans la compréhension des autres « dérivés de crédit ». Est-il utile pour une juridiction de s’y référer pour trancher et comprendre une convention litigieuse même si elle n’y a pas fait référence. Leur intérêt est d’orienter vers une standardisation certaine des « dérivés de crédit » pour en simplifier la création. Elles sont proposées à l’initiative de professionnels après d’intenses réflexions sur les modalités les plus pratiquées et suivies. Elles seraient d’une aide précieuse en ressemblant à des parères, ces documents établissant la véracité d’un usage professionnel. Pourtant, la réponse ne peut être apportée avec assurance. Comment faire lorsqu’une convention est élaborée sur mesure et s’en démarque. De plus, le rapprochement entre « dérivé de crédit » et usage est délicat. Pourtant, il est fréquemment fait référence à une décision de justice semblant ouvrir la voie à la reconnaissance d’un usage professionnel. Un jugement du Tribunal de Commerce de PARIS du 28 octobre 2008<sup>522</sup> a appliqué d’office les conditions générales de la convention-cadre de l’Association Française des Banques. Indiquant que les parties n’y avaient pas fait mention dans leur convention de swap, une partie de la doctrine y a vu la reconnaissance d’un usage professionnel<sup>523</sup> semblable pendant que d’autres sont allés jusqu’à voir une coutume<sup>524</sup>. Une troisième partie n’y a vu qu’une valeur contractuelle<sup>525</sup>. Il est difficile, en l’absence d’autres précision, de se faire une idée précise de la valeur accordée par cette juridiction à cette convention-cadre. De plus, le « dérivé de crédit » est véritablement formé par la confirmation. Ainsi, la seule-étude des modèles de conventions-cadres ne suffira pas seule à éclairer intégralement l’intention des parties face à une opération précise de « dérivé de crédit ». Bien plus, les parties peuvent en aménager les grandes lignes, ce qui affaiblit l’aide apportée.

**239.** En conclusion, les conventions-cadres peuvent aider à éclairer la volonté des parties pour autant que d’autres éléments établissent qu’elles ont été utilisées dans ce sens. Néanmoins, il ne faudra pas espérer qu’elles suffiront à aider à l’interprétation de la totalité du « dérivé de crédit » car les relations contractuelles s’inscrivent dans plusieurs documents. La formation des « dérivés de crédit » découle de la conclusion d’un ensemble contractuel à plusieurs strates. Il faudra tenir compte de ce mille-feuilles pour interpréter la volonté des parties. C’est l’occasion de rappeler les termes de l’article 1161 du code civil qui précise que « *toutes les clauses des conventions s’interprètent les unes par les autres, en donnant à chacune le sens qui résultent de l’acte entier* ». Il faut aborder l’ensemble des clauses du contrat et s’éloigner du seul instrumentum pour profiter des indices laissés par les préambules, protocoles et pourparlers. La pratique judiciaire de l’interprétation va plus loin en confrontant les groupes de contrats complexes. Il est raisonnable d’attendre, pour les « dérivés de crédit », l’étude par cette pratique de tout l’édifice contractuel pour déterminer la volonté des parties et dégager la hiérarchie entre les clauses de ces divers documents. De plus, la présence de la conclusion d’une succession de « dérivés de crédit » passée entre deux parties peut servir de

<sup>522</sup> T. Com. Paris, 28 oct. 1992, jugement *soc. Econocom Finance NV c/ Commerzbank AG*, BJBPJ janv.-fév. 1993 p. 51 note Thierry BONNEAU, RDBB n° 42 de mars-av. 1994 p. 4 obs. Pascale BLOCH, Rev. des Huissiers de Just. n° 11 de juin 1993 p. 739 note Jean HESBERT.

<sup>523</sup> Pascale BLOCH dans sa note préc. sous T. Com. Paris, 28 oct. 1992 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 40 ; AGBAYISSAH Séna et LEPAGE Marie-Annick, « les caps, floors et collars à l’épreuve d’une qualification en opération d’assurance », loc. cit. p. 224 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 36 ; Pauline PAILLER, « existe-t-il une notion d’instrument financier à terme ? », RTDF n° 4 2010 p. 36 ; Marc FAVERO, « la standardisation contractuelle, enjeu de pouvoir entre les parties et de compétition entre systèmes juridiques », loc. cit. p. 430 ; Pauline PAILLER, « existe-t-il une notion d’instrument financier à terme ? », revue trimestrielle de droit financier n° 4 2010 p. 36.

<sup>524</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 95 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 209.

<sup>525</sup> Thierry BONNEAU dans sa note préc. sous T. Com. Paris, 28 oct. 1992 qui se démarque en relevant que « *les deux parties les ont intégrées dans le champ contractuel* ».

référentiel à l'interprétation d'une convention de même nature obscure. Leur soumission à une convention-cadre invite à y subordonnée la convention litigieuse pour en tirer le sens approprié. Voyons maintenant quelle est la démarche à suivre en cas de persistance du doute dans l'interprétation de la volonté contractuelle.

#### **4. Le doute, l'interprétation des contrats et les « dérivés de crédit ».**

**240.** Malgré les efforts déployés, le sens de certaines conventions persiste à ne pas se dévoiler. La volonté des parties reste cachée. Face à certaines stipulations, le juriste reste empreint au doute. Il n'arrive pas à dégager la volonté des parties. Dans cette hypothèse, le code civil offre une alternative introduite dans l'article 1162 du code civil qui dispose que « *dans le doute, la convention s'interprète contre celui qui a stipulé et en faveur de celui qui a contracté l'obligation* ». Cette disposition est celle à n'employer qu'en ultime recours<sup>526</sup>. Elle devrait être à la dernière place dans l'ordre des dispositions du code civil, néanmoins, elle est suivie par deux autres dispositions. Elle ne doit servir que si la clause reste trouble<sup>527</sup> et si toutes les autres méthodes n'aboutissent à aucun résultat exploitable<sup>528</sup>. Cette disposition a pris une autre envergure depuis qu'elle a inspiré d'autres textes, comme l'article L. 133-2 alinéa 2 du code de la consommation. Il indique que les clauses de contrats proposés par les professionnels aux consommateurs « *s'interprètent en cas de doute dans le sens le plus favorable au consommateur ou au non-professionnel* ». Et ce dernier, à la différence de l'article 1162 du code civil, peut servir de moyen de cassation<sup>529</sup>.

**241.** L'article 1162 du code civil s'est vu proposer deux méthodes d'application. Classiquement, il serait une règle de faveur pour le débiteur de l'obligation, présumé se trouver dans une situation d'infériorité, au détriment de son créancier. Historiquement, en droit romain, le stipulant désigne le créancier et le promettant ou contractant signale le débiteur<sup>530</sup>. Déterminer le créancier et le débiteur d'une obligation est évident pour les actes unilatéraux. Une seule partie s'engage envers l'autre, la première est la débitrice, la seconde la créancière. Cette disposition s'applique aussi aux contrats synallagmatiques pour lesquels les engagements des parties sont réciproques et mutuels<sup>531</sup> comme les « dérivés de crédit ». Le plus logique serait d'appréhender le contrat en isolant chacune des obligations et d'identifier à

---

<sup>526</sup> Cette position est confirmée par la Cour d'Appel d'Aix-en-Provence, 26 juin 2002, arrêt *Sarl SPIGA c/ SA immobilière et d'exploitation de l'hôtel Majestic*, JCP 2004 II n° 10 022 p. 290 note Vincent EGEA : « *l'application des dispositions de l'article 1162 du code civil étant supplétive à celles de l'article 1156 du code civil...* ».

<sup>527</sup> Lyon, 22 déc. 1901, arrêt *l'Union et le phénix espagnol c/ Constant*, D.P. 1903 p. 306.

<sup>528</sup> Pour une convention contenant deux clauses contradictoires, une Cour d'Appel décide que « *rien n'autorisant à donner à l'une des deux clauses la priorité sur l'autre, il convient d'appliquer la règle posée par l'article 1162 du code civil* » : Aix-en-Provence, 6 av. 1960, arrêt *soc. d'encouragement des races de chevaux en France et a. c/ Deydier*, D. 1960 p. 343.

<sup>529</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 21 janv. 2003, arrêt *Cordeiro c/ PFA Vie*, Bull. civ. I n° 19 p. 14, D. 2003 J. p. 693 obs. Valérie AVENA-ROBARDET, D. 2003 J. p. 2600 note Hélène CLARET, JCP E 2003 n° 374 p. 442, Rev. Dr. pat. n° 115 mai 2003 p. 112 note Patrick CHAUVEL, RDC oct. 2003 p. 91 obs. Marc BRUSCHI, RTDC 2003 n° 8 p. 292 obs. Jacques MESTRE et Bertrand FAGES.

<sup>530</sup> Philippe SIMLER, « *contrats et obligations : interprétation du contrat : l'instrument, notion, normes, champ d'application* », loc. cit. n° 55.

<sup>531</sup> Le refus d'application est justifié par le caractère supplétif et non par le caractère synallagmatique du contrat : pour un contrat d'assurance : Cass. req., 13 fév. 1883, arrêt *Caisse départementale des Ardennes c/ Tellier* préc. ; pour un contrat de travail : Cass. soc., 20 fév. 1975, arrêt *Chiry c/ SA Garraud* préc. ; pour un contrat de bail : Cass. civ., 10 mai 1948, et Cass. soc., 11 mai 1948 préc.

Pour une application au contrat synallagmatiques de vente : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 av. 1991, arrêt *soc. institut de la piscine c/ Valory* préc. ; Poitiers, 20 nov. 1991, arrêt *Chadufau c/ Sarl CSAM Meublesud* préc.

chaque fois le débiteur et le créancier de l'obligation. Ceci implique de découper chaque contrat. Cette tâche peut devenir délicate de par la nature de certaines obligations et la structure de certains « dérivés de crédit » et « produits dérivés ». Ces instruments prévoient parfois des engagements identiques et symétriques pour chaque partie, seul le sens de l'obligation changeant selon l'évolution du sous-jacent. Le « total rate of return swap » en est l'illustration la plus aboutie, mais le « credit spread forward » ne doit pas être omis. Comment déterminer le créancier ou débiteur de l'obligation alors que l'engagement souscrit est similaire lors de la conclusion du contrat ? Les parties sont à la fois débitrices et créancières d'une obligation identique. Il serait théoriquement possible de déterminer le créancier ou le débiteur selon la référence du sous-jacent. Mais comment dégager une interprétation plus favorable à l'une ou à l'autre alors que les parties sont tenues d'une même obligation. Elle ne peut se montrer plus favorable. Cette méthode débouche sur un découpage de la convention pour chaque obligation alors que la rédaction de la loi l'aborde de manière unitaire.

**242.** Une application récente du texte défend une interprétation en faveur de celui qui a ratifié le contrat et contre celui qui a procédé à sa rédaction<sup>532</sup>. Le stipulant est celui qui rédige l'acte. Cette méthode possède le mérite de la simplicité : le rédacteur du « dérivé de crédit » se verra systématiquement appliquer une interprétation défavorable. Mais elle n'est viable que pour les « dérivés de crédit » d'adhésion, ceux pour lesquels l'une des parties n'a absolument aucune possibilité de négociation. Tel n'est pas le cas pour les « dérivés de crédit » de gré à gré. De plus, cette disposition présuppose un état de faiblesse de l'une des parties par rapport à l'autre. La répartition actuelle de la qualité des opérateurs des « dérivés de crédit » laisse douter que l'une des parties soit en situation de faiblesse par rapport à l'autre.

L'interprétation de la volonté des parties selon les règles classiques du code civil n'est pas chose aisée pour les « dérivés de crédit ». Certaines notions paraissent totalement inadaptées : celles d'usage ou de doute le montre. La règle élémentaire est de suivre l'autonomie de la volonté. Elle doit servir de seul guide. Elle présuppose de s'intéresser à une convention construite sur une architecture complexe. Mais pour défendre ses droits, les acheteurs ou vendeurs de risque, comme tout contractant, doivent démontrer la réalité de leur droit. L'autonomie de la volonté rencontre alors le problème de la preuve de cette volonté. Voyons ce qu'il en est pour les « dérivés de crédit ».

## B. Les moyens d'y accéder : les règles de preuves.

**243.** Les contrats de « dérivés de crédit » sont consensuels, formés par la seule volonté des parties, sans aucune autre formalité. Cette faculté est toujours souhaitable pour sa simplicité, rapidité et faible coût. Son inconvénient est de dépendre, pour son exécution, à la bonne foi, bonne volonté et parole du partenaire. Invoquer ses droits réclame de les prouver, ce que rend délicat l'absence de formalisme synonyme souvent d'absence de preuve. La possibilité d'obtenir l'exécution forcée des droits est bloquée. La difficulté semble insurmontable. La tâche des opérateurs est singulièrement compliquée par la massification des opérations, ne serait-ce que pour se rappeler toutes les opérations passés. Elle est facilitée par la prédominance du principe de la liberté de la preuve. La finance a concilié adroitement les contraintes entre liberté du formalisme et preuve. Il convient de l'étudier, de vérifier l'application du principe de la liberté de la preuve et de voir comment se concilie les conventions-cadres et les règlements de place.

---

<sup>532</sup> Paris, 27 nov. 1991, arrêt *C<sup>ie</sup> Gan vie c/ Viel*, D. 1992 I.R. p. 69 : en faveur de l'interprétation d'une police d'assurance ambiguë entièrement rédigée par l'assureur au bénéfice de l'affilié à l'occasion de l'application de l'article 1162 du code civil.

## **1. Le principe de la liberté de la preuve.**

**244.** Celui qui réclame l'exécution d'une obligation doit la prouver selon l'article 1315 du code civil. Malgré le principe du consensualisme, la rédaction d'un instrumentum sera utile majoritairement pour se ménager des éléments de preuves, mais pas uniquement pour cette seule raison<sup>533</sup>. Or en ce domaine, le principe de la liberté de la preuve est censé régner. L'idée force est que les justiciables ne sont pas contraints de suivre avec exactitude les prescriptions de preuve mentionnées aux articles 1314 et suivants du code civil. En particulier, ils seraient dispensés de rédiger un écrit, notarié ou sous-seing privé, imposé pour une somme supérieure à 1500 euros selon l'article 1341 du code civil. Les parties devraient pouvoir recourir à tous moyens, retranscriptions, livres internes jusqu'au témoignage, pour démontrer la véracité de leurs affirmations de droit comme de fait. Cette souplesse n'est apportée qu'en faveur de personnes ayant pleinement conscience de prendre des risques dans le cadre de leur activité, les commerçants par exemple. C'est ainsi que l'article L. 110-3 du code commerce prévoit « *qu'à l'égard des commerçants, les actes de commerce peuvent se prouver par tous moyens à moins qu'il n'en soit autrement disposé par la loi* ». Or nombreux sont les intervenants d'un marché financier qui prennent la forme de sociétés commerciales. Cette forme leur donne justement le statut de commerçant et justifie la liberté de la preuve. S'ils sont dispensés du respect des règles légalement prescrites, la preuve doit être apportée de manière pertinente. Voyons maintenant comment procède la pratique financière pour conclure ces contrats.

## **2. La pratique financière de conclusion des contrats.**

**245.** La conclusion d'un « dérivé de crédit » répond à une architecture contractuelle spécifique : convention-cadre, document contractuel complémentaire plus spécifique à la nature de l'opération recherchée et confirmation. Les parties passent d'abord une convention-cadre régissant la suite de leur relation contractuelle. Cette convention-cadre est écrite. Il y sera apporté des modifications, soit directement, soit en la complétant par une annexe comme le « schedule » pour la convention-cadre ISDA. Après cette fixation, chacune conclura les opérations souhaitées par la suite. Les « dérivés de crédit » seront conclus oralement, à distance mais simultanément, la plupart du temps par téléphone. Lors de ce contact téléphonique, elles décideront concrètement des termes du « dérivé de crédit » : durée et délai du contrat, montant notionnel, grande branche du « dérivés de crédit », entités et les obligations de références, événements de crédit, modalités de dénouement du contrat etc. La confirmation exprime le gré à gré de la convention. Après ce contact téléphonique, la partie la plus diligente fera parvenir à son partenaire une confirmation le plus rapidement possible. La confirmation est un document écrit qui reprend les termes de l'accord passé oralement. En général, tous les moyens écrits disponibles serviront utilement : lettre, télex, télécopie ou toute transmission électronique ou numérisée présentant un degré suffisant de sécurité et de fiabilité pour les parties. Pour les « dérivés de crédit » passés sur un marché réglementé, la procédure de conclusion change quelque peu comme nous l'avons vu. Les parties établissent leur relation dans le cadre plus strict d'un contrat avec un intermédiaire habilité. Elles donnent des instructions générales, puis des ordres privés qu'ils répercuteront sur les marchés. Ils envoient

---

<sup>533</sup> Le recours à la compensation est aussi subordonné à la rédaction d'un écrit entre les parties. V. infra § 498.

après un document auprès de ces clients retraçant l'exécution des ordres. Après sa réception par le donneur d'ordre, l'absence de contestation vaut approbation de l'opération exécutée sur le marché. Une fois les ordres rapprochés, ils sont enregistrés. L'enregistrement matérialise la conclusion électronique de l'accord.

### **3. L'encadrement de la preuve par les conventions-cadres place.**

**246.** Les conventions-cadres de place reprennent les modalités de preuve de conclusion des « dérivés de crédit ». Le droit français impose que la preuve soit rapportée, mais impérativement de manière loyale. Ainsi, la preuve de convention orale peut être rapportée par la fourniture d'enregistrement des conversations, notamment téléphoniques. Mais cet apport n'est valablement admis que s'il est fait dans des conditions loyales. Pour cela, celui contre qui cette preuve par enregistrement est apportée doit avoir été informé de l'enregistrement de la conversation<sup>534</sup>. A défaut, l'enregistrement sera écarté et repoussé des débats. La pratique financière enregistre de longue date les ordres boursiers. Les parties sont avisées de cette pratique dès l'entrée en contact. Les conventions-cadres ont en conscience. Elle envisage ce mode de conclusion des « dérivés de crédit » pour assurer la preuve du contenu de l'accord passé à l'oral. La convention-cadre de la Fédération Bancaire Française prévoit que « *les transactions sont conclues par tous moyens et prennent effets dès l'échange des consentements des parties. A cet effet, les parties reconnaissent et acceptent que toutes les conversations téléphoniques échangées entre elles relatives à la conclusion et à l'exécution de leurs transactions pourront être enregistrées* »<sup>535</sup>. Cet enregistrement présente une autre utilité, celle de faire la preuve du contenu de l'accord lorsque survient une difficulté relative à la confirmation, soit qu'il existe une divergence entre le contenu de l'accord oral et la confirmation, soit que la confirmation soit émise tardivement, ce qui est loin d'être une hypothèse d'école<sup>536</sup>. La convention-cadre de la Fédération Bancaire Française l'explique en défendant ardemment la validité de la transaction malgré l'absence de confirmation. Si les parties sont en désaccords sur le terme d'une confirmation, ce désaccord devra être notifié immédiatement à l'autre partie. Chaque partie pourra alors se référer à ses enregistrements téléphoniques comme mode de preuve pour établir les modalités de la transaction selon l'article 4.2 de cette convention. Ainsi, la finance parvient à concilier les intérêts contradictoires entre liberté de la preuve et établissement précis du contenu des accords.

---

<sup>534</sup> Cass. 2<sup>ème</sup> civ., 7 oct. 2004, arrêt *M<sup>me</sup> Slusarek c/ consorts Collignon-Togni*, Bull. civ. II n° 347 p. 380, D. 2005 J. p. 122 note Philippe BONFILS et pan. p. 2652 note Louis MARINO, JCP 2005 II n° 10025 p. 396, note Nicolas LEGER, RTDC 2005 p. 135 note Jacques MESTRE et Bertrand FAGES, Gaz. Pal. 2005 p. 340 note Bertrand DE BELVAL, RDC 2005 p. 472 note Anne DEBET ; Cass. com., 3 juin 2008, arrêt *soc. Sony France c/ Ministre de l'économie des finances et de l'industrie et a.*, Bull. civ. IV n° 112 p. 125, D. 2008 p. 2476 note Marie-Emma BOURSIER MAUDERLY et p. 2753 n° 6 note Renaud SALOMON, Gaz. Pal. 2008 p. 3318 note Jean-Christophe RODA.

<sup>535</sup> Article 4.1 de la convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

<sup>536</sup> Autorité des marchés financiers, « l'utilisation des dérivés de crédit par les sociétés de gestion », R.M.A.M.F. n° 36 de mai 2007 p. 17 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 58 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 48.

**247.** Les « dérivés de crédit » ont pour point commun de naître d'un contrat. Néanmoins, les implications inférées de cette nature contractuelle divergent quelque peu du droit commun, soit en raison de l'influence financière des opérations, soit en raison du lieu de création des contrats. De même, les règles d'interprétation des conventions souffrent quelques difficultés lorsqu'elles rencontrent les « dérivés de crédit ». De plus, l'élaboration des « dérivés de crédit » répond finement aux contraintes de preuves. En revanche, un risque majeur concerne les « dérivés de crédit » et les vices du consentement. Ils reposent souvent sur l'asymétrie d'information car l'une des parties profite d'une information privilégiée tout en s'abstenant sciemment de la faire profiter à l'autre. La question n'a jamais été sciemment posée devant les Tribunaux, mais il n'est pas certain que la réponse apportée sera celle attendue par le milieu financier. De plus, des divergences apparaissent aussi selon le lieu de conclusion des contrats révélateur de diversité juridiques par leurs caractéristiques essentielles.

## Chapitre II : Une diversité juridique de par leurs caractéristiques essentielles.

**248.** Même si les « dérivés de crédit » sont tous de contrats qui s'identifient par une atténuation de commune de certaines règles de formations, ces contrats de « dérivés de crédit » sont variés. La diversité juridique semble provenir de deux raisons différentes. Tout d'abord, l'aléa des « dérivés de crédit » n'est pas le même. Il varie. Cette différence se répercute sur les engagements des parties marquant ainsi une différence entre eux. Ensuite, les « dérivés de crédit » luttent contre le risque de crédit. Or la perception de ce risque est aussi variable. Ainsi, la diversité juridique des « dérivés de crédit » s'expliquerait par des approches différentes tant de l'aléa que des « risques de crédit ».

### Section I : Une source de diversité des « dérivés de crédit » : la nature de leur aléa caractère juridique de ces contrats.

**249.** Les « dérivés de crédit » ont pour point commun d'être des contrats aléatoires. Cette affirmation mérite d'être précisée car la définition de l'aléa pose en elle-même certains questionnements et conditionne le mécanisme des « dérivés de crédit ». A partir de cette définition, nous verrons dans un second paragraphe l'idée que cette caractéristique commune à ces contrats n'adopte pas une forme similaire à tous.

#### § I - La définition de l'aléa.

**250.** Pour une fois, la divergence de perception de l'aléa au sein des « dérivés de crédit » ne provient pas d'une dérive pratique. Elle existait déjà dans les textes du code civil. L'aléa défini dans ces textes n'est pas rigoureusement identique et sans ambiguïté. Cette situation pose depuis de nombreuses interrogations centrales dès lors que l'on s'interroge sur le caractère aléatoire des « dérivés de crédit ». Ainsi, nous reviendrons sur la détermination de la reconnaissance de l'aléa puis sur les incertitudes d'identification du contrat aléatoire.

## A. La reconnaissance de l'aléa.

**251.** Alors que le législateur se montre pingre en définition pour de nombreuses notions, renvoyant ce soin à la pratique, au pouvoir judiciaire et à la doctrine, il consacre deux articles au caractère aléatoire. Les deux renferment une définition. Le premier est l'article 1104 alinéa 2 du code civil qui édicte que « *lorsque l'équivalent consiste dans la chance de gain ou de perte pour chacune des parties, d'après un événement incertain, le contrat est aléatoire* ». Le second est l'article 1964 du code civil qui a pour mission d'indiquer que « *le contrat aléatoire est une convention réciproque dont les effets, quant aux avantages et aux pertes, soit pour toutes les parties, soit pour l'une ou plusieurs d'entre elles, dépendent d'un événement incertain* ». Des similitudes communes ressortent de ces définitions. Les effets voulus du contrat par les parties sont déséquilibrés et incertains. Incertains, car elles ne savent pas si son exécution se soldera par un gain ou une perte. Incertains, car cette exécution sera dépendante d'un événement qu'aucune des parties ne maîtrise. Déséquilibrés, car le résultat conjecturé par les parties ne visera pas à ce qu'elles obtiennent quelque chose ou une prestation équivalente à l'obligation à fournir. En cela, il se distingue du contrat commutatif qui est celui par lequel « *chacune des parties s'engage à donner ou à faire une chose qui est regardée comme l'équivalent de ce qu'on lui donne, ou de ce qu'on fait pour elle* » en vertu du premier alinéa de l'article 1104 précité. Les parties se fournissent des prestations strictement équivalentes ou qu'elles estiment comme telles même si elles semblent inégalitaires pour d'autres. Mais en dépit de cette double définition, des interrogations persistent.

## B. Les incertitudes d'identifications du contrat aléatoire.

**252.** Des embarras découlent de cette double définition. Ils compliquent singulièrement la compréhension de cette notion. La première question est de savoir si la présence de cet aléa doit apparaître chez l'une ou les deux parties. La seconde question est de savoir si l'intensité de l'aléa doit être « équilibrée » entre les deux parties.

### 1. La présence de l'aléa chez une ou chez les deux parties ?

**253.** L'aléa doit-il exister pour chacune des parties ? Les deux textes de références sont confus, le premier semble l'exiger (« *chance de gain ou de perte pour chacune des parties* ») et le second s'en abstraire (emploi des termes « *d'une ou plusieurs* » parties). Il semble difficile de reconnaître que soit aléatoire une convention pour une partie et non pour l'autre puisque « *on ne conçoit pas la chance unilatérale* »<sup>537</sup>. Le doute introduit par le deuxième article doit être écarté. La préposition, à l'origine, ne touche que les effets de l'aléa, à savoir la quantification des gains ou des pertes. L'aléa relatif à l'exécution des contrats existe pour les deux parties. L'aléa déterminera les prestations que les parties se remettront. La jurisprudence ne s'y trompe pas puisqu'elle a statué en ce sens<sup>538</sup>. Nos

<sup>537</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 69 p. 81.

<sup>538</sup> « Dans un contrat synallagmatique, l'équivalent de l'avantage abandonné par une partie consiste dans une chance de gain ou de perte acceptée par cette partie » : Paris, 15 fév. 1957, arrêt *Associations des*

« dérivés de crédit » sont aléatoires pour les deux parties. Aucune des deux ne sait, lors de la conclusion de la convention, l'étendu de ses gains ou de ses pertes. Cette réflexion est valable pour chacun de ces différents « dérivés de crédit »<sup>539</sup>.

Pourtant, la discussion sur la nature aléatoire des produits financiers ressurgit parfois. Les produits financiers, les « dérivés de crédit », ne seraient pas spéculatifs, et par conséquent aléatoires, lorsqu'ils sont conclus dans une optique de couverture des parties et non de spéculation. Ils apportent une espèce garantie aux contractants antinomique de l'aléa. Historiquement, ce débat n'est que la suite de celui déjà opposé à l'opération d'assurance, qualifiée aussi de « *contrat de sécurité* »<sup>540</sup>, que le second alinéa de l'article 1964 du code civil classe parmi les contrats aléatoires. Certains soutenaient que l'opération n'était pas aléatoire pour l'assureur qui se prémunissait de tout risque par de savants calculs statistiques ambitionnant de rendre bénéficiaire l'ensemble de son activité par l'ajustement de la prime demandée. Ce à quoi il fut rétorqué que c'est le contrat d'assurance en lui-même qui est aléatoire et non l'ensemble des opérations de l'assureur. Si l'assureur peut avoir une vision globale de l'ensemble des opérations réalisées, il ne dispose pas d'une vision spécifique pour un contrat isolé. Il ne peut savoir comment se dénouera un contrat donné<sup>541</sup>. Il en va de même pour les « dérivés de crédit ». Il faut apprécier la situation des parties au regard de la seule convention de « dérivé de crédit ». Il ne pas tenir compte de l'intégralité de l'opération et de l'évolution du sous-jacent pour apprécier ce caractère. De plus, ils ne répondent pas strictement à la préoccupation du contrat de sécurité. L'indemnisation de la réalisation du risque de crédit ne sera pas systématiquement proportionnée à la perte effectivement subie. La spéculation leur est ouverte, or elle est par essence aléatoire. Les « dérivés de crédit » sont donc, sous cet angle, des contrats aléatoires.

**254.** Néanmoins, la contestation du caractère aléatoire a franchi un seuil supplémentaire. L'opération d'assurance n'est pas spéculative. Or certains ont nié l'aspect aléatoire à des accords financiers se montrant tour à tour de couverture ou de spéculation. La contestation a été particulièrement virulente vis-à-vis du swap entre les mêmes protagonistes s'opposant déjà quant à l'appréciation de l'*intuitu personae*. Une thèse refuse de reconnaître l'aléa du « swap » pour différentes raisons. D'abord, dans tous les swaps, même ceux à taux variables, les deux parties conserveront toujours un gain même en cas d'augmentation importante des taux<sup>542</sup>. Un autre argument, conceptualisé à partir de la définition de l'aléa, insiste sur la

---

*porteurs d'obligations hypothécaires et a. c/ S.A. Paris-Clichy*, JCP 1958 II n° 10418 note D.B. Notons la dénégation du caractère aléatoire lorsque la chance de perte de l'une des parties ne se traduit pas par une chance de gain par l'autre : Cass. civ., 15 juil. 1952, arrêt *Solivès c/ Veuve Muriel*, D. 1952 J. p. 722, S. 1953 p. 75 ; Cass. com., 4 oct. 1977, arrêt *Pernot c/ soc. Imex Film A.G.*, Bull. civ. IV n° 218 p. 185 : « *Mais attendu qu'après avoir souverainement apprécié que la participation d'Imex Film à l'entreprise de la société FLF présentait un caractère aléatoire en raison des chances de gain et de perte existant pour chacune des parties résultant de l'incertitude des recettes* ».

<sup>539</sup> Voir les descriptions de ces conventions dans le premier chapitre.

<sup>540</sup> Louis BOYER, « contrats et conventions », Rép. Civ. D. n° 80 p. 11 ; Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D. n° 40 p. 10 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE, « la fonction juridique dans l'assurance », RGAT n° 1 1989 p. 193. Se réfèrent à la sécurité de l'assurance : Véronique NICOLAS, « contribution à l'étude du risque dans le contrat d'assurance », RGAT n° 4 de 1998 p. 644 ; Albert MEEUS, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », RGAT 1981 p. 243.

<sup>541</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 69 p. 78 ; Boris STARCK, Henri ROLAND et Laurent BOYER, « les obligations, 2, contrat », Litec 6<sup>ème</sup> édition 1998 n° 115 et 116 pp. 39 et 40 ; Bruno PETIT, « contrats et obligations : définition et classification des contrats », J.-Cl. civil art. 1101 à 1108-2 n° 77 ; Gérard FRANÇOIS, « la nature de l'aléa dans une convention de réassurance », RGAT n° 2 1994 p. 413.

<sup>542</sup> Jean-Pierre MATTOUT, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. et « droit bancaire international », op. cit. n° 433 p. 433.

volonté des parties a véritablement courir une chance de gain ou de perte. Ce ne serait pas l'état d'esprit des parties à un swap<sup>543</sup>. Enfin, un auteur exprime l'idée que la reconnaissance par la loi du 28 mars 1885 des contrats à terme, auxquels il incorpore les swaps, a exclu ces instruments de la catégorie des contrats aléatoires puisque c'est sur ce caractère que s'appuyait les magistrats requalifier ces contrats en jeu ou de pari. Les gagnants ne sont plus soumis à un risque de non-recouvrement de leur gain ou d'inexécution légale de l'accord<sup>544</sup>. Ce raisonnement serait transposable aux « dérivés de crédit » en ce qu'ils reprennent la structure du swap, comme le « total rate of return swap ». Certains l'étendraient à tous les « dérivés de crédit » prémunissant l'acheteur de protection contre le risque de crédit. Ce contrat l'empêche de subir des pertes. La protection sur le sous-jacent neutralise les déficits et même, pour certains « dérivés de crédit », l'empêche de tirer profit de certaines bonifications de ce sous-jacent (exemple topique du « credit spread forward »). La conclusion d'un « dérivé de crédit » évite les aléas.

**255.** A notre avis, cette approche est erronée. Le premier argument relatif au swap est limité par la définition des circonstances. Que dire de la situation pour celle qui verse le taux fixe en cas de baisse conséquente des taux ? Elle se retrouve alors avec un surplus d'endettement. Où se situe le gain ? La faille de ce raisonnement est de se placer au moment du dénouement du contrat plutôt qu'à sa conclusion. Lors de la passation de l'accord, il y a incertitude totale et possibilité de gain comme de perte pour les deux parties. Les deux pourraient gagner, perdre, ou une seule pourrait gagner ou perdre. De toute façon, cette approche ne se conçoit qu'à partir de l'opération globale et non du seul contrat en cause, ce qui est la seconde faille de cette théorie. Ensuite, le refus de courir une chance de gain ou de perte par les parties, dans le cadre d'un swap de couverture, n'est pas déterminant. Il en va de la sorte pour tous les contrats de sécurité. Le contractant d'une police d'assurance incendie ne cherche pas à gagner (sauf intention frauduleuse) ou perdre. La perte des primes d'assurance n'est pas un avantage. Il ne gagne rien non plus à recevoir la prestation promise en cas de réalisation du risque puisqu'elle vient compenser la destruction d'un bien. La conclusion logique est qu'il n'aurait pas voulu courir un risque de chance ou de perte. Le code civil les range pourtant dans la catégorie des contrats aléatoires. Là encore, il faut regarder la convention elle-même et non l'ensemble de l'opération envisagée. L'assureur comme l'assuré acceptent délibérément la part d'incertitude et de supporter une chance de perte ou de gain par rapport à la convention. Il en va de même pour les contractants d'un swap. Elles acceptent pertinemment d'avoir à verser ou recevoir plus ou moins que le partenaire. Seul l'accord prime. S'ils s'inscrivent dans une opération de « sécurisation », ce risque est bel et bien couru puisque nous devons écarter le contexte général. De plus, c'est faire fi des conventions conclues par des spéculateurs<sup>545</sup> ! Si la spéculation est envisageable, l'aléa existe. Enfin, le critère de reconnaissance d'un contrat aléatoire n'est pas sa soumission au risque d'inexécution légale envisagée par la loi. A défaut, seul le contrat de jeu ou de pari serait aléatoire. Or la loi attribue expressément cette caractéristique au contrat d'assurance ou de rente viagère qui n'ont jamais été perturbés par cette crainte. Ainsi, l'intervention de la loi du 28 mars 1885 n'a eu pour conséquence que de faire échapper les « swaps » à la neutralisation de ces effets par une qualification en jeu et pari, mais elle ne saurait suffire à l'exclusion de la catégorie des contrats aléatoires. D'autres auteurs défendent le caractère aléatoire des swaps : ils modifient l'aléa auquel les parties sont confrontées contre un autre aléa dont l'évolution

---

<sup>543</sup> J.T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », loc. cit. p. 293.

<sup>544</sup> Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 736 p. 280.

<sup>545</sup> Les utilisateurs reconnaissent que 80 % des produits dérivés sont conclus dans un but spéculatif.

restera totalement indépendante de leur volonté. Ils espèrent tirer bénéfice de ce troc<sup>546</sup>. Si le « total rate of return swap » échange les revenus d'une créance contre les revenus d'un autre sous-jacent, il n'est nullement question d'affirmer que les deux parties opéreront un gain. L'une versera plus que ce qu'elle ne recevra. Son mécanisme est plus complexe que le swap. Il intègre, à terme, le versement d'une prestation dont le sens et l'importance dépendront de l'évolution de l'appréciation ou de la dépréciation de la créance. Il est impossible pour quiconque de connaître à l'avance ce qu'elles vont gagner ou perdre. Les « swaps » et les « dérivés de crédit » sont des contrats aléatoires. Voyons maintenant ce qu'il en est de l'équilibre de l'aléa pour les deux parties.

## **2. L'équilibre de l'aléa pour les deux parties.**

**256.** L'aléa découle de l'incertitude des profits ou pertes lors de la conclusion de la convention. Mais les effets de l'incertitude doivent-ils être strictement parallèles pour les deux parties ? Est-il absolument nécessaire que l'importance du gain ou de perte de l'une des parties soit égale à l'importance du gain ou de perte de l'autre partie ? En ce domaine, nombreux sont les « dérivés de crédit » asymétriques ne serait-ce que par la présence d'un fort effet de levier. Le montant potentiel de la somme compensant la dépréciation de la créance peut-être sans commune mesure avec le nominatif des primes offertes au bénéfice de l'acheteur de risque. Cette crainte doit être écartée. Parmi tous les contrats aléatoires cités expressément par le code civil, à savoir le contrat d'assurance, le prêt à grosse aventure, le jeu et le pari ainsi que le contrat de rente viagère, le gain potentiel de l'une des deux parties n'est pas exact au gain théorique de l'autre. Le montant des primes d'assurance ne correspond qu'à un pourcentage de l'indemnité due en cas de réalisation du risque. Si le gain de l'une des parties doit correspondre à une perte identique de l'autre partie, le niveau de gains ou de pertes des deux parties ne doit pas obligatoirement atteindre une matérialisation monétaire réciproque et égale.

**257.** Avant de conclure cette partie, demandons-nous si tous les contrats ne sont pas aléatoires ? Tout contrat, dans son exécution, comprend une part d'aléa. Chaque partie n'est jamais certaine de recevoir la prestation qu'elle attend de l'autre. La marchandise reçue peut avoir été livrée tardivement, ne pas correspondre aux attentes. Rien ne garanti, malgré toutes les précautions prises, que chaque contractant se trouvera en mesure d'honorer sa part d'engagement (obstacle d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire par exemple). Mais à la différence des contrats aléatoires, si ces difficultés peuvent avoir été anticipées dans la convention, elles ne sont que des accidents non désirés de l'exécution. Les contrats aléatoires font de cette incertitude le cœur de la convention. Les parties doivent avoir « *voulu courir une chance de gain ou de pertes* »<sup>547</sup>.

L'aléa se caractérise par la méconnaissance des gains ou des pertes que subiront les contractants. Le hasard les fixera. C'est pourquoi une définition synthétise le contrat aléatoire comme « *celui où l'avantage ou la perte que retire chacune des parties du contrat dépend de*

---

<sup>546</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 43 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », DPCI 1986 tome 12 n° 33 p. 23 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. n° 20 p. 912-4.

<sup>547</sup> Henri MAZEAUD, Léon MAZEAUD, Jean MAZEAUD et François CHABAS, « leçons de droit civil, tome II, premier vol. obligation, théorie générale », Montchrestien 9<sup>ème</sup> édition 1998 n° 105 p. 95.

la réalisation d'un même événement incertain »<sup>548</sup>. L'aléa est défini comme un « élément de hasard, d'incertitude qui introduit, dans l'économie d'une opération, une chance de gain ou de perte pour les intéressés et qui est de l'essence de certains contrats »<sup>549</sup>. Le code civil se montre un peu plus pointilleux en joignant à cette notion d'incertitude, de hasard, un événement dit incertain. C'est à cet aspect que sera consacré le paragraphe suivant. C'est l'appréhension de cet événement qui est à l'origine de la diversité des aléas. Cette variété marque la segmentation de nos « dérivés de crédit » pourtant qualifiés uniformément de contrat aléatoire.

## § II - La diversité des aléas composant les divers « dérivés de crédit ».

**258.** Les contrats aléatoires sont spécifiques de par l'inconnue introduit volontairement dans les relations contractuelles. Les parties verront leur patrimoine personnel enrichi ou amoindri en fonction de la concrétisation ou non de cet élément inconnu. L'événement figurera les gains ou les pertes qui en découleront. Cet élément inconnu, qui n'est pas ici la fixation du gagnant ou du perdant, ni le quantum du gain ou de la perte, est identifié par le code civil comme un « événement incertain ». Un événement est, dans un dictionnaire<sup>550</sup>, explicité comme « *ce qui arrive, ce qui se produit* », mais aussi comme un « *fait historique important* », sens à écarter en l'occurrence, ou en matière statistique, une « *éventualité qui se réalise* ». Plus manifeste, c'est aussi un « *fait auquel vient aboutir une situation ⇒ effet (vx), issue, fin, résultat, succès* », ou encore « *ce qui arrive et qui a quelque importance pour l'homme par son caractère exceptionnel ou considéré comme tel* »<sup>551</sup>. Un événement est la concrétisation matérielle d'un fait ou de quelque chose qui laisse une empreinte auprès des personnes que cette réalité concerne. Une multitude d'événements peut matérialiser un risque de crédit. D'où l'idée d'une pluralité d'aléas. Mais l'arrivée d'un événement n'est pas suffisante pour démontrer l'existence d'un aléa. Les textes consacrés aux conventions aléatoires exigent unanimement que cet événement soit incertain lors de la conclusion de l'accord<sup>552</sup>. Les parties doivent être astreintes au doute, être soumises à l'impénétrable quant à ce qui va se produire. Les conventions de « dérivés de crédit » encadrent généralement de façon très pointilleuse les événements à prendre en compte.

---

<sup>548</sup> Alain BÉNABENT, « droit civil, les contrats spéciaux, civils et commerciaux », Montchrestien 9<sup>ème</sup> édition 2011 n° 1321 p. 618 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 544 p. 408.

<sup>549</sup> Définition de Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. Mettent en relief cette idée de hasard : Philippe MALAURIE et Laurent AYNES, « les contrats spéciaux », Defrénois 5<sup>ème</sup> édition 2011 n° 969 p. 580 ; Jean-Claude PLANQUE, « contrats spéciaux », Bréal 2<sup>ème</sup> édition 2008 p. 156.

<sup>550</sup> Petit Larousse en Couleurs.

<sup>551</sup> Le Robert, dictionnaire de la langue française.

<sup>552</sup> Un arrêt insiste en décidant, en référence aux art. 1104 al. 2 et 1964 du code civil, « *qu'il résulte de ces textes que l'aléa existe dès lors qu'au moment de la formation du contrat les parties ne peuvent apprécier l'avantage qu'elles en retireront parce que celui-ci dépend d'un événement incertain* », Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 8 juil. 1994, arrêt *Epoux Calvez c/ AGF*, D. 1995 J. p. 217 note Stéphanie PORCHY. La Cour de Cassation approuve : Cass. com., 10 juin 1960, arrêt *Banque d'Indo-Chine c/ Banque industrielle de Monaco*, S. 1961 J. p. 42 note Jean AUTESSERRE.

A. La diversité des aléas provenant de la nature des événements à l'origine  
des multiples « dérivés de crédit ».

**259.** Appréhender l'aléa réclame de mettre l'accent sur l'événement inconnu. Le « risque de crédit » affectant un actif sous-jacent est double. Il peut porter sur une dégradation de la valeur de ce sous-jacent et/ou une baisse des rendements attendus de ce sous-jacent. Les événements incertains qui nourrissent ce risque de crédit ne seront pas similaires. Cette distinction fondera l'organisation des paragraphes suivants. Certains « dérivés de crédit » disposent d'un fonctionnement dépendant expressément d'un événement incertain à l'origine de l'aléa. Pour d'autres, l'incertitude règne, mais il n'est pas certain qu'elle a trait à un événement. Enfin, nous mettrons à part un « dérivé de crédit » pour lequel la volonté d'une des parties doit se manifester. L'événement incertain n'a peut être plus la place centrale qu'il devrait détenir.

**1. Les « dérivés de crédit » organisés à partir d'un aléa événementiel  
apparent.**

**260.** Se classent dans cette catégorie deux « dérivés de crédit », les « credit default swap » et les « credit linked note » qui seront abordés dans cet ordre.

a. Contrat avec une survenance d'aléa entraînant un échange de  
somme d'argent (« credit default swap »).

**261.** La liste des événements peut se découper en deux catégories. La première est semi-officielle et correspond aux événements reconnus par les conventions-cadres. La seconde prend ses distances avec cette liste en autorisant le choix de tout événement révélateur par les parties<sup>553</sup>.

---

<sup>553</sup> Pour ces événements tant à partir qu'en dehors de ces conventions-cadres : Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 25 ; Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. pp. 17, 130 et 145 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 pp. 59 et 63 et « de nouveaux outils de gestion des risques de crédit pour les entreprises », loc. cit. pp. 28 ; Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. pp. 25 et 77 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. pp. 13, 18 et 19 ; Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 17 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 65 ; David DEHACHE et Didier MARTEAU, « les produits dérivés de crédit », op. cit. pp. 4 et 15 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 37 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. pp. 150 et 151 ; Giulia RIAL, « opérations sur risque de crédit », loc. cit. p. 58 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 303.

*α - La liste des événements proposée par les conventions-cadres.*

**262.** La détermination des événements qui provoque la protection est capitale. Ils sont regroupés au sein d'une clause qui sera essentielle dans la convention. Il conviendra d'identifier avec soins les événements susceptibles d'entraîner la protection. Ils doivent être à l'origine de la réalisation du risque de crédit redouté par le créancier. Comme précédemment indiqués, ils sont clairement explicités dans les différentes conventions-cadres pré-rédigées par l'ISDA et la FBF qui reprend des listes relativement similaires. Les cinq grandes catégories d'événements sont, pour mémoire, la contestation - moratoire, la déchéance du terme ou accélération, le défaut de paiement, la faillite, la restructuration. Ces événements sont quasi-instantanés. Ils surgissent en un trait de temps. Ils peuvent se voir attribuer une date précise. Les parties, notamment le vendeur de protection, peuvent vérifier que l'événement intervient durant la période de couverture du « dérivé de crédit ». Il est à noter une particularité introduite par les dernières modifications proposées par l'ISDA. Jusqu'à présent, la protection ne court qu'à compter de la date de transaction plus un jour. A présent, le Comité de Détermination de l'ISDA pourra constater si un événement de crédit est survenu sur une période remontant jusque 60 ou 90 jours avant sa saisine ou l'envoi d'une notification<sup>554</sup>. Ce remaniement laisse sceptique. En remontant ainsi dans le temps, la période de couverture peut s'étendre à une époque antérieure à la conclusion du « dérivé de crédit » pour peu que le comité soit saisi ou qu'une notification soit envoyée dans une période inférieure à 60 jours ou 90 jours après la passation de l'accord. Par cette prévision, un événement de crédit antérieur à la conclusion de l'accord peut déclencher la protection. Dans ces circonstances, l'événement apparu avant la conclusion de l'accord lui fait perdre le caractère incertain de la survenance. Il est déjà survenu, c'est une certitude. Par ricochet, la nature aléatoire du contrat a disparu, et ce qui pose problème, avant la formation du contrat. La jurisprudence et la doctrine estiment alors que le contrat aléatoire dépourvu d'aléa lors de sa formation est nul pour absence de cause<sup>555</sup>. La loi elle-même l'envisage expressément pour certains contrats aléatoires. L'article 1974 du code civil précise que « *tout contrat de rente viagère créé sur la tête d'une personne qui était morte au jour du contrat, ne produit aucun effet* ». L'article L. 121-15 du code des assurances précise, au sujet des assurances terrestres, que « *l'assurance est nulle si, au moment du contrat, la chose assurée a déjà péri ou ne peut plus être exposé aux risques* ». Ainsi, un tel « dérivé de crédit » serait nul pour absence de cause. Néanmoins, ces principes ne sont pas absolus. Il est, en dehors des hypothèses précédemment visées, parfois admis que certains contrats aléatoires, dont l'aléa avait pourtant disparu, reste valable si les parties ignoraient lors de sa conclusion cette disparition. Pour l'assurance maritime, l'article L. 172-4 du code des assurances accepte la validité des conventions conclues après le sinistre ou l'arrivée du sinistre si les parties n'en étaient pas

---

<sup>554</sup> 2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees and Auction Settlement CDS Protocol ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », loc. cit. § 9 p. 58 ; Sébastien GRASSET et Claude DIMI, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », loc. cit. § 46 p. 326.

<sup>555</sup> Philippe SIMLER, « contrats et obligations - cause - absence de cause », art. 1131 à 1133 fasc. 20 n° 10 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 343 p. 363.

Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 9 nov. 1999, arrêt *soc. Groupement Français d'Assurances et a. c/ C<sup>ie</sup> Auxiliaire et a.*, Bull. civ. I n° 293 p. 190, D. 2000 J. p. 507 note Antoine CRISTAU, JCP 1989 IV n° 3133 p. 2312, JCP E 2000 p. 1186 note Élodie ROUEIL, Defrénois 2000 art. 37.107 p. 250 n° 10 note Jean-Luc AUBERT, RGDA 2000 n° 1 p. 33, RCA 2000 n° 2 p. 5 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 2 fév. 2000, arrêt *époux Battestini c/ M<sup>me</sup> Berland*, Bull. civ. III n° 26 p. 18, JCP 2000 II n° 10289 p. 691 et N 2000 p. 1636 note Jean-François WEBER ; Cass. com., 4 nov. 2003, arrêt *soc. Azur assurances c/ syndicat des copropriétaires de l'Acropole I - II et a.*, Bull. civ. I n° 220 p. 175 ; Cass. 2<sup>ème</sup> civ., 15 av. 2010, arrêt *Ordre des avocats au barreau de Bastia et a. c/ M. et a.*, RCA juil.-août 2010 n° 200 p. 36 et n° 7 p. 1 obs. Hubert GROUDEL.

informées. Serait aussi valable un pari portant sur une épreuve déjà disputée si les parties en ignoraient le résultat<sup>556</sup>. Ainsi, à suivre ce raisonnement, les « dérivés de crédit », dépourvus d'aléa en raison de la survenance de l'événement incertaine antérieurement à la formation du contrat, seraient sauvés si les parties méconnaissaient cette survenance lorsqu'elles ont contracté. Cette situation est douteuse, car les parties assortissent la survenance de l'événement à des seuils de matérialité ou des conditions de « publicité » pour s'assurer de la légitimité de l'appel de la protection. L'événement en cause doit avoir été l'objet d'une certaine notoriété. Nous ne pouvons qu'inviter les contractants, au regard du droit français, à ce défi de cette stipulation qui est cause de nullité de la convention. Toute protection est alors perdue. Or les « dérivés de crédit » prévoient une série alternative d'événement de crédit qui peut se succéder et traduire un risque de crédit croissant. Un défaut de paiement d'une créance précédera une restructuration avant que survienne un moratoire surgissant avant le prononcé d'un redressement judiciaire se transformant en liquidation judiciaire. Traditionnellement, la survenance du premier événement déclenche la protection et annihile le « dérivé de crédit » pour la suite. Ainsi, considérer que le contrat est nul en l'absence d'événement aléatoire, le premier événement comptant, lors de la conclusion du contrat, empêche le vendeur de risque de profiter de toute protection pour un autre événement de crédit apparaissant après sa formation.

Des discussions pourraient aussi naître sur le degré de certitude de défaillance traduit par l'événement. La clause de restructuration en est l'exemple. Elle ne traduirait pas forcément une perte en comparaison d'une défaillance ou d'une faillite. Néanmoins, ce débat est à ce stade inopérant. Le doute est celui de l'adéquation de l'événement à traduire ce risque de crédit. Or le débat important affectant l'aléa se concentre sur la certitude ou non de la survenance de l'événement. Or elle est présente pour la restructuration. Nul ne doit savoir si elle surviendra ou non. Les parties peuvent reprendre intégralement ces événements, picorer dans ces listes ou les panacher. Ce panachage peut être réalisé à partir d'événements choisis hors de ces hypothèses.

### *β - Les autres événements.*

**263.** Les parties peuvent décider d'ajouter, à leur convenance, des événements courant de la vie économique. Nous avons déjà cité le non-respect de certains ratios financiers, l'annonce d'une fusion ou d'une scission (débouchant sur l'apparition d'une entité détentrice de la dette plus faible), la dégradation de la notation d'un débiteur ou de la dette, c'est à dire de l'entité de référence ou du sous-jacent de référence. Tous ces événements sont instantanés et doivent répondre au critère d'incertitude. La perception de l'événement est très facile comme l'identification de l'incertitude. Elle réside dans la concrétisation ou non de l'événement. S'il survient, la protection sera accordée. Dans le cas contraire, l'acheteur de risque n'aura pas à apporter sa prestation. La comparaison avec l'assurance sera adéquate. Les « dérivés de crédit » connaissent une inconnue à un double niveau. Le premier niveau est l'aléa concernant la survenance ou non de l'événement générateur de protection. Le second niveau est celui du quantum de la prestation monétaire. Un seul bémol à cette dernière affirmation, celui de l'hypothèse d'un « credit default swap digital » (fixation d'une somme forfaitaire). Chacune des parties connaît l'étendue des

---

<sup>556</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 343 p 364 ; Yves TASSEL, « assurance maritime - Introduction », J.-Cl. Resp. civ. ass. fasc. 610 n° 135 ; André FAVRE-ROCHEX, « assurances terrestres - contrat d'assurance - règles communes - cadre législatif et réglementaire », J.-Cl. Resp. civ. ass. n° 4 ; Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D. n° 42 p. 10.

sommes qu'elle aura ou sera amené à verser. Mais peu importe tant que demeure l'ignorance de la réalisation ou non de l'événement.

La nature aléatoire du « credit default swap » ne fait plus l'ombre d'un doute. Elle repose sur l'incertitude de survenance d'un événement de crédit donnant naissance à des gains et pertes pour les parties. Voyons ce qu'il en est pour le « credit linked notes ».

b. Contrat avec une survenance d'aléa entraînant une interruption de remboursement d'un passif (« credit linked note »).

**264.** Le « credit linked note » est aussi un « dérivé de crédit » événement, c'est-à-dire dont la protection sera déclenchée par l'arrivée d'un événement spécifié par les parties. Ce « risque de crédit » est caractérisé par les mêmes événements que ceux précédemment décrits. Ce constat n'est guère surprenant si l'on se rappelle ce raccourci selon lequel il n'est qu'un « *credit default swap titrisé* ». La double incertitude se retrouve tant à l'égard de l'apparition de l'événement que dans la quantification de la réparation dont bénéficiera l'acheteur de protection. La survenance de l'événement interrompra le remboursement des titres ou des obligations par l'acheteur de protection. C'est à partir des sommes non-recouvrées que se calculeront les gains et pertes des parties. Ceci est encore plus vrai pour « l'émission de titre représentatif de dérivés de crédit » et ceux conçus avec un défaut binaire.

Quoi qu'il en soit, il est facilement compris pourquoi le « credit default swap » et le « credit linked notes » sont surnommés « dérivés de crédit événements ». Leur nature aléatoire repose sur la survenance d'un événement même s'il produit, du point de vue de l'étude des flux monétaires, des réactions opposées. Il en est d'autre où l'événement n'est pas aussi voyant.

**2. Les « dérivés de crédit » n'appelant pas un aléa doté d'un événement apparent ?**

**265.** Trois branches de la famille des « dérivés de crédit » ne sont pas rangés parmi les « dérivés de crédit » événement. La protection n'est pas déclenchée par la survenance d'un événement incertain. L'aléa ne repose pas sur cette incertitude. Non, elle s'appuie essentiellement sur les flux que se remettront les parties. Ils sont plus sensibles à la lutte contre la dépréciation du rendement de la créance. L'un d'eux limite en même temps contre le risque lié à dépréciation de la créance. Nous commencerons par le « total rate of return swap » avant de continuer par ceux dépourvus de cette qualité.

a. Convention luttant contre un aléa entraînant une variation du capital et d'un taux d'intérêt (« total rate of return swap »).

**266.** Ce « dérivé de crédit » doit comme les autres, pour être aléatoire, remplir les conditions classiques de reconnaissance de l'aléa. La présence de gains ou de pertes au terme du contrat ne souffre guère de discussion. C'est que nous rappellerons très rapidement dans un premier temps. Mais l'aléa repose aussi sur l'existence d'un événement futur et incertain. A ce sujet, des discussions sont ouvertes.

*α - L'exigence de gains ou de pertes.*

**267.** A l'issu du contrat, les parties connaîtront exactement le montant des gains et des pertes provoqués par ce « dérivé de crédit ». Elles ne sont absolument pas en mesure de le faire avant. Ce « dérivé de crédit » organise non pas un, mais deux niveaux de gains ou de pertes. Il contient des engagements à double détente. Les parties se remettront des taux d'intérêt, dont l'un provient de la créance à protéger, contre un taux d'intérêt fixe ou variable de marché ou d'un autre actif, ceci à intervalle régulier tout au long de l'exécution du contrat. Seules sont connues, lors de la conclusion, les modalités de calcul et non l'évolution des rendements. Ils seront forcément différents et indépendant de leur volonté. L'un sera plus élevé que l'autre sans que soit su lequel. Par suite, elles ne savent pas si ce contrat sera bénéfique ou non. Les gains et les pertes ne seront dégagés qu'à la fin de la convention. A ce moment, justement, intervient la seconde détente par le versement d'un capital compensant, soit pour le vendeur de risque, la dépréciation de la créance, soit pour l'acheteur de risque, son appréciation. Une unique somme sera versée par l'un des contractants à l'autre. Là encore, son sens et son quantum restent inconnus jusqu'au dénouement. Elle découlera de la valorisation régulière, soumise à fluctuation, des créances. Ainsi, cet instrument, par ces deux séries de modalité, engendre des gains et des pertes. Qu'en est-il de l'événement incertain en lui-même ?

*β - La présence d'un événement incertain.*

**268.** Les oscillations des rendements de la créance dépendent à la fois de la capacité à régler ses dettes par le débiteur et du taux fixé soit au début du contrat soit tout au long de sa vie s'il est à taux variable par les marchés. La valeur de la créance varie également sur et par les marchés financiers. Ces oscillations sont la substance des marchés financiers. Elles sont systématiques, automatiques et ne reposent pas toujours sur des raisons rationnelles ou sur des événements de crédit tel qu'énumérés. Ces oscillations déterminent les gains et les pertes des parties. Mais peut-on parler alors d'un événement incertain et futur ? Il est certain que ces taux ou cette valeur ne resteront pas figés, qu'elles évolueront, même de manière infinitésimale. Il est délicat de parler d'événement incertain. Or la Première Chambre Civile de la Cour de Cassation par un arrêt rendu le 8 juillet 1994 exige « *qu'au moment de la signature du contrat le risque en découlant n'est ni certain dans sa réalisation ni déterminable dans son étendue* »<sup>557</sup>. Certains contrats désignés par le code civil comme aléatoire renvoient à un événement dont tout le monde, y compris les parties, peuvent être assurés qu'il surviendra. Le contrat d'assurance décès imposera le versement par l'assureur d'un capital déterminé à un bénéficiaire en cas de décès du souscripteur. La rente viagère est l'exemple complémentaire. Le prix de vente est transformé en rente jusqu'au décès du vendeur. Tout homme est mortel, tout le monde a conscience qu'elle surviendra forcément. L'aléa n'est donc pas la survenance de l'événement, mais sa date qui établira alors définitivement les pertes et les gains des parties. Ainsi, l'incertitude de la date de survenance d'un événement qui arrivera sans aucun doute possible caractérisera l'aléa<sup>558</sup>. Néanmoins, ce raisonnement ne sauve pas ce « dérivé de crédit ». La variation est permanente. Elle ne peut servir d'événement incertain.

<sup>557</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 8 juil. 1994, arrêt *Epoux Calvez c/ AGF*, D. 1995 J. p. 217.

<sup>558</sup> V. au sujet des contrats d'assurances mixtes : « *mais attendu que le contrat d'assurance dont les effets dépendent de la durée de vie humaine comporte un aléa* » : Cass. Ch. mixte, 23 nov. 2004, arrêts *Dawant c/ Piel Aury, Coulon c/ soc. Predica, Wangermee d'Assy c/ Wangermee, Crédit Foncier de France c/ Segard*, Bull. civ. Ch. mixte. n° 4, D. 2004 p. 3078, JCP 2005 IV n° 1000 à 1003 p. 45, JCP E 2005 J. n°

**269.** Pouvons-nous laisser ce « dérivé de crédit » au sein des contrats aléatoires puisqu'il est délicat de dégager l'arrivée d'un événement incertain ou de sa date ? Certains arguments expédients pourraient l'autoriser.

Relevons d'abord que la liste de convention aléatoire avancée par l'article 1964 du code civil n'est pas limitative. La jurisprudence l'a étendue à des contrats commutatifs au motif que les parties y avaient inclus une clause insérant un risque que les parties acceptaient d'assumer<sup>559</sup>. Ainsi, des contrats à l'origine commutatif deviennent aléatoire par l'introduction d'une incertitude. Par exemple, la vente à forfait devient aléatoire lorsque l'acheteur paye un prix fixe en échange de bien dont la valeur n'est pas connue au moment de la vente sans réduction ni accroissement de prix dès qu'il devient possible de l'évaluer, que l'objet soit une chose présente<sup>560</sup> ou future<sup>561</sup>. Il en est de même lorsqu'un doute est introduit dans le champ contractuel au sujet de la conformité d'une œuvre par rapport à sa description<sup>562</sup>, lorsque l'acheteur achète à ses risques et périls en se soumettant volontairement aux prescriptions de l'article 1629 du code civil<sup>563</sup>. Précisons, sans le détailler, ce que le contrat de vente n'a pas le monopole du genre<sup>564</sup>. Les « dérivés de crédit » ont pour vocation de transférer un risque, le

---

82 p. 84 note François MÉLIN, JCP I 2005 n° 111 p. 253 note Jacques GHESTIN, P.A. n° 10 du 14 janv. 2005 p. 6 note Philippe GROSJEAN, RJDA 2/05 p. 71 avec des extraits du rapport de la Conseiller à la Cour de Cassation Anne-Elisabeth CREDEVILLE et n° 89 p. 79, Rev. B. n° 666 fév. 2005 p. 84 obs. Jean-Louis GUILLOT et Sylvie FAYNER, Rev. Dr. pat. n° 133 janv. 2005 p. 20 note Marie-Anne RIBEYRE, BRDA 2/05 n° 30 p. 20, RDBF janv.-fév. 2005 n° 1 p. 36, RTDC 2005 p. 423 chron. Michel GRIMALDI, D. 2005 J. p. 1905 note Bernard BEIGNIER, Dr. Fam. mars 2005 n° 6 p. 13 note Hervé LÉCUYER, RJPF fév. 2005 n° 2 p. 25 note Philippe DELMAS SAINT-HILAIRE, RDC 2005 p. 297 note Alain BÉNABENT, RCA janv. 2005 n° 1 p. 3 obs. Philippe PIERRE, RCA fév. 2005 p. 15 note Fabrice LEDUC et Philippe PIERRE, RGDA 2005 p. 110 note Luc MAYAUX.

<sup>559</sup> Qui confirme la prépondérance de la volonté des parties dans l'apparition d'un contrat aléatoire.

<sup>560</sup> Limoges, 25 mai 1982, arrêt *Grande c/ Horn ès qual. et a.*, D. 1983 I.R. p. 6 note Fernand DERRIDA, JCP C.I. 1983 I n° 11677 n° 24 p. 237 obs. Michel CABRILLAC et Michel VIVANT, décision approuvée par Cass. com., 12 juil. 1983, arrêt *Grand c/ Horn ès qual. et a.*, Bull. civ. IV n° 219 p. 190, D. 1983 J. p. 527 note Fernand DERRIDA. Pas d'aléa sans incertitude pour une prétendue rente viagère où seules les modalités de paiement étaient aménagées, le prix restant préfixé et intangible : Cass. req., 12 nov. 1930, arrêt *Descourt et a. c/ Demoiselle Miché*, R.H. 1930 p. 586.

<sup>561</sup> V. une clause prévoyant un prix de vente « forfaitaire quel que soit le résultat de la récolte » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 8 oct. 1980, arrêt *Berceot c/ Dame Le Gentil*, D. 1891 I.R. p. 445 note Bernard AUDIT, RTDC 1980 p. 646 obs. Gérard CORNU ; la vente d'un coup de filet, de droits de souscription à prix déterminé issus d'une augmentation de capital à la réussite incertaine : Cass. com., 10 juin 1960, préc. Sur l'ambivalence de caractérisation de la vente d'une chose future : Gilles J. MARTIN et Jean-Baptiste RACINE, « contrats et obligations - objet du contrat », J.-Cl. civ. art. 1126 à 1130 fasc. 10 n° 12 p. 6 ; Daniel MAINGUY, « contrats spéciaux », Dalloz 7<sup>ème</sup> édition 2010 n° 88 p. 89 ; Philippe MALAURIE et Laurent AYNES, Pierre-Yves GAUTIER, « les contrats spéciaux », op. cit. n° 190 p. 130.

<sup>562</sup> Pour une clause incluant un doute sur l'authenticité de l'œuvre vendue : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 mars 1987, arrêt *Vincent et a. c/ Spoturno-Coty et a.*, Bull. civ. I n° 105 p. 78, D. 1987 J. p. 489 note Jean-Luc AUBERT, RTDC 1987 p. 743 obs. Jacques MESTRE ; sur l'importance de la restauration signalée lors de la vente : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 31 mars 1987, arrêt *M. Speelmann c/ M. Coiffard et a.*, Bull. civ. I n° 115 p. 86.

<sup>563</sup> Aléa inséré par la clause stipulant que l'acquéreur accepte d'assumer un risque d'éviction : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 17 juil. 1962, arrêt *Sarl Destin et C<sup>ie</sup> c/ Grenier*, D. 1962 p. 534, G.P. 1962 2<sup>ème</sup> p. 260 ; Risque dégagé des circonstances de sa conclusion : un boucher achète une vache réagissant positivement à la tuberculine qui s'avérera par la suite impropre à la consommation : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 nov. 1961, arrêt *Lannois c/ Monvoisin*, Bull. civ. I n° 532 p. 422. Raymond LE GUIDEC, « vente, obligations du vendeur, garantie en cas d'éviction, modifications conventionnelles », J.-Cl. civ. art. 1127 à 1129 n° 59 p. 8 ; Marc MIGNOT, « vente, obligations du vendeur, garantie en cas d'éviction », J.-Cl. civ. art. 1630 à 1637 n° 17.

<sup>564</sup> L'aléa né d'une convention de cession de brevet fondé sur la valeur commerciale de l'invention : Cass. com., 3 mai 1978, arrêt *Labouche c/ Sarl Unipresse Publicité et a.*, D. 1979 J. p. 247 note Jean-Jacques BURST ; Pour un contrat de révélation de succession rémunéré selon le succès de l'opération et de l'importance de l'héritage reçu : T.I. Rennes, 23 fév. 1965, jugement *Bernard Andriveau c/ Jaunot et Coton*, Gaz. Pal. 1965 2<sup>ème</sup> J. p. 53 ; Au sujet d'un contrat de publicité complexe : Cass. civ., 16 mai 1939, arrêt *soc. Stendhal-Publi c/ A. Chalimond*, Gaz. Pal. 1939 2<sup>ème</sup> sem. p. 152.

risque de crédit, qui ne se concrétisera peut être pas. Ils intègrent volontairement une dissymétrie de résultat. Les parties ne savent finalement pas si le contrat va se dénouer en leur faveur à l'échéance. Cette incertitude demeure. Par ailleurs, l'article 1104 du code civil qualifie de commutatif tout contrat pour lequel chacune des parties s'engage à fournir une prestation qui est considérée comme l'équivalente de l'autre. Un aléa se dégage à chaque fois que les parties manifestent l'intention de conclure un contrat qu'elles regardent comme déséquilibré. Le « total rate of return swap » ne comprend pas de prestations équivalentes. Elles introduisent un risque en se fournissant des taux d'intérêt d'un niveau différents amenés à évoluer. Elles espèrent réaliser un gain par rapport à l'autre. Le versement unique de la prestation monétaire ne pèsera en définitive que sur l'une. Elle ne reçoit rien en échange.

Ces articles non modifiés depuis la création de ce code napoléon ne pouvaient pas appréhender les facultés de l'économie de marché. Les particularités de tous les « dérivés de crédit » ne pouvaient pas être perçues par le législateur de l'époque lorsqu'il a procédé à la définition du contrat aléatoire.

En l'occurrence, s'il est certain que les cours varient, que l'événement en soit n'est pas inconnu, la résultante de cet événement l'est. Les parties ignorent le sens que suivra le cours qui focalise leur attention. Il convient d'inclure aux contrats aléatoires ceux dont la certitude de l'événement est indubitable mais dont le résultat ne l'est pas. Ainsi seraient intégrés dans la catégorie des contrats aléatoires des conventions dont l'échange des flux dépend de l'évolution de cours de marché, par nature imprévisible, et dont les gains et pertes sont inconnus des parties au moment de leur conclusion. L'inconnu du résultat touche tout à la fois l'évolution des cours et les sommes que les parties devront se donner, et partant, l'étendue monétaire des obligations de chacune d'entre elle. Elles ne peuvent savoir laquelle des deux, et dans quelle mesure, retirera plus que l'autre de la convention passée. Ainsi, l'incertitude de ce « dérivé de crédit » se dégage au travers de son résultat que les parties ne peuvent en aucun cas mesurer lors de sa formation.

**270.** Néanmoins, n'existe-t-il pas un événement incertain malgré tout dans ce type de convention ? Jusqu'à présent, il était impossible d'adjoindre le qualificatif d'incertain à cet événement car les cours changent en permanence. Cependant, les parties ne connaissent pas un élément au moment de la formation du contrat<sup>565</sup> contre lequel veut se protéger le vendeur de risque. Il redoute l'évolution défavorable du rendement de la créance, c'est à dire une baisse de celui-ci. Or si la variation de cours est inéluctable, il n'est pas garanti qu'elle aille à la baisse. Elle peut aussi aller à la hausse. Dans cette hypothèse, l'événement redouté par le vendeur de risque est non pas une évolution du cours, toujours certaine, mais une oscillation défavorable du cours, elle incertaine. L'événement incertain et futur se trouve tout à la fois dans la survenue d'une évolution défavorable du cours ou de l'indice et dans le résultat imprévisible sur lequel débouchera l'exécution des engagements par les contractants. Ainsi, le « total rate of return swap » répond bien à l'exigence des contrats aléatoires.

**b. « Dérivés de crédit » luttant uniquement contre un aléa de taux d'intérêt (« credit spread forward »).**

**271.** Ce contrat prévoit le versement d'une somme entre les parties dont le sens et l'importance seront déterminés en fonction de l'évolution d'un différentiel de taux d'intérêt entre deux créances ou paniers de créances. Il n'est axé que sur les rendements d'une créance qu'il évalue selon l'évolution d'un différentiel. Il fait très peu

---

<sup>565</sup> L'appréciation de l'existence de l'aléa se réalise lors de la conclusion du contrat : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 8 juil. 1994 et Cass. com., 10 juin 1960 préc.

cas d'un événement de crédit générateur de protection symbolisant l'aléa. Il est le plus robotisé de tous en ce sens qu'il y aura toujours le versement d'une somme d'argent. L'inconnu est double et réside dans le quantum à verser et le sens du versement. Si le calcul de la prestation est différent, la même problématique que précédemment se retrouve. Il y a similitude dans les situations couvertes. L'événement incertain n'est pas l'évolution du différentiel, qui arrivera forcément, mais une évolution défavorable pour l'acheteur de protection ou favorable pour le vendeur de protection.

**272.** Ces deux derniers « dérivés de crédit » ne se focalisent pas sur le même type d'événement incertain tel qu'ils existent avec les « dérivés de crédit » événement. Cela ne signifie pas pour autant que l'événement de crédit fait générateur est sans influence sur les « dérivés de crédit » sur variation. Ces derniers reposent sur l'évolution de la valorisation de la créance et de son rendement. Cette évolution se réalise en étant déconnectée de tout événement de crédit. Pourtant, la survenance d'un tel événement se ressentira forcément sur la fixation de la valeur de la créance par les marchés, tout comme l'évolution de son taux d'intérêt. Une entité de référence annonçant une restructuration de sa dette, une procédure de redressement judiciaire pour elle ou une de ses filiales etc., sera la victime d'une baisse de confiance des marchés se traduisant par une dégradation de la valeur des créances. Dans ces circonstances, les doutes sur la nature de l'aléa ne se poseront pas. Un événement incertain aura joué et se trouvera à l'origine de la variation constatée. Mais cette survenance n'est pas nécessaire pour constater des évolutions et le bon fonctionnement des « total rate of return swap » et « credit spread option ». Elle pourrait le devenir par l'insertion d'une clause de matérialité<sup>566</sup> imposant le dépassement de certains seuils ne se franchissant qu'après la survenance d'un événement de crédit. Dans ces deux cas, l'aléa transparaît surtout au regard du résultat qui est incertain lors de la conclusion du « dérivé de crédit ».

Le contrat aléatoire dépend inévitablement d'un événement incertain entraînant pour les uns ou les autres des pertes ou des gains. L'événement incertain pour plusieurs d'entre eux se limite à une évolution défavorable du rendement d'une créance ou de sa valeur. Cette distinction conforte la différence entre les « dérivés de crédit ». Sous le couvert d'un même objectif, nos « dérivés de crédit » suivent des chemins divers. Examinons maintenant le dernier « dérivé de crédit ».

### **3. L'aléa tenant à la volonté d'une partie (« credit spread option »).**

**273.** Le « credit spread option » est une « option à l'américaine d'achat ou de ventes de titres de créances à un prix préfixé déterminé à partir d'un taux d'intérêt donné en échange d'une prime ». Le contrat d'option à l'américaine confère à une personne la faculté d'acheter ou de vendre à une autre personne une quantité convenue ou standardisée d'un produit à tout moment jusqu'à son échéance à un prix initialement fixé<sup>567</sup>. La protection de ce contrat se réalise par la vente à un prix préfixé d'une certaine quantité de titres de créances s'ils fournissent un taux d'intérêt moindre concrétisant une rentabilité moindre et leur dépréciation. La protection se déclenche en deux temps. L'atteinte du niveau d'intérêt spécifié pour le sous-jacent protégé ouvre le droit à l'exercice de l'option. L'acheteur de protection doit manifester sa volonté d'exercer le droit de vente au prix prévu lors de la conclusion du « dérivé de crédit ». Ce dérivé de crédit, par essence, n'attend pas la survenance d'un événement pour se réaliser. MM. Antonin BESSE et Alain GAUVIN précisent que « le

---

<sup>566</sup> V. infra § 278.

<sup>567</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

*défaut de paiement n'est plus le fait générateur de l'option* »<sup>568</sup>. L'apparition d'un écart ouvre le droit pour l'acheteur de protection à exercer l'option. Comme précédemment, la présence d'un événement de crédit n'est pas indispensable.

**274.** Mais il est également indéniable que la survenance d'un tel événement peut avoir une influence majeure sur l'évolution de l'écart. Les opérateurs s'attardent la modification de valeur et non sur un événement. Il n'a aucune influence en lui-même. Dans l'hypothèse d'une option à l'euroéenne, qui ne s'exerce qu'à l'échéance, la survenance d'un événement de crédit durant l'application de l'accord n'entraînera pas en lui-même l'ouverture du droit à exercer son choix. Il faudra attendre l'écoulement de l'échéance. La survenance d'un événement de crédit n'entraînera pas sa fin anticipée et prématurée. A lui seul, l'événement incertain ne suffit pas à déclencher les conditions de la protection.

L'inconnu résidera dans le quantum de pertes correspondant à la différence négative de valeur de la créance protégée et dans l'évolution du taux d'intérêt de référence, cause de l'ouverture ou non de la protection. Nous renvoyons pour cela à nos explications précédentes puisque l'évolution du taux d'intérêt de marché est assurée et que seul son résultat est inconnu. Mais cette condition préalable est insuffisante car l'option doit être exercée. La doctrine souligne que la présence d'une convention aléatoire dépend de l'existence d'une chance ou du hasard<sup>569</sup>. L'implication en découlant est que les parties ne doivent avoir aucune prise sur l'événement<sup>570</sup>. Elles ne doivent pas interférer dans la matérialisation de l'événement. Elles ne doivent pas détenir le pouvoir de le déclencher ou de le contrarier. S'il n'est plus indépendant des parties, les règles de fonctionnement sont biaisés, l'une des parties provoquant le dénouement du contrat censé dépendre uniquement d'un événement indépendant. Le caractère aléatoire de l'opération subsiste. La manifestation de volonté n'intervient qu'après la survenance de l'événement qui garde un rôle prééminent et indispensable pour donner le droit d'exercer l'option. Elle est subordonnée à l'apparition de l'événement incertain. Cette déclaration de volonté sera le plus souvent formelle. Le taux d'intérêt en question sera fortement révélateur de la détérioration de la situation. Il sera le signe évident de l'intérêt de l'acheteur de protection à bénéficier de la protection. Il paraît peu probable qu'il refuse de profiter d'une option favorable dès lors que la dégradation se matérialise. Dans l'ordre du déclenchement de la protection, les variations du taux d'intérêts, indépendantes des parties, priment réellement sur le choix de l'option et la prépondérance de la volonté.

Tous les « dérivés de crédit » sont des contrats aléatoires. En cas de doute, les magistrats du fonds apprécient souverainement ce caractère<sup>571</sup>. L'essence de l'aléa est diverse et atteste de la diversité de ces familles de contrats. Les différences peuvent être accentuées par les multiples conditions que peuvent leur adjoindre les parties.

---

<sup>568</sup> Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45.

<sup>569</sup> V. infra § 278.

<sup>570</sup> Jean-Claude PLANQUE, « contrats spéciaux », op. cit. p. 168 ; Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l'entreprise », op. cit. n° 1606 p. 265.

<sup>571</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 10 juil. 1973, arrêt *Lefebvre de Nailly c/ Consorts Lefebvre de Nailly et a.*, Bull. civ. I n° 242 p. 213 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 2 mai 1989, arrêt *Consorts Wahart c/ M<sup>me</sup> Javelaud et a.*, Bull. civ. I n° 177 p. 118, RTDC 1990 p. 68 note Jacques MESTRE.

## B. La diversité des aléas provenant des conditions spécifiées dans les conventions de « dérivés de crédit ».

275. Les « dérivés de crédit » ajoutent à la survenance de l'aléa des conditions supplémentaires pour faire jouer la protection, de forme et de fond.

### 1. Les conditions de forme.

276. Les « dérivés de crédit » apportent une protection dépendante d'un événement aléatoire. L'aléa réclame la présence d'un élément inconnu siégeant dans le principe même de sa survenance, sa date d'arrivée ou son résultat. Les parties prévoient des barrières par l'introduction de stipulation cherchant à établir l'incontestabilité de l'arrivée du ou des événements de crédit. La convention arrêtera des conditions de publicité du risque de crédit. La connaissance publique de l'information assure son objectivité et évite le déclenchement de la protection par le seul bon vouloir de la partie protégée. Les contrats types de l'ISDA et de la Fédération Bancaire Française y reviennent au moyen de la notion d'information publique qui est toute « *information permettant de confirmer les éléments de détermination de la survenance d'un événement de crédit décrit dans une notification d'événement de crédit* »<sup>572</sup>. Il s'accompagne d'un critère quantitatif. Les conventions-cadres n'attribuent cette qualification de publique que si l'information provient d'au moins deux sources différentes sauf manifestation de volonté contraire. Qualitativement, les sources d'informations doivent être internationalement reconnues, publiées ou diffusées sur un serveur électronique gratuit ou payant. L'émetteur de l'information ne doit pas être une partie au contrat ou l'un de ses représentants sauf si elle agit en qualité de trustee, fidéicommissaire, agent fiscal, agent payeur, administratif ou compensateur<sup>573</sup>. L'information peut se tirer d'acte réglementaire ou judiciaire. Le modèle de confirmation 2002<sup>574</sup> offre une série d'option pour les sources d'informations, françaises, internationales, ou françaises et internationales ainsi que leur nombre. De manière supplétive, la convention-cadre retient le nombre de deux sources d'informations internationales. Ces indications révèlent que la reconnaissance de la survenance d'un événement de crédit générateur de protection découle pour partie du consensus des parties. Pour aplanir les différents, elles peuvent déléguer à un cabinet d'audit indépendant le soin de surveiller et signaler l'avènement de l'événement de crédit. L'ISDA améliore la sécurisation en ce domaine. Pour faciliter le règlement des obligations par des chambres de compensation, un Comité de Détermination, indépendant des parties, appréciera si tel événement invoqué par l'un des contractants constitue un événement de crédit conforme

---

<sup>572</sup> V. l'art. 1 de la définition p. 9 de l'Additif Technique opérations sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 91 et s. ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 18.

<sup>573</sup> Voir l'affaire *Deutsche Bank AG c/ ANZ Banking Group LTD* et ses circonstances : Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 99. Un acheteur de protection avait sollicité le support d'information dans le but de faire publier l'événement de crédit.

<sup>574</sup> Confirmation d'une opération sur événement de crédit proposée par la Fédération Bancaire Française d'avril 2002.

aux prévisions des parties<sup>575</sup>. Ces Comités sont des instances professionnelles communes aux intervenants de marché composés de professionnels les plus représentatifs possibles. Les décisions, adoptées par vote d'au moins 80 pour cent des membres<sup>576</sup>, sont publiées sur le site de l'ISDA. Quoi qu'il en soit, l'événement doit être survenu. Une information publique erronée de survenance de l'événement ne suffit pas à provoquer la protection. De surcroît, l'aspect public de l'information évite l'écueil de la confidentialité de l'information surtout si elle soumise au sceau du secret.

**277.** En sus de la neutralité de la source d'information, des formalités supplémentaires seront à respecter. La survenance de l'événement de crédit devra donner lieu à une notification de la part de la partie à qui la convention incombe cette charge, la plupart du temps, l'acheteur de protection. La désignation de cette personne est stratégique car elle dispose du choix du moment où s'opère la qualification. Le moment de l'exécution de cette notification peut amplifier ou réduire les effets de la survenance de l'événement de crédit. La notification s'adressera à l'autre partie<sup>577</sup> pour signaler la survenance de l'événement et solliciter l'exécution de la protection demandée. Cette notification se fera par lettre, télex, télécopie ou toute transmission électronique ou numérisée présentant un degré suffisant de sécurité et de fiabilité et prendra effet à la date de sa réception<sup>578</sup>. L'additif technique relatif aux « dérivés de crédit » décrit encore plus minutieusement la procédure. Deux voies sont envisageables. Une simple notification irrévocable sera délivrée. Elle décrira l'événement survenu entre la date de commencement et d'échéance du contrat. Elle brossera les faits démontrant la survenance de l'événement sachant qu'il n'est nul besoin que son existence persiste à la date de réception de la notification. L'autre voie, à la condition d'être expressément stipulée, est de procéder à l'envoi d'une notification événement de crédit complétée par une notification irrévocable comprenant l'information publique de survenance de l'événement de crédit. Mais cette notification est encadrée par une limite temporelle de 14 jours calendaires après la date d'échéance du contrat sauf délai de grâce reportant ce point de départ à son expiration<sup>579</sup>. Elle tolère une notification par tous moyens, y compris oral, en réclamant une notification écrite dans le jour ouvré suivant, même si de manière surprenante, son absence n'affecte en rien la validité de la notification orale. Reçue avant 16 heures un jour ouvré, la notification est réputée intervenue à ce jour, après cet horaire, elle intervient le jour ouvré suivant<sup>580</sup>. Pourtant, il ne sera nul besoin d'exécuter ces formalités si les conditions adjointes à l'événement ne sont pas remplies.

---

<sup>575</sup> 2009 ISDA Crédit Derivatives Determinations Committees and Auction Settlement CDS Protocol ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1078 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », loc. cit. § 9 p. 58 ; Precillia BINABOUT, « marché des credit default swap, la régulation est en marche », loc. cit. p. 93 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 35 ; Sébastien GRASSET et Claude DIMI, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », loc. cit. § 46 p. 326 ; Satyajit DAS, « credit default swaps : innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 53.

<sup>576</sup> A défaut, un panel d'experts sera réuni pour aboutir à une solution.

<sup>577</sup> Et à toutes les personnes désignées par le contrat comme les tiers participant à l'exécution du contrat.

<sup>578</sup> Article 11.1 de la convention-cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

<sup>579</sup> Une défaillance d'une entité de référence est reconnue quelque temps après le terme d'une convention de « dérivé de crédit » l'envisageant comme un événement de crédit par un jugement. A cette occasion, cette décision reporte cette date de l'événement à une période couverte par le « dérivé de crédit ». Que devient la protection puisque la notification n'est pas intervenue dans les délais et ne pouvait pas l'être ? Le délai de grâce réduit cette difficulté en prorogeant la durée pendant laquelle la notification peut-être réalisée.

<sup>580</sup> Article 2.2.2. p. 15 de l'Additif Technique opérations sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française.

## **2. Les conditions de fond.**

**278.** Les parties n'entendent parfois ne voir la protection déclenchée qu'après la survenance d'événements d'une certaine ampleur. Cette volonté se résout d'elle-même avec les « dérivés de crédit » événements par la sélection directe des seuls événements de crédit révélateur de cette difficulté. En revanche, les « dérivés de crédit » sur variation jouent théoriquement dès la plus petite variation, d'où l'adjonction à l'aléa de conditions de fond éliminant leur trop grande sensibilité. La notion de risque de crédit sous-tend une difficulté certaine s'étageant durablement sur le moyen et long terme. L'introduction d'un délai de grâce éradique l'influence d'une brusque variation sans lendemain. Les parties ne cherchent pas à subir les brusques mouvements de cours de marchés en raison de mimétisme, de cause indépendante de l'évolution normale de la cotation etc.

Classiquement, le test de matérialité ou le seuil de déclenchement est l'insertion d'un seuil à atteindre ou dépasser par l'événement aléatoire. En-dessous, les variations périodiques, insuffisantes pour les parties à justifier la concrétisation d'un risque de crédit, ne provoquent pas la protection. Il s'assimile aux systèmes de franchises ou de plafonds. Cette limitation se ressent évidemment sur le montant de la prime qui sera réduit. Pour les « dérivés de crédit », ils s'adaptent à tous les événements, la notation évidemment, défaut de paiement, défaillance etc. Ainsi, dans sa partie « événements de crédit », la confirmation précise pour chacun de ces événements un seuil de défaut. Les parties ajoutent le montant nominal minimal de l'obligation touché par l'événement de crédit pour que puisse être appliquée la protection<sup>581</sup>. Le seul événement de crédit exonéré de cette adjonction est logiquement celui de la faillite qui par nature s'étend à toute l'entité ou débiteur de référence. La gravité de l'événement ne laisse planer aucun doute. Ces clauses limitent aussi la latitude laissée à la partie notificatrice du choix du moment de cette notification.

**279.** Les « dérivés de crédit » sont des contrats aléatoires. L'événement de crédit, ou plutôt les « événements de crédit », occupent évidemment une place centrale dans la convention. Ils exigent de nombreuses spécifications dans leur choix et imposent l'accomplissement conditions supplémentaires pour être considérés comme générateur d'un risque de crédit ouvrant droit à protection. En outre, les parties doivent respecter certaines formalités. Elles se doivent de rédiger avec soin leurs conventions qu'elles se passent ou non de l'aide des conventions-cadres. Elles intègrent des règles qui peuvent, en droit français, se heurter à quelques obstacles. Ces « dérivés de crédit » renvoient à des aléas perçus de manière différente selon les branches de cette famille. L'aléa des « dérivés de crédit » est indissociable de leur objectif ultime, la lutte contre le risque de crédit. C'est cette notion centrale qu'il convient à présent d'aborder.

---

<sup>581</sup> Voir la confirmation d'une opération sur événement de crédit proposée par la Fédération Bancaire Française d'avril 2002 outre Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 93.

Section II : La diversité engendrée par la notion « de risque de crédit », objet de la lutte des « dérivés de crédit ».

**280.** L'aléa chez les « dérivés de crédit » ne s'aborde pas tout à fait de la même façon selon la branche de famille étudiée. Les gènes ont fait leur œuvre. De la même façon, il est loisible de se demander si les mutations n'ont pas touchés l'autre élément naturel qui les caractérise, à savoir la lutte contre le « risque de crédit ». Ce risque de crédit est-il perçu de manière uniforme ou présente-t-il des différences qui expliqueraient aussi la diversité de cette famille ? Cette question est d'autant plus pertinente à l'aune de la souplesse et de l'adaptation qui les caractérise. C'est pourquoi nous étudierons ce risque de crédit pour comprendre ce qu'il recouvre exactement. Ce risque de crédit est également indissociable, pour les « dérivés de crédit » à un sous-jacent, le plus souvent, une créance. Le risque de crédit ne vit qu'à travers cette créance. Sans créance, nul risque de crédit n'est à craindre. Néanmoins, est-il possible de protéger toute créance grâce à un « dérivé de crédit » ? C'est ce que nous verrons dans un second temps.

§ I - L'exégèse de l'expression « risque de crédit ».

**281.** Dès qu'il est possible de réfléchir un tant soit peu sur le sens de cette expression, elle paraît très rapidement antithétique. C'est ce que nous constaterons dans un premier temps. Ensuite, nous procéderons à l'éclaircissement de cette expression grâce à l'« herméneutique » de cette formule.

A. L'antinomie littérale des termes « risque de crédit ».

**282.** La démonstration de l'antinomie littérale de ces termes se fera en trois phases : la première expliquera ce qu'est le risque, la seconde exposera les acceptions attribuées au mot « crédit » et la troisième confrontera les résultats dégagés.

**1. Le risque.**

**283.** Le risque n'est nul part défini par le législateur. La doctrine souligne unanimement la difficulté de l'exercice, unanimité qui se dégage hélas comme le seul point de convergence. Le langage courant désigne le risque comme un « danger, hasard ou péril » ou encore un inconvénient possible. Un dictionnaire<sup>582</sup> le dépeint comme : « *éventualité d'un événement futur, incertain ou d'un terme indéterminé ne dépendant pas*

---

<sup>582</sup> Le Robert, dictionnaire de la langue française.

*exclusivement de la volonté des parties et pouvant causer la perte d'un objet ou tout autre dommage* ». Le risque est souvent décrit à travers le prisme de l'assurance selon deux indications, d'abord le « *préjudice, sinistre éventuel que les compagnies d'assurance garantissent moyennant le paiement d'une prime* »<sup>583</sup> et ensuite « *l'événement même contre lequel on s'assure* »<sup>584</sup>. Il sert surtout à désigner les inconvénients engendrés par la survenance incertaine d'un événement soit l'événement incertain lui-même. La liste des synonymes est nombreuse, dangers, menaces, catastrophes, accidents, défauts de sécurité, urgences et crises, tout comme celle des domaines associés, sanitaire, alimentaire, thérapeutique, naturel, environnemental, biologique, technologique, chimique industriel, nucléaire, terroriste etc. Omniprésent, il influence de nombreuses notions juridiques contemporaines dépassant largement le seul domaine de la responsabilité civile et des assurances<sup>585</sup>. L'incertitude tient soit à la réalisation de l'événement, soit à sa date de survenance, soit dans l'importance de l'inconvénient entraîné, soit à permettre le repérage du type d'événement à l'origine du dommage. Les définitions juridiques sont plus précises et quelques peu distinctes. Monsieur Gérard CORNU identifie le risque comme : « *1) événement dommageable dont la survenance est incertaine, quant à sa réalisation ou à la date de cette réalisation ; se dit aussi bien de l'éventualité d'un tel événement en général, que de l'événement spécifié dont la survenance est envisagée... 2) par extension, valeur garantie ou objet de l'assurance* »<sup>586</sup>. Cette notion varie selon le contexte. Ainsi, le risque, associé à la matière contractuelle, est « *considérée en état d'éventualité au jour de la conclusion du contrat, toute déviation par rapport à la ligne tracée, au projet initial social, économique, ou financier dont les parties étaient initialement convenues* »<sup>587</sup>. Ces notions ne nous sont pas inconnues. Elles transparaissent déjà des descriptions des « dérivés de crédit » et des « produits dérivés ». L'incertitude et l'éventualité leur sont inhérentes. Le risque, à lire ces explications, porte autant sur le principe de la réalisation de l'événement, le moment de sa survenance ou sa gravité, ces composantes pouvant être jointes ou disjointes. Ces indications ne sont pas sans nous rappeler ni recouper nos explications sur le caractère aléatoire de la convention. Ce qui nous ramène à une évidence, le risque de crédit est aléatoire. Voyons maintenant ce qu'il en est du terme « crédit ».

## **2. Les acceptions du crédit.**

**284.** L'autre jambe de l'expression, le crédit, possède des acceptions plurielles. Son étymologie se trouve dans la langue latine « *creditum ; credi, n* » qui se traduit par « *prêt, chose due, dette* »<sup>588</sup> et dans le verbe « *credo, didi, ditum, ere* » renvoyant à

<sup>583</sup> Petit Larousse en couleurs.

<sup>584</sup> Le Robert, dictionnaire de la langue française.

<sup>585</sup> V. Valérie LASSERRE, « le risque », D. 2011 chron. p. 1632 ; Marie PARIGUET et Olivier MANSION, « impasses et perspectives du risque en matière de responsabilité », JCP 2011 n° 838 p. 1383 ; Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », loc. cit. n° 35.

<sup>586</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. Pour d'autres définitions : « *1) fondement de la responsabilité civile selon certains auteurs, pour qui toute personne ayant créé par son activité un risque pour autrui doit le prendre à sa charge ; 2) En matière d'assurance, événement aléatoire dont la survenance fait naître l'obligation de garanti à la charge de l'assureur. Ex : le risque incendie. Par glissement sémantique, l'objet même de cette garantie : ex : le risque habitation* » de Pierre GUIHO, « dictionnaire juridique », L'HERMES 1<sup>ère</sup> édition 1996 ; ou encore comme un « *événement éventuel, incertain, dont la réalisation ne dépend pas exclusivement de la volonté des parties et pouvant causer un dommage* », Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », op. cit.

<sup>587</sup> Jean-Marc MOUSSERON, « la gestion des risques par le contrat », RTDC 1988 p. 481.

<sup>588</sup> Dictionnaire Latin - Français, GAFFIOT, édition Hachette.

plusieurs sens comme « 1) conférer en prêt ; 2) confier ; 3) trouver pour vrai quelque chose ; 4) croire, penser » ou encore « 1) avoir confiance, se fier. 2) avoir foi, croire ». Les sens les plus fréquemment usités aujourd'hui désignent à la fois la réputation de solvabilité, le délai de paiement, la partie d'un compte où s'écrit sous le nom de quelqu'un ce qui lui est dû ou ce qu'il a donné, la somme susceptible d'être dépensée selon la loi budgétaire ou encore le prêt consenti par une banque<sup>589</sup>. Un dictionnaire juridique énonce ces divers sens<sup>590</sup> : une personne physique ou morale peut avoir du crédit, c'est à dire inspirer confiance sur sa solvabilité, ou faire crédit, ce qui est la confiance en la solvabilité du débiteur. Le crédit est un soutien financier par lequel une personne met ou fait mettre une somme d'argent à la disposition d'une autre en raison de la confiance qu'elle inspire. Par extension, il est un prêt consenti par un organisme financier. Il s'est transformé en expression générique signalant les multiples formes d'avances et de prêts. Par un prolongement supplémentaire, il peut cibler génériquement les institutions et les organismes de crédit comme le groupe de règles régissant les opérations et les instruments de crédit. Il est une partie d'un compte (porté sur le côté droit de celui-ci) ou figurent les remises faites à celui que tient le compte pour toute partie. Le solde créditeur transcrit la somme disponible pour le client dans le compte tenu chez un banquier. Voyons maintenant le sens littéral de cette expression.

### **3. Le « risque de crédit ».**

**285.** L'addition des acceptions littérales de ces termes débouche sur des résultats incohérents ou qui au mieux n'expliquent rien. En retenant le crédit comme qualifiant grammaticalement le risque redouté, tel le « risque incendie », l'un des sens pourrait être que la partie d'un compte créditeur est le danger craint. L'absence d'entendement est patente. Selon le sens le plus large, les institutions chargées de prêter seraient l'événement redouté qui entraînerait un inconvénient, un péril ! La lumière ne peut guère provenir de cette démarche, quoi qu'elle soit peut-être plus compréhensible depuis la crise des subprimes. Peut être l'expression désigne-t-elle les destinataires de la crainte du risque ? La cohérence ne se ferait jour qu'avec un seul sens : l'événement incertain cause d'un préjudice à l'ensemble des institutions chargées de prêter. Si elle acquiert un sens, elle n'explique absolument pas la nature du risque en question. Ces établissements sont confrontés individuellement comme collectivement à de nombreux risques : systémique, liquidité, marché, change, taux etc. Il ne serait qu'une expression reprenant l'ensemble de ces risques. Ce n'est pas le cas car il se place au même niveau que ceux-ci. Il n'est pas hiérarchiquement supérieur.

L'aide de l'acception la plus juridique du crédit ne nous avance guère : « *acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met (ou promet de mettre) des fonds à la disposition d'une autre personne ou prend dans son intérêt un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie* »<sup>591</sup>. Elle est alors plus vaste que la notion d'avance de fonds. Il serait alors l'événement incertain d'octroi d'un prêt, aval, garantie ou cautionnement.

<sup>589</sup> Petit Larousse en couleurs. Le Robert, dictionnaire de la langue française relève les sens suivants :

« *Crédit : 1481 : créance, lat. creditum, credere « croire », italien « credito » dette. I) 1 confiance qu'inspire quelqu'un ou quelque chose. Faire crédit à quelqu'un, s'y fier, compter sur lui. 2 lit. influence dont jouit une personne ou une chose auprès de quelqu'un pour la confiance qu'elle inspire.*

*II) 1 confiance dans la solvabilité de quelqu'un. à crédit : sans exiger de paiement immédiat. 2 confiance qu'inspire quelqu'un. 3 financier : opération par laquelle une personne met une somme d'argent à la disposition d'une autre ».*

<sup>590</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>591</sup> Pierre GUIHO, « dictionnaire juridique », op. cit.

Contrairement aux « dérivés de crédit », l'événement incertain ne pèse pas sur les deux parties, mais uniquement sur celui qui le sollicite. Par ailleurs, le prêteur n'est pas soumis à ce risque, d'autant que le risque se doit d'être indépendant de la volonté des parties. Or cet événement de prêter ou de garantir dépend exclusivement de la personne qui craint ce fameux risque de crédit, le prêteur. Cette acception n'est pas concluante. Les autres combinaisons ne sont pas plus satisfaisantes. Le sens de l'expression ne se dégage pas en définissant à la lettre les deux termes la composant au risque de ne rester que sur des résultats illogiques, incohérents et antinomiques. Il est facile de penser qu'elle est une appellation « symbolique » renvoyant à un événement incertain et dommageable survenant à l'occasion d'un crédit au sens de prêt ou garantie sans que cet événement ne soit le prêt ou la garantie. Ce symbole ne se rapprocherait-il pas de la « confiance ».

## B. L'appellation de « crédit » retenue dans le sens de confiance.

**286.** Si chacun des termes, indépendamment, ne peuvent éclairer le sens de cette expression, il existe une définition unitaire et juridique du « risque de crédit ». Nous y reviendrons dans un premier temps. Dans un second temps, il sera nécessaire de tenir compte d'une donnée essentielle pour en apprécier le sens, le fait qu'il est adjoint à une créance.

### 1. Le « risque de crédit » juridique.

**287.** Le « risque de crédit » est devenu une préoccupation centrale tant des praticiens que des autorités régulatrices. La visite des explications de la doctrine et des autorités régulatrices permettra de dégager l'importance de la confiance dans la compréhension de l'expression.

#### a. L'apport de la doctrine.

**288.** Certains auteurs encerclent dans un cadre très précis l'acception de risque de crédit à la défaillance du débiteur<sup>592</sup> ou directement à des pertes bancaires<sup>593</sup>. En général, il assimile ces deux aspects car il est considéré comme le risque de perte provenant de la défaillance d'un débiteur<sup>594</sup>. D'autres affirment que « *le véritable risque*

---

<sup>592</sup> BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », Presse de science politique et Dalloz 4<sup>ème</sup> édition 1995 p. 276 ; Chiheb MAHJOUB, « risques de contreparties, quelles limites ? », plus-values n° 21 de nov. 1993 p. 32.

<sup>593</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENGO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 1 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 21.

<sup>594</sup> Joulia TAMAR : « *le risque de perte auquel la banque est exposée en cas de détérioration ou de la défaillance d'une contrepartie quel que soit le statut de celle-ci (gouvernement, banque, entreprise, particulier) et le type de produits ou de services offerts (crédits traditionnels ou opérations de salle de marché)* » tiré de « l'expérience d'une banque commerciale », B. n° 564 de nov. 1995 p. 32. Pierre-Yves THORAVAL : « *les banques devaient se prémunir contre plusieurs risques ... le risque de crédit, c'est à dire le risque de défaillance de la contrepartie* » dans « la surveillance prudentielle des risques de marchés supportés par les établissements de crédit », R.E.F. n° 37 1996 p. 221 ; Pour Michel DIETSCH et Joël PETEY, il « *est le risque de défaut de remboursement de l'emprunteur* » « mesure de gestion du risque de crédit dans les institutions financières », revue Banque édition 2003 pp. 15 et 23 ; Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER déclarent que « *le risque désigne l'impossibilité de la part de*

*de crédit correspond davantage à l'incertitude du niveau des pertes anticipées »<sup>595</sup>. Ce n'est plus la défaillance le problème principal, mais les incertitudes de son ampleur. Un auteur aborde le « risque de crédit » en le quantifiant « comme étant la prime de risque », ce qui n'est guère explicite<sup>596</sup>. Une autre vision explique que « le risque de crédit peut-être défini par la perte potentielle supportée par un agent économique suite à une modification de la qualité de crédit de l'une de ses contreparties ou d'un portefeuille de contreparties sur un horizon donné »<sup>597</sup>. Cette dernière définition est très large, peut-être parce qu'elle a été donnée dans le cadre d'une étude sur les « dérivés de crédit » qui ne réclament pas forcément la survenance d'un événement au sens classique du terme.*

Des synonymes sont parfois employés. Ils épaississent le brouillard. Certains estiment que le risque de crédit peut prendre l'appellation de risque de contrepartie car ils sont similaires<sup>598</sup>. Messieurs ROUSSILLON et MOSCHETTO pensent que si ces deux notions se recouvrent, le risque de contrepartie est apparu pour englober des situations de défaillance plus amples que précédemment. Ils indiquent que « le risque de contrepartie est, pour le banquier, le risque de non-paiement ou de non-remboursement... Il correspond à ce que l'on appelait le risque de crédit et maintenant le risque de contrepartie, compte tenu de la diversité grandissante de ces emplois et par-là de la clientèle des banques »<sup>599</sup>. Cette opinion est loin de dégager un consensus. Il est pour certain plus restreint et ne serait qu'un des composant du risque de crédit<sup>600</sup>. D'autres y voient une différence sémantique relative au domaine d'intervention du

---

*l'emprunteur d'effectuer le remboursement, ce qui entraîne notamment la perte du capital prêté », « banques et marchés financiers », op. cit. p. 143 ; Joël BESSIS énonce qu'il « est le risque de perte consécutives au défaut des clients d'une banque », « risque de contrepartie des banques », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 83 p. 1701 ; Richard BRUYÈRE : « le risque de crédit se définit traditionnellement comme le risque de pertes consécutives au défaut d'un emprunteur sur un engagement de remboursement de dettes qu'il a contractées », « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 8 ; Michel DIETSCH : « pour les crédits, le premier risque est qu'ils ne soient pas remboursés ; les prêteurs savent qu'une certaine fraction de ceux-ci ne sont pas remboursée. Ce sont les pertes attendues (...) Le risque de crédit, c'est l'incertitude de telle perte attendue », « les modèles de risques de crédit en sont encore à leurs débuts », B. Mag. n° 607 d'oct. 1999 p. 34. V. aussi Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 3 ; Jean-Pierre ARRIGHI, « les règles de préventions des risques bancaires », in contrôle des activités bancaires et risques financiers, études coordonnées par J. SPINDLER, Economica 1998 p. 250 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 37.*

<sup>595</sup> Evelyne BESSEAU, « le risque de crédit et l'optimisation des fonds propres », B. Mag. n° 649 de juil.-août 2003 p. 79. Pour Gisèle CHANEL-REYNAUD, cette incertitude n'est que l'une des trois composantes du risque de crédit, avec le risque de défaut et celui de dégradation de la qualité du crédit, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 37.

<sup>596</sup> Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 298.

<sup>597</sup> David DEHACHE et Didier MARTEAU, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 15 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 16.

<sup>598</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p.12 ; Joël BESSIS, « risque de contrepartie des banques », loc. cit. art. 83 p. 1701 ; Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », collection Que sais-je ?, PUF 4<sup>ème</sup> édition 2000 p. 32 ; Jean-Pierre ARRIGHI, « les règles de préventions des risques bancaires », op. cit. p. 250 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 774 p. 296.

<sup>599</sup> Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », op. cit. p. 32.

<sup>600</sup> Richard BRUYÈRE déclare que « plus précisément, nous distinguons trois composantes du risque de crédit : le risque de défaut, de défaillance ou de contrepartie correspondant au refus ou à l'incapacité du débiteur de remplir ou d'assurer à temps les obligations financières contractuelles envers ses créanciers au titre des intérêts ou du principale de la dette contractée ; Le risque de dégradation de la qualité du crédit se définit comme le risque de la qualité de crédit perçue par l'emprunteur se détériore, sans pour autant que la défaillance soit un événement certain. La dernière composante du risque de crédit tient à l'incertitude liée au taux de recouvrement qu'il est possible d'obtenir sur les titres de dettes après

risque<sup>601</sup>. Le « risque de contrepartie » désigne un risque de défaillance touchant les seules opérations passées sur les marchés financiers ou interbancaires. Ils réservent à toutes les autres hypothèses le risque de crédit ou de faillite.

Madame Julia TAMAR nie toute équivalence entre le risque de contrepartie et celui de crédit. Le premier est une probabilité « *de défaillance du (des) débiteur(s) en dernier recours, qui dépend de la qualité (classe de risque) du débiteur contractuel, de la probabilité d'une intervention extérieure en cas de défaillance de ce débiteur contractuel (support d'une maison mère ou d'un groupe, support de l'Etat), de la qualité de cette contrepartie extérieure et de la durée de l'exposition* ». Il est une composante du risque de crédit<sup>602</sup>. M. Joël BESSIS ne nomme pas cette probabilité, même si elle est à prendre en compte, risque de contrepartie, mais « risque de défaut »<sup>603</sup>. Afin de clarifier ce débat, il est possible de se référer au pouvoir réglementaires qui a laissé quelques indices.

#### b. Les indications du pouvoir réglementaire.

**289.** Le pouvoir exécutif a apporté quelques clarifications. Le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989<sup>604</sup> contenait un article 2 n° 3 alinéa 5 qui définissait le risque de crédit sur une « *même contrepartie comme le risque que cette contrepartie manque à une de ses obligations et amène de ce fait l'organisme de placement collectif en valeur mobilière à subir une perte financière* ». Il se caractérise par une perte financière subie à cause du manquement d'une contrepartie à une de ses obligations. Elle contient deux caractéristiques importantes qui en limitent la portée. Ce risque de crédit comporte forcément une perte financière. Elle provient d'un manquement à des obligations, c'est-à-dire d'un événement. Certains événements, retenus pour déclencher la protection, ne sont pas forcément un manquement à une obligation : la dégradation d'une notation par exemple. Autre effet, cette définition ignore les risques de crédit supportés par les « dérivés de crédit » sur variation. Elle n'est qu'un simple indicateur qui ne s'adresse qu'à une catégorie d'opérateur. Une modification de ce décret, intervenue à la fin 2002<sup>605</sup>, semble infime, mais laisse en suspend de nombreuses questions. En effet, elle introduit le remplacement du terme de

---

*survenance du défaut*», « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 p. 8. Cette précision sera supprimée dans la deuxième édition de l'ouvrage. Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives » pense qu'il « *s'agit du risque de crédit vis à vis de la contrepartie d'une transaction sur produit dérivé* ».

<sup>601</sup> Michel DIETSCH et Joël PETEY, « mesure de gestion du risque de crédit dans les institutions financières », op. cit. p. 23.

<sup>602</sup> Julia TAMAR, « l'expérience d'une banque commerciale », loc. cit. p. 32.

<sup>603</sup> Joël BESSIS, « risque de contrepartie des banques », loc. cit. art. 83 p. 1701 : « *le risque de défaut désigne la probabilité de défaillance de la contrepartie* » après avoir rappelé que « *le risque de crédit, ou de contrepartie, est le risque de perte consécutives au défaut des clients d'une banque* ». Il contredit Richard BRUYÈRE hiérarchisant ces risques et Julia TAMAR insérant la notion de probabilité. Ce résumé illustre parfaitement les divergences doctrinales.

<sup>604</sup> Décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 pris pour application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières et portant création des fonds communs de créances, J.O.R.F. du 7 sept. 1989 p. 11305.

<sup>605</sup> Décret n° 2002-1439 du 10 déc. 2002 modifiant le décret n°89-624 du 6 sept. 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux OPCVM et portant création des FCC, J.O.R.F. 12 déc. 2002 p. 20487 et Actualité législative, « les OPCVM peuvent utiliser les dérivés de crédit », D. 2003 n° 1 p. 50 ; Fabrice BUSSIERE, « décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié par le décret du 10 décembre 2002 sur l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM », B.&D. n° 87 de janv.-fév. 2003 p. 41 et n° 88 de mars-av. 2003 p. 45 ; Cyrille LACHEVRE, « Bercy autorise l'utilisation des dérivés de crédit dans les OPCVM », les échos du mardi 3 déc. 2002 p. 23 ; Nicolas RAULOT, « interview de Jean Marc DELION, chef de service à la COB », la tribune du jeudi 5 déc. 2002 p. 37 b.

« crédit », joignant celui de risque, par celui de « contrepartie ». L'ancienne définition réglementaire du risque de crédit est devenue celle du risque de contrepartie. Elle pose évidemment la question de la portée du changement. Est-ce un changement mot pour mot sans conséquences ? Les définitions seraient identiques et les termes « risque de contreparties » et « risque de crédit » parfaitement interchangeables. A quoi bon cette correction dans ce cas ? Une deuxième interrogation touche aux délimitations exactes de ces deux termes. Doit-on donner au terme « risque de crédit » un domaine plus large que celui de contrepartie ? Doit-on faire l'inverse et se rallier à certains auteurs louant l'adaptation du terme de contrepartie aux situations de défaillances ou de dégradations de créances ? Le pouvoir exécutif a pu supputer que l'usage du terme crédit était trop ambigu. Il ambitionnait de cantonner son usage au domaine des différentes avances de fonds qui sont la spécialité des établissements de crédit alors que le décret ne réglementait que les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. Ils ne sont pas voués à réaliser des opérations de banque comme le font les établissements de crédits. Il était peut-être souhaitable d'ajuster le vocabulaire employé pour éviter toute perturbation entre les deux institutions. Ces précisions ne nous permettent pas de cerner sans équivoque cette notion de « risque de crédit ». Ce changement a été initié très peu de temps après l'introduction de cette définition, qui n'avait pas sa place originellement en 1989, par un décret du 26 février 2002<sup>606</sup>. Une évolution judicieuse de 2003<sup>607</sup> est intervenue pour corriger une rédaction maladroite ainsi écrite : « *risque de contrepartie sur une même contrepartie est le risque que cette contrepartie etc.* » remplacé par « *risque de contrepartie sur un même cocontractant est le risque que celui-ci etc.* ». Le gouvernement évite l'emploi peu élégant du terme contrepartie trois fois de suite avec des sens différents. Voyons maintenant comment synthétiser toutes ces informations.

### c. Le risque de crédit et la confiance.

**290.** Invertissons le raisonnement et partons des risques couverts. Certains se réalisent par l'apparition d'un événement : la défaillance plus ou moins conséquente dans l'accomplissement de ses devoirs par un débiteur, la faillite, un moratoire etc. Ils peuvent entraîner une perte financière pour le créancier. Une défaillance extrême peut nuire à l'existence même du débiteur. Il perd définitivement tout crédit auprès du tissu économique. Moins grave, le débiteur subsiste, mais il suscite la méfiance puisqu'il a failli à ses engagements. La méfiance traduit la perte de confiance. Or la confiance est aujourd'hui économiquement essentielle. Il n'est qu'à compter le nombre de fois où ce terme est prononcé lors d'une rubrique boursière. Le législateur en a conscience. Certaines dispositions adoptées pour prévenir ou guérir les défaillances au moyen des procédures de prévention et collectives sont aussi guidées par le maintien de la confiance des contractants en l'entreprise. Par exemple, la procédure de sauvegarde financière accélérée organise, pour des entreprises d'une certaine taille, engagées ou structurées selon des modalités financières complexes, l'adoption d'un plan de conciliation rapidement avec les seuls créanciers financiers. La loi maintient les autres créanciers, fournisseurs, et clients, en dehors de cette procédure pour en limiter

---

<sup>606</sup> Décret n° 2002-278 du 26 fév. 2002 modifiant le décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux OPCVM et portant création des FCC, J.O.R.F. du 28 fév. 2002 p. 3845.

<sup>607</sup> Décret n° 2003-1103 du 21 nov. 2003 modifiant le décret n° 89-623 du 6 sept. 1989 pris pour application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux OPCVM et portant création de FCC, J.O.R.F. du 22 nov. 2003 p. 19837.

l'impact sur l'activité du débiteur et ne pas nuire aux relations commerciales<sup>608</sup>. Cette préoccupation n'est pas anecdotique. Les difficultés du débiteur ne doivent pas être accrues tant qu'il n'est pas irrémédiablement condamné. C'est pour assurer cette confiance que sont favorisés les créanciers facilitant la poursuite de l'activité selon les modalités de l'article L. 641-13 du code de commerce. Si nous revenons à la couverture des « dérivés de crédit », le déclenchement de la protection traduit toujours une perte de confiance. Ainsi s'explique l'exécution de cette prestation pour des circonstances qui ne sont ni une défaillance du débiteur ni même une aggravation de sa situation. Les variations de taux défavorables sont symptomatiques de cette perte de confiance plutôt que d'une défaillance. Les événements de crédit, à un autre niveau, révèlent aussi une diminution de confiance. La baisse de notation en est le signe le plus fort. L'environnement financier doute de sa capacité à suivre fidèlement ses engagements. Elle est un événement entraînant des débours financiers plus importants par l'enchérissement des coûts de financement pour le débiteur. Mais cette perte financière n'apparaît nullement pour le créancier. Ces dégradations de notation sont plus ou moins rationnellement justifiées. Un état d'esprit identique préside toute prise en compte de l'évolution de la qualité de signature de ce débiteur. Ces évolutions reflètent la confiance attribuée à un débiteur. Enfin, la confiance est aussi une des manières de traduire le « crédit ». Le « risque de crédit » devrait se traduire comme les effets préjudiciables subis par une partie en raison de la baisse de crédit de la contrepartie avec laquelle elle est engagée, le terme de « crédit » étant ici synonyme de « confiance ». Il aurait été plus judicieux de l'intituler « risque de confiance » plutôt que « risque de crédit ». Mais à quoi bon tous les développements sur l'antinomie littérale de l'expression si nous n'en tirons pas nous même les conséquences. L'expression la plus juste est certainement celle de « risque de perte de confiance ». Le risque de crédit devrait être défini comme la survenance d'un événement aléatoire et incertain dans sa date ou dans sa réalisation entraînant une perte de confiance plus ou moins marquée envers la capacité de son débiteur à rembourser l'intégralité de ses engagements financiers et/ou à lui offrir la rémunération en rapport avec le service rendu. Cette expression de « risque de crédit » ou de « risque de perte de confiance » ne précise pas l'élément sur lequel elle porte, la créance. Sa place est d'autant plus primordiale qu'elle est un sous-jacent.

## **2. L'objet de cette confiance : une créance.**

**291.** Le « risque de crédit », ou pour certains risque de contrepartie, implique la perte de confiance en la qualité d'un débiteur ou de ses engagements ou l'inexécution d'une obligation entraînant une perte financière. En droit civil, au sens large, l'obligation est un lien de droit entre deux ou plusieurs personnes en vertu duquel l'une des parties, le créancier, peut contraindre l'autre, le débiteur, à exécuter une prestation de donner,

---

<sup>608</sup> La sauvegarde financière accélérée introduite aux nouveaux articles L. 628-1 à -7 du code de commerce par l'article 57-I de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 relative à la régulation bancaire et financière (J.O.R.F. du 23 octobre 2010 p. 18984), RLDA n° 54 de nov. 2010 n° 3101 p. 22 ; Michel STORCK et Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE, « panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010 p. 3 ; Jean-Luc VALLENS, « entreprise en difficulté », Lamy Dr. com. 2011 n° 3263 et 3273 ; GRELON Bernard, « la loi de sauvegarde revisitée par la loi n° 2010-1249 dite de régulation bancaire et financière en date du 22 octobre 2010 », R.S. janv. 2011 p. 7 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « premières vues sur la sauvegarde financière accélérée et sur les modifications apportées au droit des entreprises en difficulté par la loi du 22 octobre 2010 », JCP E 2010 n° 591 ; Antonin BESSE et Nicolas MORELLI, « les dispositions de la loi de régulation bancaire et financière intéressant le droit des procédures collectives : point de vue de praticiens », RLDA n° 55 de déc. 2010 n° 3148 p. 23 ; Alain LIENHARD, « entreprises en difficulté (sauvegarde financière accélérée) », Rép. Com. D.

faire ou de ne pas faire. Dans un sens plus limité, il prend le rôle de synonyme de dette. Dans l'utilisation des « dérivés de crédit », une créance est souvent, directement ou indirectement, sous-entendue comme référence. Nous reviendrons dans un premier temps sur les créances couvertes pour comprendre précisément le domaine d'intervention des « dérivés de crédit ». Nous nous interrogerons ensuite sur le point de savoir s'il faut y inclure des titres permettant d'accéder au capital d'une société.

#### a. Les créances couvertes.

**292.** La protection s'étend sur des créances. Nous exposerons quelques indications sur cette notion, avant de détailler les instruments reconnus comme tels et de nous questionner sur le régime juridique des obligations hybrides.

#### $\alpha$ - La notion de créance.

**293.** La créance, notion polysémique, recoupe diverses opérations. En droit, la créance est « *l'obligation considérée du côté actif par opposition à dette : droit personnel en vertu duquel une personne nommée créancier peut exiger d'une autre nommée débiteur l'accomplissement d'une prestation (donner, faire ou ne pas faire quelque chose)* »<sup>609</sup>. Dans la pratique, ce mot désigne la valeur que représente ce droit ou encore le titre qui constate ce droit. La créance est aussi synonyme de « *droit personnel* » et peut renvoyer au « *droit d'exiger la remise d'une somme d'argent* ». Le droit personnel (un synonyme de droit de créance) est le droit subjectif d'exiger d'une personne une prestation. Un droit personnel est un droit relatif à un droit de créance, à une obligation, et qui caractérise le droit pour le créancier d'exiger du débiteur l'exécution de son engagement<sup>610</sup>. Le vocable « obligation » ne doit pas être compris au sens de l'instrument de financement à long terme, mais dans son sens juridique qui la considère comme « *un lien de droit, unissant deux personnes, et en vertu duquel l'une (le créancier) est en droit d'exiger quelque chose de l'autre (le débiteur). Ce quelque chose peut-être infiniment varié : le paiement d'une somme d'argent, l'accomplissement d'un travail...* »<sup>611</sup>. Le droit de créance est la vision active de l'obligation. Les non-juristes utilisent le sens de créance dans un sens courant et général pour désigner le droit d'exiger une remise de somme d'argent. Cette vision minimaliste oublie les obligations de donner, de faire ou de ne pas faire. La conclusion d'un « dérivé de crédit » se réalise-t-elle à propos d'une opération dans laquelle le créancier attend la réception d'une simple somme d'argent ou est-il envisageable de les faire porter sur des obligations de donner, autre qu'une somme d'argent, faire ou de ne pas faire ? Jusqu'à présent, les « dérivés de crédit », d'après l'usage et la pratique, ne couvrent que des obligations de sommes d'argent. Le sens commun a la faveur. Quelles sont ces créances ?

---

<sup>609</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>610</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. et « les biens », Montchrestien 13<sup>ème</sup> édition 2007 n° 19 p. 51 ; Pierre VOIRIN et Gilles GOURBEAUX, « droit civil : personne, famille, personnes protégées, biens, obligations, sûretés », LGDJ 32<sup>ème</sup> édition 2009 n° 45 p. 32 ; Christian ATIAS, « droit civil, les biens », Litec 10<sup>ème</sup> édition 2009 n° 88 p. 64.

<sup>611</sup> Jacques FLOUR, Jean-Luc AUBERT, Eric SAVAUX, « droit civil : les obligations. 1. L'acte juridique », Armand COLIN 14<sup>ème</sup> édition 2010 n° 2 p. 1. Le mot obligation désigne le titre sur lequel se trouve relatée l'existence de ce lien de droit, le contenu servant à désigner le contenant, ou toutes les situations dans laquelle un sujet de droit est tenu de respecter et de s'assujettir à une règle de droit quelle que soit son origine, légale ou réglementaire, se trouvant dans une situation de synonyme du verbe « devoir ».

*β - Les multiples instruments juridiques dotés indiscutablement de la qualité de créance.*

**294.** Toutes les hypothèses dans lesquelles un créancier attend le versement d'une somme d'argent peuvent être protégées par un « dérivé de crédit ». L'idée prégnante tient à ce que toute une opération de crédit, au sens juridique, peut faire l'objet d'une couverture : tous les actes par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne (prêt de somme d'argent) ou prend dans son intérêt un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie sont des opérations de crédit. Ils couvrent un spectre large d'outils juridiques favorisant la vie des affaires. Il faut y inclure l'ensemble des modes de financement de l'économie indépendamment de leurs durées. Sont concernés toutes les avances de trésorerie, les découverts, les titres participatifs<sup>612</sup>, les bons d'investissements<sup>613</sup> ou les titres de créances négociables<sup>614</sup>. N'oublions pas les obligations. Pourquoi ne pas y inclure les délais de trésorerie et les échéances commerciales imposées à tout fournisseur. Néanmoins, une catégorie de créance peut poser difficulté, les obligations hybrides.

*Y - La difficulté des obligations hybrides.*

**295.** Des hésitations pourrait se faire jour à propos de certaines obligations hybrides. Si elles sont regroupées sous les articles L. 228-91 à 97 du code de commerce régissant les valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, les grandes modalités qui existaient restent d'actualité. Nous intéresse celles qui se transforment, à savoir les obligations convertibles en actions ou échangeables en actions, à tout moment ou non, et les obligations remboursables en actions. Ces obligations, titres de financement et de créance, permet au prêteur de cette somme d'argent de devenir un associé. Il perd sa qualité de simple apporteur de fond et renonce simplement à être remboursé et percevoir des intérêts pour s'exposer au risque social. Il faut distinguer les « obligations remboursables en actions » des autres titres hybrides, car seuls ceux-ci leur confèrent avec certitude la qualité d'associés aux porteurs de ces obligations. Il n'existe aucun doute quant à la façon dont se terminera l'opération. Il perdra sa qualité de prêteur pour celle d'associé sans échappatoire possible. Pour les autres, l'obligataire peut ne pas exercer l'option et se faire rembourser en numéraire sa contribution. Le prêt de somme d'argent perd sa nature. L'engagement de restitution de la somme prêtée à un terme défini qui le caractérise est neutralisé. Sommes-nous toujours face à une créance susceptible d'être protégée par un « dérivé de crédit » ? La réponse a été apportée par le biais du régime juridique applicable aux « obligations remboursables en actions » dans une affaire appelée

---

<sup>612</sup> Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCHIO, Lamy soc. com. 2010 n° 4893 p. 2329 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET et Gérard HIRIGOYEN, « prêts subordonnés », Lamy Dr. fin. 2009 n° 581 p. 320 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1840 p. 596 ; Henri HOVASSE, « titres participatifs », Rép. Soc. D. ; Dominique VIDAL, « droit des sociétés », LGDJ 7<sup>ème</sup> édition 2010 n° 1029 p. 567 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 373 p. 436 ; Anne BOUGNOUX, « titres participatifs », J.-Cl. Soc. et B. fasc. n° 1915 ; Alain COURET, « les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », loc. cit. p. 559.

<sup>613</sup> Jean-Marie RAPP, « le bon d'investissement », R.S. 1974 p. 257.

<sup>614</sup> Leurs noms ne pouvaient que nous inciter à conclure en ce sens. Sur ces instruments, voir les définitions données au sein de la note supra n° 190.

Métrologie<sup>615</sup>. Tant qu'elles ne sont pas transformées, ces titres restent des obligations et suivent ce régime. A cet égard, l'Additif Technique de la Fédération Bancaire Française admet explicitement que les obligations convertibles ou échangeables puissent faire l'objet d'une livraison en cas de dénouement physique tant que les parties ne l'ont pas exclu de leur convention et que le droit de convertir ou d'échanger l'obligation ou d'exiger le rachat ou le remboursement par l'émetteur n'a pas été exercé<sup>616</sup>. Mais si les arguments en faveur de leur qualification en action, ou de parts sociales avaient été retenus, quid de leur sort face à un « dérivé de crédit » ?

b. Une interrogation : l'assimilation des titres représentatifs donnant accès à une partie d'un capital d'une entité émettrice à une créance ?

**296.** La vie des affaires et boursière accorde une importance particulière aux titres permettant d'accéder aux parts de société. Elles ont la particularité, lors de leur souscription, de réclamer le paiement auprès de la société émettrice du prix de leur acquisition, prix constituant le capital social. En lui-même, le contrat de société ne prévoit pas une date précise de remboursement du montant remis. Il n'arrive qu'à la dissolution ou liquidation de la société pour autant qu'elle soit in bonis. L'associé peut alors ne rien recevoir ou se voir remettre moins que ce qu'il a apporté. De surcroît, la législation met en opposition les titres émis qui donnent accès à une quotité du capital social de la personne morale émettrice ou un droit de créance général sur son patrimoine. Anciennement, l'article L. 212-2 du code monétaire et financier relatif à la définition des valeurs mobilières était le siège de cette distinction<sup>617</sup>. Aujourd'hui, l'article L. 211-1 de ce code procède, au sein des titres financiers, à la distinction entre les titres de capital d'un côté et les titres de créances de l'autre. A l'issue de cette rapide présentation, il semble délicat de les assimiler à un titre de créance et partant, à admettre leur protection en qualité de sous-jacent d'un « dérivé de crédit ». Pourtant, cette affirmation ne saurait être aussi forte qu'il n'y paraît. D'abord, la différence entre titres de créances et de capital s'est amoindrie. Ensuite, un courant jurisprudentiel, en statuant sur le domaine de l'application de l'action oblique, l'admettait. De

<sup>615</sup> Versailles, 17 nov. 1994, B.J.B.P.F. de janv.-fév. 1995 p. 37 note Thierry BONNEAU, RDBB n° 47 de janv.-fév. 1995 p. 31 note Michel GERMAIN et Marie-Anne FRISON-ROCHE, JCP E 1994 n° 1327 p. 414 et 1995 I n° 7 chron. Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN n° 447 p. 137, Bull. mens. COB n° 288 de fév. 1995 p. 35. Décision de cassation : Cass. Com., 13 juin 1995, arrêt *Métrologie International*, B.J.S. oct. 1995 n° 305 p. 855 note Alain COURET, JCP E 1995 n° 712 p. 157 note Yves GUYON et Paul LE CANNU, « obligations remboursables en actions : les enseignements de l'arrêt *Métrologie international* », B.J.B.P.F. juil.-août 1995 n° 50 p 251. Approbation de Michel VASSEUR qui, au sujet des obligations convertibles en actions, variantes des ORA, écrivait que « *les obligations convertibles en actions ont beau être des actions en puissance ; elles ne sont pas, au moment de leur émission des actions* », « de la propriété reconnue aux actionnaires ayant renoncé à leur droit préférentiel de souscription en cas d'émission d'obligations convertibles », loc. cit. n° 11. Un courant doctrinal défend l'application du régime juridique de l'action car les O.R.A. s'apparentent à des « *émissions d'actions à crédit* ». Les souscripteurs libèrent immédiatement le capital en échange de la fourniture à terme d'actions : Henri HOVASSE, « les obligations remboursables en actions », loc. cit. p. 105 ; Frédéric PELTIER, « la nature juridique des obligations remboursables en actions », loc. cit. n° 155 p. 281.

<sup>616</sup> Article 4.2.1.3 de l'Annexe Technique Opérations sur Evénement de Crédit de la Fédération Bancaire Française.

<sup>617</sup> Cette distinction était reprise par un règlement de la COB : l'arrêté du 20 fév. 1987 portant homologation d'un règlement de la COB n° 87-01 relatif à l'admission des valeurs mobilières à la côte officielle, J.O.R.F. du 4 mars 1987 p. 2410.

surcroît, la perception du capital social à évolué. Enfin, les conventions-cadres apportent quelques indices.

*α - L'amenuisement de la distinction entre le créancier  
obligataire et le titulaire de parts sociales.*

**297.** La distinction affirmée entre créanciers obligataires et associés n'est pas aussi prégnante. Tout d'abord, l'article L. 212-2 du code monétaire et financier, comme l'article L. 211-1, les soumettent autant que possible à un régime juridique unitaire. Une opposition radicale ne semble pas la bienvenue. Cette distinction ressort d'autant moins justifiée, qu'en pratique, la perméabilité entre les deux catégories est fortement installée. Ces dernières décennies, la multiplication des titres empruntant aux titres de créances et de capital était un mot d'ordre généralisé pour séduire l'investisseur. Citons les prêts participatifs<sup>618</sup>, les obligations échangeables<sup>619</sup> etc., nous renvoyons pour le détail aux développements ayant trait aux obligations mélangées avec un mode d'accès au capital<sup>620</sup>. Ces innovations concrétisent la vision d'un illustre juriste<sup>621</sup> qui formulait l'idée que l'obligataire est une sorte de « *catégorie particulière d'associé* ». L'obligataire intégrerait une « *construction juridique dans laquelle la société comprendrait des catégories d'associés très diverses et hiérarchisées, depuis l'actionnaire de priorité situé au haut de l'échelle jusqu'à un dernier pallier où se situerait l'obligataire, en passant par l'actionnaire ordinaire, l'actionnaire de jouissance, le porteur de parts bénéficiaires ou autres, sans compter les formes intermédiaires que l'imagination des hommes d'affaires serait en mesure de créer* ». Le brouillage est également accentué par l'avancée du statut d'associé vers celui d'obligataire. Ces parts sociales représentent un titre de propriété sur la société. La souscription est la manifestation de volonté de participer au risque social. En qualité de propriétaire, ils sont détenteurs d'un panel de droits incompressibles que ne peuvent revendiquer les créanciers ou prêteurs classiques. Citons celui de participer aux décisions concernant la gestion de la société<sup>622</sup>, de réclamer des informations ou explications sur sa gestion voir d'actions à l'encontre des dirigeants. Malgré tout, les détenteurs de créances ne sont pas forcément évincés de la participation à la vie sociale. Ils peuvent s'immiscer, à leurs

---

<sup>618</sup> Prêts de dernier rang remboursés après tous les autres créanciers, le législateur les assimile à des fonds propres, comme le capital social, dénués du moindre fragment de pouvoir reconnu à l'associé. Dominique SCHMIDT, « le régime actuel des valeurs mobilières », RDBB n° 2 de mai-juin 1987 p. 42 ; Charles CARMAGNOL, « les prêts participatifs », JCP C.I. 1980 n° 13 350 p. 401 ; Bernard BOULOC, « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », R.S. 1983 p. 501 ; Henri DE FEYDEAU et Jean-Luc PIERRE, « titres participatifs : possibilité de suppression et choix de substitution d'autres valeurs mobilières », Rev. B. n° 471 av. 1987 p. 348 ; Danièle CRÉMIEUX-ISRAËL, « l'assimilation des prêts participatifs à des fonds propres », R.S. 1983 p. 751 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », LGDJ 5<sup>ème</sup> édition 2002 n° 72 p. 137 ; Yves BACHELOT, « prêts participatifs », J.-Cl. Soc. n° 1910 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET et Gérard HIRIGOYEN, « prêts subordonnés », Lamy Dr. fin. 2009 n° 568 p. 313.

<sup>619</sup> V. très évocateur : Roger DORAT DES MONTS, « un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation : l'obligation échangeable », loc. cit. n° 1920. Son successeur, l'ORA, est appréhendé comme un titre intermédiaire par Jacques TERRAY, « pour une nouvelle classification juridique des instruments financiers », RDBB n° 1 de mars-av. 1987 p. 20.

<sup>620</sup> V. supra § 170.

<sup>621</sup> Joseph HAMEL, « les formules nouvelles de financement par appel public : à propos des parts de productions d'électricité de France », D. 1952 chron. XXXIII p. 161 : « *associé, les obligataires le sont, en ce que, bon gré mal gré, indépendamment de toute construction juridique, ils supportent pendant une très longue période les aléas de l'entreprise* ».

<sup>622</sup> Art. 1844 du code civil : « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* ».

risques et périls, dans la gestion d'une entreprise<sup>623</sup>. Les obligataires profitent d'égards législatifs particuliers interdisant aux associés une gestion en totale liberté la société émettrice. De la conciliation de la volonté des associés d'augmenter les moyens de la société, en évitant d'user de la bonne volonté d'un prêteur institutionnel, sans pour autant perdre la moindre parcelle d'influence dont ils jouissent, des titres de capital allégés sont apparus qui convergent vers un titre de créance<sup>624</sup>. Les nouveaux entrants voient rogner leurs prérogatives décisionnelles. Toujours dans un esprit de séduction, des parts sociales ont été imaginées pour inviter de futurs associés à participer à la vie en société en limitant l'aléa inhérent à cette intégration. Ainsi Georges RIPERT<sup>625</sup> peut-il déjà écrire en 1946 que « *la séparation juridique de l'action et de l'obligation s'atténue dans la pratique : le droit des sociétés admet au profit de l'actionnaire le dividende préférentiel et même dans certaines conditions la clause d'intérêts fixes*<sup>626</sup> » ; il admet au profit de l'obligataire la stipulation du revenu variable ». Certaines actions permettaient à certains associés « *d'exiger un revenu régulier* »<sup>627</sup>, les actions de priorité et plus encore les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote. Ces actions de priorité, privilégiées ou de préférence englobent toutes celles qui accordent un avantage supplémentaire à son détenteur au regard d'une action ordinaire<sup>628</sup>. Ces prérogatives peuvent être de nature extra-pécuniaire (action à droit de vote plural au maximum double pour l'assemblée générale ordinaire et/ou extraordinaire) ou pécuniaire<sup>629</sup> (sans toutefois tomber dans la catégorie des clauses léonines) comme l'action à dividende prioritaire sans droit de vote<sup>630</sup>. Ces associés renoncent à ce qui matérialise la participation à la vie sociale, le droit de

<sup>623</sup> V. introduction supra § 12.

<sup>624</sup> L'arrivée d'actionnaires dilue le pouvoir des anciens membres car une action équivaut à un droit de vote selon l'art. 1843-2 du code civil : « *les droits de chaque associé dans le capital social sont proportionnels à ses apports lors de la constitution de la société ou au cours de l'existence de celle-ci* ». Il est la quintessence de la participation de l'associé à la vie sociale ardemment défendu par la jurisprudence.

<sup>625</sup> Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », op. cit. n° 131 p. 281 ; Jacques TERRAY, « pour une nouvelle classification juridique des instruments financiers », loc. cit. p. 20 pour qui « *la frontière entre actions et obligations n'est désormais plus très tranchée* » ; Pour Thierry BONNEAU, « *la distinction entre actionnaire et obligataire est dépassée* » dans « la diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », RTD com. 1988 n° 68 et 105 pp. 577 et 598 ; Alain COURET, « les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », loc. cit. p. 559 ; M. ROTONDI, « la limitation de la responsabilité dans l'entreprise individuelle », RTD com. 1968 n° 3 p. 10.

<sup>626</sup> Clause interdite depuis pour les sociétés commerciales par l'art. L 232-15 du code de commerce.

<sup>627</sup> Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 981 p. 504.

<sup>628</sup> Philippe ENGEL et Paul TROUSSIÈRE, « création de catégories et stipulations d'avantages particuliers », JCP E 1996 n° 585 p. 371 ; Michel JEANTIN, « observation sur la notion de catégorie d'actions », D. 1995 chron. p. 88 ; BATTINI, « capital risque, les règles du jeu », op. cit. p. 82.

<sup>629</sup> Une quote-part supérieure de bénéfices pour fidélité, un dividende aux actions privilégiées, l'augmentation des droits à la liquidation, le versement d'un premier dividende ou d'un superdividende supérieur etc. Françoise MONOD, « droits financiers attachés aux actions privilégiées », D.S. mars 1995 n° 3 p. 1.

<sup>630</sup> Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1549-2 p. 362 ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 981 p. 504 ; Camille JAUFFRET-SPINOSI, « les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (titre III de la loi n° 78-741 du 13 juil. 1978) », R.S. 1979 p. 25 ; Jacques RICHARD, « les sociétés par actions et la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne », JCP C.I. 1983 II 13.919 p. 45 n° 15 ; BATTINI, « capital risque, les règles du jeu », op. cit. ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 72 et 112 pp. 135 et 190 ; Sabine DANA-DÉMARET, « le capital social », op. cit. n° 159 p. 179 ; Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCIO, « les actions », Lamy soc. com. 2010 n° 4651 p. 2222 ; Jean-François ARTZ, « actions », Rép. Soc. D. n° 207 p. 31 ; Thierry GRANIER, « actions à dividende prioritaire sans droit de vote », J.-Cl. Soc. fasc. n° 1810 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 318 p. 387 ; Dominique VIDAL, « droit des sociétés », op. cit. n° 1028 p. 566 ; Me BOULARAN, « au-delà de l'action prioritaire sans droit de vote », JCP C.I. 1979 II n° 13.047 p. 317.

vote<sup>631</sup>, et par conséquent le statut de l'associé, contre une rémunération accrue. Plus radical encore, le « coupage » de l'action en deux instruments appelés certificats<sup>632</sup>. Le certificat d'investissement n'autorise que l'accès au résultat social et le certificat de droit de vote n'offre que les moyens d'expressions attelés au droit de vote dans la société. Ces certificats perdent les caractéristiques qui démarquent l'associé du créancier. La motivation des associés à s'intéresser à la gestion de la « chose sociétaire »<sup>633</sup> a disparu. Les associés disposent du droit de créer des actions de capital, jamais remboursées, des actions de jouissance qui seront totalement amorties<sup>634</sup>. Cet amortissement consiste, après l'émission de ces actions, à les rembourser à leur nominal à partir des résultats économiques de la société sans toucher au capital social. Leurs titulaires ne toucheront rien au moment de la liquidation de la société et seront privés du droit au premier dividende. Citer ces parts sociales aujourd'hui ne relève pas de l'anecdotique. Leurs régimes juridiques particuliers sont abolis. Mais l'esprit subsiste car leur émission se fera sous un régime juridique unifié de liberté, celui des actions de préférences<sup>635</sup>. Ainsi, les sociétés commerciales pourront assortir leurs actions de toutes les

---

<sup>631</sup> « Les actions sans droit de vote s'intègrent mal dans la conception classique du droit des sociétés (...) Elles s'opposent à l'*affectio societatis* que doit avoir tout actionnaire et qui se manifeste par la volonté de poursuivre ensemble l'œuvre commune », Camille JAUFFRET-SPINOSI, « les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (titre III de la loi n° 78-741 du 13 juillet 1978) », loc. cit. p. 25 ; Thierry BONNEAU que ce « capital muet » « laisse perplexe eu égard à la conception traditionnelle de la société » dans « la diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », loc. cit. n° 21 p. 549 ; Mme Sabine DANA-DÉMARET résume ce sentiment car « l'exercice de cette prérogative est en effet une conséquence immédiate de l'*affectio societatis* qui caractérise le statut d'associé ; éliminer le droit de vote a pu être ressenti comme une atteinte directe à cet élément fondamental du droit de société », dans « le capital social », op. cit. n° 159 p. 179.

<sup>632</sup> Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 981 p. 504 ; F. LEMEUNIER, « sociétés anonymes, création, gestion, évolution », DELMAS 19<sup>ème</sup> édition 2002 n° 632 p. 85 ; Alain VIANDIER, « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », JCP C.I. 1983 II n° 14.117 p. 663 ; Anne BOUGNOUX, « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », J.-Cl. soc. fasc. 1830 ; Jacques RICHARD, « les sociétés par actions et la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne », loc. cit. n° 16 à 44 ; Bernard BOULOC, « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », loc. cit. p. 501 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 72 p. 136 ; François VELLAS, « les certificats d'investissement privilégiés : nouveau produit financier ou transition vers la dénationalisation des groupes publics ? », R.S. 1985 p. 807 ; Jean-François ARTZ, « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », Rép. Soc. D. ; Sabine DANA-DÉMARET, « le capital social », op. cit. n° 162 p. 183 ; Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCIO, « les actions », Lamy soc. com. 2010 n° 4655 p. 2219 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 319 p. 391 ; Dominique VIDAL « droit des sociétés », op. cit. n° 1028 p. 566 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1834 p. 593 ; Raymond CANNARD, « la création de certificats d'investissements par fractionnement d'actions existantes, est-elle encore possible ? », D.S. fév. 1992 p. 1 ; Alain COURET, « les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », loc. cit. p. 559 ; Michel GERMAIN, « les nouvelles valeurs mobilières (loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985) », loc. cit. p. 2.

<sup>633</sup> Alain VIANDIER relève la difficulté d'attribuer la qualité d'associé aux porteurs de certificats : « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », loc. cit. n° 26 p. 666 ; Thierry BONNEAU, « la diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », loc. cit. n° 21 p. 549.

<sup>634</sup> F. LEMEUNIER, « sociétés anonymes, création, gestion, évolution », op. cit. n° 620 p. 79 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1538 p. 354.

<sup>635</sup> Voir l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (J.O.R.F. du 26 juin 2004 p. 11616) : Alain LIENHARD, « présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières », D. 2004 chron. p. 1956 ; Véronique MAGNIER, « les actions de préférence : à qui profite la préférence ? », D. 2004 doct. p. 2589 ; Alain VIANDIER, « les actions de préférences (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 art. 318) », JCP E 2004 n° 1440 p. 1528 ; Thierry BONNEAU, « la réforme du régime des valeurs mobilière : création d'une nouvelle catégorie d'actions »,

modalités qu'elles jugeront judicieuses. Les explications précédentes restent profitables en qualité d'exemple que reproduiront certainement les sociétés sous ce régime juridique novateur. Il autorisera également l'exploration de nouvelles opportunités accentuant certainement ce resserrement entre titres de capital et de créance. Cette atténuation de la différence entre titre de capital et de prêt n'est pas isolée. L'action oblique a été l'occasion de se prononcer à ce sujet sur la nature des parts sociales.

*β - Les appréciations de la jurisprudence sur la qualité de l'associé.*

**298.** La jurisprudence est peu sollicitée sur la nature profonde des parts sociales. La trame la plus dense des décisions de justice a concerné l'exécution de l'action oblique sur des parts sociales. Elle permet à un créancier, en vertu de l'article 1166 du code civil, de se substituer à son débiteur pour exercer les droits non personnels pour défendre les intérêts patrimoniaux de ce dernier afin de sécuriser indirectement son droit de gage général sur ce patrimoine. Cette voie n'est ouverte qu'aux personnes dotées de la qualité de créancier. Dès lors, les associés d'une société peuvent-ils l'actionner pour se substituer aux représentants légaux d'une société qui restent passifs ? La question a été soulevée à l'occasion de la liquidation de société lorsque son représentant s'abstient de tout effort pour recouvrer certaines créances accroissant l'actif de la société. Les associés peuvent-ils au moyen de l'action oblique combler cette carence. La réponse sera positive à la condition que la qualité de créancier leur soit reconnue. Dans un premier temps, les juges du fond l'ont admis<sup>636</sup>. Mais la Cour de Cassation a fermé cette possibilité<sup>637</sup>. Il ne faut pas pour autant en tirer de leçon sur la nature de l'associé. Ces décisions ont été rendues à l'occasion de liquidation de société. Or le droit, en cette matière, est composé de règles

---

D.S. août-sept. 2004 n° 151 p. 22 ; Michel GERMAIN, « les actions de préférence : le nouveau régime de création et de suppression », p. 82 dans le dossier sur « le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 », Rev. Dr. pat. n° 130 oct. 2004 p. 79 ; Thibaut MASSART, « les actions de préférence et la question du droit de vote », ibidem p. 84 ; Gérard NOTTÉ, « valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 », JCP E 2004 n° 153 p. 1169 ; François LELOUP et Angélique LAUPÊTRE, « l'introduction en droit français des actions de préférence », B. Mag. n° 663 de nov. 2004 p. 41 ; France DRUMMOND, « un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », RDBF sept.-oct. 2004 p. 361 ; Jean-Jacques DAIGRE, « l'aménagement du droit de vote », RDBF sept.-oct. 2004 p. 364 ; Michel GERMAIN, « la création et la disparition des actions de préférence », RDBF sept.-oct. 2004 p. 367 et « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP 2004 act. 440 p. 1566 ; Charles GOYET, Nicolas RONTCHEVSKY, Michel STORCK, « réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », RTD com. 2004 p. 558 ; Martine BOIZARD, « vers la simplification, l'unification et la libéralisation du régime des valeurs mobilières par l'ordonnance du 24 juin 2004 », act. Rép. Soc. D. juil. 2004 p. 3 ; Hubert de VAUPLANE et Jean-Jacques DAIGRE, « réforme du régime des valeurs mobilières », B.&D. n° 97 de sept.-oct. 2004 p. 64 ; Paul LE CANNU, « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les valeurs mobilières composées », RTD com. 2004 p. 761 ; Bruno PICHARD, « quels droits pour les actions dites de préférence ? », P.A. n° 15 du 21 janv. 2005 p. 7 ; Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCHIO, « les actions », Lamy soc. com. 2010 n° 4662 p. 2228 ; Thierry GRANIER et Véronique ROUALET, « actions de préférence », J.-Cl. soc. fasc. 1803.

<sup>636</sup> Besançon, 5 juil. 1962, arrêt *Consort Vuillaume c/ Consorts Vuillaume et liquidateur des soc. Vuillaume et a.*, G.P. 1962 2 p. 213, RTDC 1963 p. 137 note Pierre HEBRAUD et Pierre RAYNAUD, RTD com. 1963 p. 584 note René RODIÈRE, Roger HOUIN et Roger SAINT-ALARY.

<sup>637</sup> Cass. com., 2 mai 1968, arrêt *Epoux Nocaudie et a. c/ soc. Ouest France et a.*, Bull. civ. IV n° 144 p. 129, D. 1968 S.C. p. 111 note Gérard LÉGIER.

dérogatoires qui troublent le droit commun. Parmi elles, le liquidateur se voit donner seul le rôle de représenter la société<sup>638</sup>.

En dehors de ce domaine, quelques décisions ont explicitement assimilés les parts sociales à des créances. La Cour d'Appel de Versailles<sup>639</sup> a décidé « *qu'il n'est pas sérieusement contestable qu'une action est un titre de créance détenu sur une société par un actionnaire* ». L'associé est un créancier « ultra-subordonné de dernier rang ». Il n'est pas un simple créancier de la société<sup>640</sup>. Tout comme l'obligataire n'est pas, lui non plus, qu'un simple prêteur. Une remarque de plus qui rapproche encore les notions.

### Y - La perception du capital social.

**299.** La réunion des parts sociales permet de mobiliser un actif, qui libéré, formera le capital social de la société et son patrimoine initial. Les parts sociales traduisent les droits des associés sur le capital social d'une société et sur leur propriété sur cette entité. En effets, les souscripteurs de parts sociales doivent transmettre à la société les apports promis lors de l'acceptation à en devenir membre. Le capital social de la société est soumis à un régime juridique spécifique. Le droit comptable impose de l'inscrire dans la partie « passif » des comptes de la société. Cette inscription peut paraître surprenante pour un élément qui constitue un actif. En vérité, la société est dans l'obligation de les restituer au moment de sa dissolution. Cette inscription traduit la dette dont elle est redevable auprès des apporteurs, à savoir des associés. Cette vision passive de l'obligation, une dette de la société, est à l'opposé, selon la vision active de cette obligation, une créance des membres d'une société sur cet organisme.

La doctrine a exprimé de longue date cette opinion<sup>641</sup>. Lors du commentaire d'une décision rendue par la Chambre Commerciale de la Cour de Cassation, Monsieur le Professeur Michel JEANTIN<sup>642</sup> écrit que « *la cession de droit sociaux est fondamentalement une cession de droit de créances* ». Néanmoins, cette solution est dérangée par le rôle attribué au capital social. Il représente le droit de gage général des créanciers de la société. Si le créancier associé, qui bénéficie de l'activité de la société, dispose d'une créance à son encontre, elle est de tout

<sup>638</sup> Gérard LÉGIER, sous Cass. com., 2 mai 1968, D. 1968 S.C. p. 111, évoque une situation hybride. Didier CHOLET, « la distinction des parties et des tiers appliquée aux associés », D. 2004 chron. p. 1141 n° 19 : l'associé n'est pas véritablement un tiers à l'égard de la société.

<sup>639</sup> Versailles, 15 oct. 1993, arrêt *soc. AB compte c/ Consorts Saragoni*, B.J.S. janv. 1994 § 14 p. 84 note Paul LE CANNU désapprouvant la décision. Voir l'arrêt préc. Paris, 18 août 1881 : l'associé dispose « *d'un droit éventuel de créance contre la société* » qui peut être l'objet d'une dation en paiement ; Paris, 10 oct. 1964, arrêt *Agamennone c/ Dame Jacquot*, D. 1965 J. p. 125.

<sup>640</sup> Charles LYON-CAEN sous Paris, 18 août 1881 préc. ; Guy CHESNÉ, « l'exercice ut singuli de l'action sociale dans la société anonyme », RTD com. 1962 n° 15 p. 347. Sur ce débat : Géraldine GOFFAUX-CALLEBAUT, « part sociale », Rép. Soc. D. n° 13 et s. pp. 5 et s.

<sup>641</sup> Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », op. cit. p. 102 ; François-Xavier LUCAS, « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », collection bibliothèque de droit privé, LGDJ 1997 n° 411 p. 211 ; Thierry BONNEAU, « la diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », loc. cit. n° 13 p. 543 et « les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil », RTD com. 1991 n° 2 et 16 pp. 3 et 11 ; Hervé CAUSSE, « principe, nature et logique de la dématérialisation », JCP E 1992 I n° 194 p. 530 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 43 pp. 63 et 65 ; Charles LYON-CAEN sous Paris, 18 août 1881, arrêt *DC Blémont c/ syndic Hoschede*, S. 1882 II p. 25. Contra : René RODIÈRE, Roger HOUIN et Roger SAINT-ALARY sous Besançon préc. 5 juil. 1962 ; Paul LE CANNU, « les rides du capital social », in « quel avenir pour le capital social ? » sous la direction d'Alain COURET et Hervé LE NABASQUE Dalloz 2004 p. 3.

<sup>642</sup> Michel JEANTIN, B.J.S. mars 1990 § 115 p. 370, et Yves GUYON, R.S. 1990 p. 248 sous Cass. com., 23 janv. 1990, arrêt *Fievet c/ Jegourel*.

dernier rang. Il ne commencera à être désintéressé que lorsque tous les autres créanciers auront été satisfaits. Monsieur Jean-François BARBIÉRI<sup>643</sup> les qualifie de créanciers « dans » l'entreprise tandis que les autres sont créanciers « de » l'entreprise. Il leur attribue la qualité de créanciers doublement subordonnés car l'exigibilité de leur créance n'est effective qu'à la liquidation de la société après l'apurement complet du passif social. Si l'expression est très pédagogique, précisons qu'ils passeront après les détenteurs de créances subordonnées voir hyper-subordonnées. Ils disposent d'une créance « ultra-subordonnée de dernier rang ».

### δ - Les indications de l'ISDA.

**300.** L'ISDA, à travers ses conventions-cadres, demandent aux parties de préciser les principales caractéristiques des « dérivés de crédit », et parmi celle-ci, elles doivent définir les actifs de référence couverts<sup>644</sup>. Sont cités parmi les options laissées aux contractants les « bonds » (obligations), « loan » (prêts), « bond or loan » (obligations ou prêts), « borrowed money » (les dépôts et lettres de crédit) et « payment » (tous les types d'actifs impliquant un remboursement d'argent). La largesse de cette dernière catégorie autorise l'inclusion des actions. Les conventions-cadres de la Fédération Bancaire Française ne s'y opposent pas.

Ainsi, un titre de capital peut être associé à une créance et être protégé par un « dérivé de crédit ».

## § II - Les limites à la couverture des créances par un « dérivé de crédit ».

**301.** Les limites de couverture proposées par les « dérivés de crédit » peuvent être générales, concernées tous les types de créances. Elles dépendront de la nature du « dérivé de crédit » sollicité. Elles révéleront la mesure exacte de leur capacité de couverture. Elles grossiront un peu plus l'étude de l'atome créance par le passage au microscope de ses particules élémentaires. La limite peut être spéciale et ne toucher qu'un type de créance. La couverture sera impossible indépendamment du « dérivé de crédit » appelé. Elle concernerait ici le droit commun des sociétés et la couverture de parts sociales par ces conventions. Dans certaines hypothèses, c'est le dénouement du « dérivé de crédit » qui donnera lieu à des difficultés.

### A. Les couvertures offertes par les différents « dérivés de crédit » et la créance.

**302.** Le créancier attend de son débiteur l'exécution de sa prestation. Lorsqu'elle consiste au paiement d'une somme d'argent, il attend d'en recevoir le paiement. Si cette somme doit produire des intérêts, il en attendra aussi le paiement.

---

<sup>643</sup> Jean-François BARBIÉRI, « associés et obligataires d'une société faillie », Rev. Proc. Coll. 1991 n° 2 pp. 154 et 158. Emploi d'une expression similaire de Dominique LEFEBVRE, Charles ROBBEZ MASSON, Edwige MOLLARET-LAFORÊT, Christian GUITER, « droit et entreprise, aspects juridiques, sociaux, fiscaux », Presses Universitaires de Grenoble 11<sup>ème</sup> édition 2006 n° 193 p. 184.

<sup>644</sup> Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 133.

## **1. Une cuirasse contre la perte du principal ou du capital.**

**303.** Le montant nominal d'une créance ou de l'actif sous-jacent constitue le principal ou le capital de cet élément. Par leur mécanisme, des « dérivés de crédit » protègent contre les pertes que subissent ce principal ou ce capital. Les « dérivés de crédit » événement détiennent ce privilège. Les événements affectant ce principal ou capital du sous-jacent donneront lieu à la protection calculée à partir de cette dévalorisation. Néanmoins, ils ne protègent pas contre un défaut de paiement des intérêts, un défaut de rendement ou de performance de la créance protégée. Le « credit default swap » et le « credit linked notes » trouvent ici une limite à l'efficacité de leur protection. Sans être affecté directement par l'événement, la modalité du « total rate of return swap » de versement d'une somme compensant l'évolution de la valeur du capital poursuit aussi cet objectif. Certains « dérivés de crédit » offrent eux une protection contre une évolution défavorable du rendement de ce principal ou sous-jacent.

## **2. Une cuirasse contre un amoindrissement des intérêts attendus.**

**304.** Un capital ou des fonds placés doivent rapporter à son propriétaire une rémunération ou un intérêt. Leur niveau, qui peut varier, définit la rentabilité du placement. Apparaissent particulièrement propice à cette protection les « dérivés sur variation de crédit ». Leur fonctionnement repose sur l'évolution de ces taux. Ces « dérivés sur un mécanisme d'écart » ont été définis par M<sup>me</sup> Alice PEZARD<sup>645</sup> comme instrument garantissant « *aux parties un écart futur entre le taux de rendement du sous-jacent et le taux de rendement d'une valeur de référence* ». Ainsi, le « credit spread option » autorise l'acheteur de protection à vendre une créance à des conditions prédéterminées selon l'évolution de son taux d'intérêt. La rentabilité d'une créance sert d'indicateur. Pour autant, il est faux de croire que ce mécanisme ne sert qu'à assurer la rentabilité d'une créance. Il est un faux ami. La vente de l'actif dès qu'un taux prédéterminé est atteint protège aussi son propriétaire de la perte de valeur en capital de la créance ou du sous-jacent même s'il n'est que l'effet indirect de son fonctionnement. Selon le niveau de taux d'intérêt prédéterminé par les parties, deux visions sont possibles. Un taux trop bas permet à l'acheteur de protection de se départir d'un actif devenu rédhibitoire pour son peu de rentabilité pour le réinvestir de manière plus intéressante. Lorsqu'un financement est calculé selon un taux variable déterminé par les marchés, le taux de rémunération peut subir mécaniquement une baisse conséquente indépendamment du risque de crédit porté. Il peut s'avérer intéressant de s'en débarrasser pour trouver un investissement plus rémunérateur. Le « credit spread option » l'autorise. A l'inverse, pour certains actifs, l'augmentation du taux d'intérêt de certains actifs symbolise un renchérissement du coût d'accès au financement. Elle exprime une défiance accrue à l'égard de l'emprunteur quant à ses capacités à remplir ces engagements. Or plus le risque est conséquent, plus le taux d'intérêt est élevé. Ainsi, dans ces hypothèses, la protection installée protège aussi contre un risque de défaillance accrue même si aucun événement de crédit n'est intervenu. Le révélateur n'est pas, une dégradation de la notation, mais d'un indicateur permanent peut-être plus fiable, le coût d'accès aux marchés du financement par un acteur. Cet instrument présente alors une ambivalence certaine selon les circonstances de son dénouement. Il peut protéger soit contre une augmentation du risque de crédit affectant le capital, soit contre une évolution défavorable du rendement de cette créance, et ceci à partir de

---

<sup>645</sup> V. supra § 58.

la variation d'un indice. En revanche, le « credit spread forward » ou « dérivé sur écart de taux » ne débouche pas sur la cession physique de l'actif, mais par le versement d'un différentiel de taux d'intérêt. Ce « dérivé de crédit », par son mécanisme, ne peut compenser une perte en principal. Il est véritablement axé sur l'évolution d'un différentiel d'intérêt. Le « total rate of return swap » contient un mécanisme de remise de taux entre les contractants. Ce faisant, il protège contre une évolution des taux.

Ainsi, les « dérivés de crédit » peuvent protéger tout à la fois contre une dégradation de créance contre le capital lui-même ou le rendement de celle-ci. Les « dérivés de crédit » événement entrent dans la première catégorie. Le « credit spread forward » dans la seconde. Le « total rate of return swap » dans les deux, de manière automatique. Quant au « credit spread option », qui repose sur un mécanisme de variation, il peut entrer alternativement dans l'un ou dans l'autre selon les modalités contractuelles envisagées. L'instrument le plus complet est évidemment le « total rate of return swap ». Il ne comprend pas de limite dans la protection. Voyons maintenant s'il existe une limite spéciale de protection attachée à la nature de part sociale de la créance.

## B. Une limite propre attachée à la créance « part sociale » : le droit commun des sociétés.

**305.** L'aboutissement du processus créateur d'une société commande la présence de plusieurs conditions pour être efficient. Certaines d'entre elles semblent inconciliables avec une éventuelle couverture par des « dérivés de crédit ». C'est en cela que le droit des sociétés serait une limite au pouvoir de couverture des « dérivés de crédit ». Nous verrons quels sont ces obstacles de droit. Néanmoins, la force impérative de ces règles n'est peut être pas aussi imperméables pour les « dérivés de crédit » qu'elles le paraissent.

### 1. Les obstacles de droit à la couverture d'une part sociale par un dérivé de crédit.

**306.** La constitution d'une société, l'entrée dans la vie sociétale, exige la réunion de circonstances indispensables formant le socle commun de création des sociétés. Elles sont tirées de l'article 1832 du code civil la définissant ainsi : « *la société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Les associés s'engagent à contribuer aux pertes* ». Ces critères incontournables, cumulatifs et impératifs sont au nombre de trois. Les créateurs doivent avoir l'intention de s'associer, effectuer des apports et enfin participer aux résultats de la société en accédant aux bénéfices ou en contribuant aux pertes<sup>646</sup>. Nous écartons la notion d'apport qui n'apparaît pas déterminante pour nous concentrer sur les deux autres.

---

<sup>646</sup> Selon une jurisprudence ancienne et constante : « *le contrat de société exige, comme conditions essentielles de sa formation, l'intention des parties de s'associer, une chose mise en commun, et la participation aux bénéfices et aux pertes de l'entreprise* » : Cass. Req., 8 janv. 1872, arrêt *Beurron et consorts c/ Michal*, D.P. 1872 I p. 194 ; Cass. Req., 20 déc. 1893, arrêt *Choiselat c/ Fortin*, D.P. 1893 I p. 224. L'expression « *apports réciproques faits en vue de la constitution d'un fond social* » remplacera la « *chose mise en commun* » : Cass. civ., 20 juil. 1908, arrêt *Faillite Guiches c/ veuve Baradat et a.*, D.P. 1909 I p. 93 ; Cass. com., 25 juil. 1949, arrêt *Demoiselle Gau c/ Veuve Fohanno*, JCP 1950 II n° 5798 note Daniel

a. Les « dérivés de crédit » et l'affectio societatis du vendeur de risque.

**307.** *L'affectio societatis* doit animer les associés. Pour en comprendre les enjeux, il faudra commencer par en expliciter la notion. Ensuite, il faudra s'assurer que sa présence est indispensable. Enfin, nous verrons en quoi il serait inconciliable avec l'installation d'une protection par un « dérivés de crédit » sur les parts sociales.

*α - Présentation de l'affectio societatis des associés.*

**308.** Les truismes ont parfois leur utilité : les associés doivent vouloir s'associer. Cette exigence d'origine prétorienne n'apparaît pas expressément au sein de la loi<sup>647</sup>. Sa source est débattue. Pour un auteur, elle apparaît en « filigrane » de

---

BASTIAN, G.P. 1949 2<sup>ème</sup> J. p. 323, RTDC 1950 p. 47 obs. Gaston LAGARDE ; Cass. com., 3 nov. 1953, arrêt *époux Elettro c/ Clouet*, D. 1953 J. p. 731 ; Cass. com., 29 mai 1963, arrêt *Sberro c/ Lecourt*, Bull. civ. III n° 266 p. 219 ; Cass. com., 15 janv. 1968, arrêt *Dame Marche c/ Istebot*, Bull. civ. IV n° 22 p. 17 ; Cass. com., 17 nov. 1970, arrêt *soc. Laurent Bouillet c/ Banque Populaire Provençale et a.*, R.S. 1971 p. 533 note J.H., D. 1971 J. p. 206 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 30 nov. 1971, arrêt *Dame Dessertaine c/ Dame Chevallier*, Bull. civ. I n° 302 p. 259 ; Cass. com., 10 déc. 1973, arrêt *soc. d'exploitation et de service des restaurants de la Tour Eiffel (SOSER), Chastagnol et Grama c/ Saillofest*, Bull. civ. IV n° 356 p. 317, R.S. 1975 p. 66 note Philippe MERLE ; Cass. com., 5 nov. 1974, arrêt *Consort Tur c/ Feraud Prax et a.*, R.S. 1975 p. 492 note Yves GUYON ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 mai 1978, arrêt *Roger Jamain c/ Henri Bouvier*, R.S. 1978 p. 709 note Christian ATIAS ; Cass. com., 13 nov. 1980, arrêt *Thibault c/ S.A. AUCANNE M.B.M. et a.*, R.S. 1981 p. 785 note Catherine PHILIPPE, D. 1981 J. p. 541 note J. CALAIS-AULOY ; Cass. com., 16 nov. 1981, arrêt *M. Sanguillon c/ M<sup>lle</sup> Gaudin, syndic au règlement judiciaire de M<sup>me</sup> Sanguillon*, R.S. 1983 p. 91 note Yves CHARTIER ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 nov. 1987, arrêt *Rodolphe Duchaussoy c/ Dame Ponce*, R.S. 1988 p. 525 note Yves GUYON ; Cass. com., 18 déc. 1990, arrêt *Gombault c/ soc. nouvelle Piano Center et a.*, B.J.S. 1991 § 100 p. 326 note Bernard SAINTOURENS ; Cass. com., 8 janv. 1991, arrêt *Hurbourque et Dupont*, B.J.S. mars 1991 n°102 p. 330 ; Cass. com., 16 juin 1998, arrêt *Buffard ou Roidor c/ Roidor*, D.S. oct. 1998 n° 122 p. 9 note Thierry BONNEAU, RJDA 10/1998 n° 1113 p. 822, Defrénois 1999 art. 36.959 p. 415 note Deen GIBIRILA, B.J.S. déc. 1998 § 382 p. 1279 note S. NOÉMIE.

Pour l'ordre administratif « *l'existence d'une société de fait... résulte, tant des apports faits à cette entreprise par deux ou plusieurs personnes que de la participation de celles-ci à la direction et au contrôle de l'affaire, ainsi qu'aux bénéfices et aux pertes* » : C.E., 22 oct. 1984, req. n° 36.530 et 44.593, D.F. 1985 n° 84 p. 132 ; C.E., 21 mars 1986, req. n° 42.922 et 43.475, D.F. 1986 n° 2350 p. 1510 ; C.E., 24 juil. 1987, req. n° 47.135, RTD com. 1988 p. 517 note René BLANCHER, D.F. 1988 n° 827 p. 566 commissaire du gouvernement De SAINT-PULGENT ; C.E., 13 mars 1998, arrêt *Ministre c/ Carcassone*, RTD com. 1998 p. 974 com. Florence DEBOISSY, D.F. 1998 n° 588 p. 846 concl. F. LOLOUM.

<sup>647</sup> Jean HONORAT, « les nullités des constitutions des sociétés », Defrénois 1-1998 art. 36.706 p. 3 ; Jean-Marie DE BERMOND DE VAULX, « le spectre de l'affectio societatis », JCP E 1994 I n° 346 p. 183 ; Mémento pratique Francis LEFEBVRE « droit des affaires : sociétés commerciales », 2009 n° 740 ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 142 p. 81 ; Nadège REBOUL, « remarque sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : affectio societatis », R.S. 2000 doct. n° 2 et 6 pp. 426 et 430 ; Paul FIESCHI-VIVET sous Cass. com., 1<sup>er</sup> déc. 1981, arrêt *Mélic c/ Pin*, JCP E 1983 II n° 19976 ; Brigitte TREILLE, « les conventions de portage », R.S. 1997 p. 750 ; Chantal CUTAJAR, « de l'EURL à la SASU ou du big-bang à la transfiguration du concept de société par l'unipersonnalité », P.A. n° 185 du 15 sept. 2000 n° 4 p. 52 ; Patrick SOUMRANI, « le portage d'actions », collection bibliothèque de droit privé, édition LGDJ 1996 n° 644 p. 407 ; Yves CHARTIER, « droit des affaires, tome 2, les sociétés commerciales », PUF, édition Thémis droit 1992 n° 23 p. 75 ; Patrick SERLOOTEN, « l'affectio societatis, une notion à revisiter », Mélanges en l'Honneur d'Yves GUYON, aspects actuels du droit des affaires, Dalloz 2003 p. 1007.

l'article 1832 du code civil<sup>648</sup>, pendant que d'autres préfèrent l'article 1833 de ce code<sup>649</sup> énonçant que toute société doit « être constituée dans l'intérêt commun des associés » et qu'enfin un dernier courant y reconnaît la volonté de participer aux décisions sociales de l'article 1844 du code civil<sup>650</sup>. De l'« intérêt commun »<sup>651</sup> naît une « communauté d'intérêt » révélatrice du contrat de société et de la volonté de s'associer. Il est l'élément intentionnel<sup>652</sup> ou psychologique<sup>653</sup> du contrat de société. Cette volonté s'identifie sous l'appellation « d'*affectio societatis* »<sup>654</sup>. Elle a été consacrée dans certains droits qui s'inspirent du code civil français comme l'acte uniforme de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires<sup>655</sup> portant sur le droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique. L'*affectio societatis* empêche la confusion entre le contrat de société et de proches contrats ou situations juridiques : l'indivision<sup>656</sup>, le concubinage<sup>657</sup> (lorsque l'un des

<sup>648</sup> Patrick CANIN, « la mésentente entre associés, cause de dissolution judiciaire anticipée des sociétés », D.S. de janv. 1998 p. 4.

<sup>649</sup> Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCHIO, « les éléments spécifiques du contrat de sociétés », Lamy soc. com. 2010 n° 321 p. 144 ; Laurent GODON, « les obligations des associés », *Economica* 1999 n° 134 p. 88.

<sup>650</sup> Paul DIDIER et Philippe DIDIER, « droit commercial, tome 2 : les sociétés commerciales », *Économica* 2011 n° 84 pp. 77 et 79.

<sup>651</sup> Peu évident à définir : la volonté individuelle des associés forme le contrat de société créant une entité dotée de la personnalité morale primant les intérêts particuliers des associés. Sur « l'intérêt commun » synonyme de « *jus fraternitatis* » : Yves GUYON, « la fraternité dans le droit des sociétés », R.S. 1989 p. 439. Il est en concurrence avec d'autres « intérêts » : Antoine PIROVANO, « la « boussole » de la société : intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », D. 1997 chron. p. 189 ; Le dossier sur « l'intérêt social », Rev. Dr. pat. av. 1997 p. 41 avec les participations de Jean-Pierre BERTREL, « la position de la doctrine », p. 42, un entretien avec Bernard FIELD et Colette NEUVILLE, « la position des acteurs de la vie économique sur l'intérêt social », p. 48, Isabelle VEZINET, « la position du juge sur l'intérêt social », p. 50 et un entretien avec Pierre BÉZARD, « opinion sur l'intérêt social », p. 53 ; Géraldine GOFFAUX-CALLEBAUT, « la définition de l'intérêt social : retour sur la notion après les évolutions législatives récentes », RTD com. 2004 p. 35 ; Claude BAILLY-MASSON, « l'intérêt social, une notion fondamentale », P.A. n° 224 du 9 nov. 2000 p. 6 ; Philippe BISSARA, « l'intérêt social », R.S. 1999 p. 5 ; Jean-Pierre BERTREL, « liberté contractuelle et sociétés, essai d'une théorie du juste milieu en droit des sociétés », RTD com. 1996 p. 595 ; Jean SCHAPIRA, « l'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme », RTD com. 1971 p. 957 ; Dominique SCHMIDT, « prolégomènes », B.J.S. av. 2004 § 92 p. 469 ; Gaël PIETTE, « cautionnement et intérêt social : les implications réciproques », JCP 2004 I n° 142 p. 1111.

<sup>652</sup> Paul PIC, « évolution récente du droit des sociétés, 1930-1940 », imprimerie BOSC et RIOU 1941 p. 25 ; J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », Sirey 1950 n° 132 p. 155 ; Guy CHESNÉ, « l'exercice *ut singuli* de l'action sociale dans la société anonyme », loc. cit. n° 10 p. 355.

<sup>653</sup> Mémento pratique Francis LEFEBVRE « droit des affaires : sociétés commerciales » 2009 n° 740 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 49 p. 71 ; Bernard BOULOC sous Cass. com., 21 oct. 1970, arrêt *Miapanian c/ Dedeyan*, R.S. 1971 p. 205 ; Laurent GODON, « les obligations des associés », op. cit. n° 136 p. 89.

<sup>654</sup> Sur l'histoire de l'expression : Paul DIDIER et Philippe DIDIER, « droit commercial, tome 2 : les sociétés commerciales », op. cit. n° 84 p. 79 ; Nadège REBOUL, « remarque sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : *affectio societatis* », loc. cit. n° 1 p. 426.

<sup>655</sup> Organisation née depuis le 17 octobre 1993 qui a pour objet d'harmoniser le droit dans les quatorze pays africains membres de la zone franc CFA auxquels se sont joints Les Comores et la Guinée Conakry ; Henri-Désiré MODI KOKO BEBEY, « la réforme du droit des sociétés commerciales de l'OHADA », R.S. 2002 p. 255.

<sup>656</sup> Cass. com., 12 fév. 1973, arrêt *Grolaud c/ Marin*, Bull. civ. IV n° 70 p. 61 ; Paul DIDIER et Philippe DIDIER, « droit commercial, tome 2 : les sociétés commerciales », op. cit. n° 85 p. 80 ; L'indivision « *collectivité dépourvue d'affectio societatis* » selon Pierre CATALA, « l'indivision », Defrénois 1979 art. 31.874 p. 16 et 31.886 p. 81. Pour une étude comparative : Francis CAPORALE, « société et indivision », R.S. 1979 n° 23 p. 275 : « *il ne faut pas que les indivisaires aient un comportement d'associé caractéristique de l'existence d'une affectio societatis, donc d'une société* ». Contra : déficience de l'*affectio societatis* à établir une ligne de démarcation entre société et indivision : Corinne SAINT-

concubins participe à l'activité économique de l'autre), la tontine. D'autres en prennent la coloration dès que les parties y insèrent une rémunération sous la forme d'une participation aux résultats ou aux bénéfices : les contrats de baux<sup>658</sup>, d'édition<sup>659</sup>, de travail<sup>660</sup>, de mandat ou de commission, certains contrats ruraux<sup>661</sup> et encore le prêt<sup>662</sup>. La convention de croupier est une cession non déclarée de ses droits pécuniaires par un associé au bénéficiaire d'un tiers. Elle n'est pas portée à la connaissance du public en particulier des autres associés. Le cédant demeure associé pour tous. Cette convention n'installe pas une nouvelle société entre les contractants car « la convention de croupier ne possède pas tous les caractères du contrat de société » : il manque l'*affectio societatis*<sup>663</sup>. L'*affectio societatis* clarifie certaines distinctions,

---

ALARY-HOUIN, « les critères distinctifs de la société et de l'indivision depuis les réformes récentes du code de commerce », RTD com. 1979 § 51 p. 680 ; J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », op. cit. n° 66 p. 84.

<sup>657</sup> Parmi une jurisprudence pléthorique : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 30 nov. 1971, préc. ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 11 fév. 1997, arrêt *M<sup>me</sup> B c/ époux S.*, JCP 1997 II n° 22.820 p. 173 note Thierry GARÉ ; Cass. com., 9 oct. 2001, arrêt *Mostowski c/ Carval*, Dr. Fam. n° 5 de mai 2002 p. 17 note Hervé LECUYER, D.S. 2002 n° 36 p. 13 obs. Thierry BONNEAU, B.J.S. fév. 2002 § 58 p. 275 note Perrine SCHOLER, B.&D. n° 82 2002 p. 45 note Michel STORCK ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 12 mai 2004, arrêt *M<sup>me</sup> Deguine c/ Martel*, D. 2004 p. 1672, JCP E 2004 pan. rap. n° 1039 p. 1131 ; Cass. com., 23 juin 2004, arrêt *Jalbit c/ M<sup>me</sup> Liroy*, JCP E 2004 pan. rap. n° 1040 p. 1131. Nadège REBOUL, « remarque sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : affectio societatis », loc. cit. n° 20 p. 440.

<sup>658</sup> Yves GUYON, « affectio societatis », actualisé par Adrien MAIROT, J.-Cl. Soc. fasc. 20-10 ; Jean-Marie DE BERMOND DE VAULX, « le spectre de l'affectio societatis », loc. cit. n° 346 p. 183 ; Pascal ETAIN, « affectio societatis, fraude et catégories d'associés », P.A. n° 30 du 11 fév. 1999 p. 15 ; J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », op. cit. n° 68 p. 88.

<sup>659</sup> Cass. Req., 25 mars 1901, arrêt *Drumont c/ Debière et a.*, S. 1901 I p. 305 note Ch. LYON-CAEN.

<sup>660</sup> Des salariés deviennent associés de leur « ancien » employeur : Cass. soc., 17 av. 1991, arrêt *Scarlina et a. c/ société Lalau*, RTD com. 1992 p. 196, RJDA 6/91 n° 493 p. 436. Pour des routiers allégeant les charges : Cass. soc., 14 mai 1992, arrêt *CPAM de la Vendée et a. c/ Consorts Branchereau et a.*, Bull. civ. V n° 313 p. 195 ; Dijon, 21 mars 2000, arrêt *soc. Sovetra c/ Guillemain*, R.S. 2000 p. 764 ; Stéphane CARRÉ, « les conditions d'exercice du métier de chauffeur routier et l'alternative du contrat de transport », JCP E 2002 n° 995 p. 1086 ; Cass. com., 10 fév. 1998, arrêt *S.A. ED Le maraîcher et a. c/ S.A. ED Le maraîcher La Courneuve et a.*, B.J.S. 1998 § 249 p. 767 note Jean-Jacques DAIGRE ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 145 p. 82.

Pour un poste de direction : les rapports entre un régisseur d'un domaine viticole et son propriétaire : Cass. com., 19 nov. 1962, arrêt *consort Serre c/ Dupuy*, Bull. civ. III n° 463 p. 381. Pour un « directeur appointé » exploitant un hôtel restaurant : Cass. com., 21 nov. 1955, arrêt *Saquet c/ Sarl Ma Cigale*, Bull. civ. III n° 332 p. 282. Un associé invoque le statut de salarié d'un coassocié inscrit auprès des organismes de sécurités sociales pour ne pas lui verser sa quote-part lors de son départ : Cass. com., 1<sup>er</sup> mars 1971, arrêt *Furlan c/ Milano*, Bull. civ. IV n° 66 p. 62.

<sup>661</sup> Le contrat de métayage caractérisé par le partage des produits de l'exploitation : Cass. soc., 31 juil. 1950, arrêt *Epoux Malandain c/ Epoux Basin*, D. 1951 J. p. 149 note R. SAVATIER ; Cass. soc., 14 juin 1956, arrêt *Piquer c/ Daussant et Daussant c/ Torrès*, JCP 1956 II n° 9489 note J. LACOSTE ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 27 fév. 1973, arrêt *Dame Stassart c/ Glaubert*, Bull. civ. I n° 73 p. 69.

<sup>662</sup> Cass. Civ., 16 juin 1863, arrêt *Veuve Cauchois c/ Chapman*, D. 1863 I p. 295 ; Cass. Req., 5 déc. 1887, arrêt *consorts Boudon c/ Gay*, D.P. 1888 I p. 430 ; Cass. Req., 18 mai 1896, arrêt *les Fils Marix Netter c/ Marix Deny et Deuille*, D.P. 1897 I p. 243 ; Cass. Req., 3 mars 1903, arrêt *L c/ Mayer*, D. 1903 I p. 257 note E. THALLER ; Cass. Req., 28 av. 1903, arrêt *Demerson c/ Verneuil*, D. 1903 I p. 272 ; Paris, 11 mars 1967, arrêt *Chauchereau c/ Epoux Allione*, D. 1967 J. p. 474, JCP 1968 II n° 15.334 note H.B. ; Cass. com., 12 déc. 1978, arrêt *Suraud et a. c/ Maloux et a.*, Bull. civ. IV n° 306 p. 252, D. 1980 I.R. p. 167 note de Jean-Claude BOUSQUET ; Paris, 21 fév. 1986, arrêt *M<sup>lle</sup> Szyjan c/ M<sup>lle</sup> Scotto*, Defrénois 1986 art. 33.813 n° 5 p. 1349 ; Paris, 29 mars 2002, arrêt *Gremillet c/ Sarl Centre Immobilier Parisien « CIP »*, D.S. juin 2003 n° 100 p. 10 ; Cass. com., 24 sept. 2003, arrêt *Surgers c/ Caribban Conch Company*, D.S. 2004 n° 2 p. 14 note François Guy TRÉBULLE, D. 2004 J. p. 1305 note Guillaume KESSLER.

<sup>663</sup> Auteur inconnu, « le croupier d'associé », B.J.S. 1984 p. 367.

elle n'est pas une « vieille lune juridique »<sup>664</sup>. Elle prend un relief singulier dans toutes les situations de sociétés occultes<sup>665</sup>, appelées société créée de fait<sup>666</sup> ou société en participation. L'*affectio societatis* est essentielle pour reconnaître un contrat de société. Des termes flous empêchent une caractérisation efficiente des éléments constitutifs du contrat de société. La liberté de forme des apports occulte parfois leur nature. Certaines personnes interviennent dans une société avec des qualités différentes, associé et créancier consentant une avance en compte courant. Le partage des bénéfices est insuffisant car de plus en plus de contrats insèrent une participation au bénéfice. La participation aux pertes serait un précieux indicateur, mais les contrats répugnent à l'envisager. Seule reste l'*affectio societatis* qui requiert une implication de l'associé dans la marche effective de la société. Il ne doit pas être passif et doit participer, la « participation » étant le mot clé. Il apporte suffisamment de souplesse pour être apprécié avec une très grande latitude et moduler son intensité selon les situations rencontrées. Les décisions cherchent à identifier un désir de collaboration active, volontaire, intéressée et égalitaire (sans lien de subordination) et un pouvoir de codécision<sup>667</sup>. La Cour de Cassation<sup>668</sup> refuse de déduire l'existence de l'*affectio societatis* de la seule intention de participer aux bénéfices comme aux pertes malgré quelques décisions contraire des juges du fond<sup>669</sup>. Mais la Cour de Cassation s'en tient à une position contraire.

<sup>664</sup> Claude CHAMPAUD et Didier DANET sous Paris, 23 mars 1993, arrêt *M<sup>me</sup> Ryba et S.A. Ambroise Paré c/ SCI Parmentier*, RTD com. 1993 p. 514.

<sup>665</sup> Aucune convention signée, aucun statut élaboré ou aucune démarche indispensable accomplie pour la reconnaissance légale d'une société, l'inscription et l'immatriculation au R.C.S., soit volontairement, les associés ne voulant pas mettre en lumière leur accord, soit involontairement, ils n'avaient pas conscience de se conduire comme tel : Jean-Marc DE BERMOND DE VAULX, « l'empire des faits et l'émergence de la notion de société », D. 1996 chron. p. 185.

<sup>666</sup> La société créée de fait est une société que les membres n'ont jamais eu l'intention de former tout en se comportant comme s'ils étaient associés. Sur leur *affectio societatis* : Guillaume KESSLER, « société créée de fait : les leçons du droit comparé », D. 2005 chron. p. 86.

<sup>667</sup> « L'*affectio societatis* (...) qui s'analyse en une volonté de collaboration active, égalitaire et intéressée entre tous les associés », Bordeaux, 20 nov. 1978, arrêt *consorts Meslin c/ époux Meslin*, JCP 1980 II n° 19.381 obs. Jacques PREVAULT ; Versailles, 7 déc. 1995, arrêt *Sarl Floraison 2000 c/ Irbah ou Belkacemi et a.*, B.J.S. 1996 § 105 p. 308 note Paul LE CANNU, RJDA 1996 n° 361 p. 256 ; Cass. com., 27 fév. 1996, arrêt *époux Pignon*, R.S. p. 550 note Jean-François BARBIERI. Pour l'emploi d'expressions synonymes sur l'effectivité de la collaboration « dans un intérêt commun et sur un pied d'égalité avec son associé » : Cass. com., 3 juin 1986, arrêt *Gomez c/ Reynaud*, R.S. 1986 p. 585 note Yves GUYON. Elle doit être « réelle et sérieuse » : Cass. com., 21 juin 1994, arrêt *Behrens c/ soc. Civile Agricole Gromand d'Evry*, RJDA 1994 n° 943 p. 750. D'autres la reconnaissent dans « le concours à la gestion, le pouvoir de contrôle et de critique, la participation à l'administration » : Paris, 11 juil. 1951, arrêt *Terrillon c/ Friedmann et soc. Emballages et Bois Contreplaqués*, S. 1953, 2 p. 81 note A. DALSACE. V. aussi « une participation à la conduite des affaires sociales sur un pied d'égalité, un pouvoir de contrôle et de critique, un concours actif à l'administration de l'affaire » : TGI Paris, 14 mars 1973, jugement *S.A. Bodemer et C<sup>ie</sup> et a. c/ veuve Toury et a.*, R.S. 1974 p. 92 note Monique GUILBERTEAU, G.P. 1973 2 p. 912 note Michel PEISSE ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 1<sup>er</sup> oct. 1996, arrêt *Couronne c/ Sztternberg*, D.S. 1996 n° 225. L'absence de lien de subordination est capitale : Cass. com., 19 nov. 1962, arrêt *consort Serre c/ Dupuy*, Bull. civ. III n° 463 p. 381.

<sup>668</sup> « Ces éléments cumulatifs doivent être établis séparément et ne peuvent se déduire les uns des autres » : Cass. com., 23 juin 2004, arrêt *M<sup>me</sup> Gamba c/ Bonnard*, JCP E 2004 n° 1041 p. 1132.

<sup>669</sup> Paris, 15 nov. 2002, arrêt *A. Le Gourrier c/ Y. Le Gourrier*, RTD com. 2003 p. 736 chron. Claude CHAMPAUD et Didier DANET. Pierre CATALA, « l'indivision », loc. cit. p. 86 : « cette intention commune (de l'indivision) n'est pas l'*affectio societatis*, car elle n'implique pas nécessairement la recherche de bénéfices ou d'économie » ; Bernard BOULOC, sous Cass. com., 21 oct. 1970 préc., estime que la censure de l'arrêt intervient pour absence d'*affectio societatis* pour défaut de partage des bénéfices et contribution aux pertes.

*β - L'indispensable présence de l'affectio societatis chez les associés.*

**309.** Son caractère indispensable est révélé par sa sanction en cas d'absence. Messieurs ESCARRA et RAULT écrivent<sup>670</sup> qu'il « *est un élément de validité propre au contrat de société* ». L'*affectio societatis* est tellement incontournable qu'elle doit s'être manifestée de manière « non équivoque »<sup>671</sup>. En son absence, il faut prononcer la nullité d'une société qui aurait été par ailleurs constituée<sup>672</sup> ou refuser de reconnaître la constitution d'une société créée de fait<sup>673</sup>. La jurisprudence est confrontée à de nombreuses situations inextricables à l'occasion desquelles l'existence d'une société est invoquée ou contestée. Elle permet de partager les déconvenues d'une activité économique en imputant se fardeau sur un autre avec qui des relations sont entretenues. Des créanciers accroissent leur chance de recouvrement des créances en « associant » d'autres personnes à l'activité économique. Ils mettent à leur charge le surplus d'impayé<sup>674</sup> au moyen de la solidarité ou de la responsabilité illimitée légalement envisagées pour certaines sociétés. A l'opposé, une personne revendique (parfois à juste titre) une part des profits dégagés de l'activité lucrative d'une autre en invoquant l'existence d'une société. Ce raisonnement est souvent invoqué en présence de liens d'affection<sup>675</sup> ou de relations d'affaires<sup>676</sup>. L'*affectio*

<sup>670</sup> J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », op. cit. n° 132 p. 155.

<sup>671</sup> Cass. com., 24 oct. 1966, arrêt *soc. Voyer et compagnie c/ soc. Lantrua et Olivier*, JCP E 1967 II n° 15099, D. 1967 J. p. 370, R.S. 1967 p. 397 ; Cass. com. 9 av. 1996, arrêt *soc. Grand Hôtel de Capoul c/ Claise*, R.S. 1997 p. 81 note Françoise BENAC-SCHMIDT ; Paris, 21 juil. 2002, arrêt *Richarme c/ Mascart*, D.S. janv. 2003 n° 5 p. 19 note François-Xavier LUCAS, RTD com. 2002 p. 678 note Claude CHAMPAUD et Didier DANET.

<sup>672</sup> Cass. com., 6 oct. 1953, arrêt *Courtieu et Tronal c/ Blanchard*, D. 1954 J. p. 25 ; Cass. com., 12 oct. 1993, arrêt *Chibi c/ soc. Paix Vendôme*, Bull. civ. IV n° 330, R.S. 1994 p. 283 note de Françoise BENAC-SCHMIDT, D. 1993 I.R. p. 262, B.J.S. déc. 1993 n° 381 p. 1265, note Michel JEANTIN, D.S. janv. 1994 n° 1 p. 7 note Thierry BONNEAU, JCP N 1994 II p. 45 ; Cass. com., 21 juin 1994 préc.

<sup>673</sup> Cass. com., 22 mai 1970 : « *la cour d'appel a souverainement constaté l'absence, chez les deux sociétés, de la volonté de s'associer et de partager les pertes, et a pu en déduire l'inexistence de l'association en participation* » (ancien terme désignant les sociétés en participation), arrêt *soc. Bervialle c/ C<sup>ie</sup> Française des silices Sifraco*, R.S. 1971 p. 66 note Bernard BOULOC.

<sup>674</sup> Une décision approuve les juges d'avoir retenu « *la responsabilité solidaire de l'ensemble des entreprises adjudicataire de travaux publics à raison de la défaillance personnelle de l'une d'entre elles, aux motifs que lesdits adjudicataires, qui avaient formé un groupement, auraient ainsi constitué une société de fait* » : Cass. com., 19 oct. 1959, arrêt *soc. Parisienne pour l'industrie électrique c/ Glenisson et a.*, JCP 1960 II n° 14432 note Michel de JUGLART, D. 1960 J. p. 205 note R. SAVATIER ; Cass. com., 24 oct. 1966, arrêt *Augier et a. c/ Entreprise Cochery et a.*, JCP E 1967 II n° 15099, D. 1967 J. p. 370, R.S. 1967 p. 397 ; Paris, 6 av. 1999, arrêt *Riveau c/ M<sup>e</sup> Segui ès qualité*, B.J.S. déc. 1999 § 270 p. 1168 note Bernard SAINTOURENS.

<sup>675</sup> Après une rupture sentimentale après l'aide apportée à l'autre. Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 1291 p. 670. Entre anciens époux : Bernard MAUBRU, « les sociétés créées de fait entre époux », Mélanges DERRUPPE, Litec GLN Joly 1991 p. 275 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 nov. 1987 préc. ; Cass. com., 27 fév. 1996 préc. ; Toulouse, 7 déc. 2000, arrêt *Grouillard et a. c/ M<sup>me</sup> Aragon*, RTD com. 2001 p. 473 note Marie-Hélène MONSIERE-BON ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 3 déc. 2008, arrêt *Max c/ Belissen*, RJDA 8/2009 n° 742 p. 678, D.S. mars 2009 n° 45 p. 21 note Marie-Laure COQUELET, BRDA 1/09 n° 3 p. 2. Entre anciens concubins : Cass. com., 25 juil. 1949 préc. ; Nîmes, 24 juil. 2002, arrêt *Fabre c/ Schroll*, D.S. oct. 2002 n° 173 p. 20 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 janv. 2010, arrêt *Berniac c/ Fremcourt*, Bull. civ. I n° 11 p. 10, D. 2010 A.J. p. 323, D. 2010 chron. n° 3 p. 525 Nathalie AUROY et Claude CRETON et chron. p. 718 de François CHÉNENE, pan. p. 2797 obs. E. LAMAZEROLLES, A.J. Fam. mars 2010 p. 132 obs. Sébastien MILLEVILLE, R.S. oct. 2010 p. 430 note Bruno DONDERO, RTDC 2010 n° 12 p. 307 obs. Jean HAUSER, RTD com. 2010 p. 355 obs. Claude CHAMPAUD, B.J.S. mai 2010 § 87 p. 448 note Jocelyne VALLANSAN, Dr. Fam. mars 2010 n° 35 p. 25 note Virginie LARRIBAU-TERNEYRE, D.S. mai 2010 n° 83 p. 15 note Marie-Laure COQUELET, RJDA av. 2010 n° 362 p. 358, B.&D. mars-av. 2010 p. 71 obs. RIASSETTO, BRDA 3/10

*societatis* permet de vérifier l'existence d'une société et d'attribuer ou dénier la qualité d'associé à une personne qu'elle en ait conscience ou non. L'apporteur de fond, en l'absence de preuve irréfutable du contrat, intervient-il en tant que prêteur ou associé commettant la libération de son apport ?

**310.** Il doit persister jusqu'à la disparition de la société, c'est-à-dire sa dissolution. Un arrêt précise que « *l'affectio societatis est un élément spécifique du contrat de société, qui doit durer aussi longtemps que la société* »<sup>677</sup>. Des auteurs<sup>678</sup> ont indiqué que « *les décisions d'une société correctement constituée, mais qui le (l'affectio societatis) méconnaîtraient ultérieurement, seraient nulles* ». Ont été annulées des cessions de parts sociales lorsque la cessionnaire n'était pas animée par l'*affectio societatis*<sup>679</sup>. Cette disparition est une source de retrait de l'associé d'une SCI justifiée par l'article 1869 du code civil. En l'occurrence, la neutralisation du droit de vote doublé du droit d'information d'une personne révélait sa mise à l'écart et la volonté de ne pas s'associer avec elle<sup>680</sup>. La sanction de cette évaporation peut aller jusque sa nullité. Le droit de prescription de cette action pour perte d'*affectio societatis* court du jour de sa disparition<sup>681</sup>. Le terme de nullité est inadapté puisque l'*affectio societatis* animait ses membres lors de sa constitution. C'est pourquoi la dissolution est plus facilement admise<sup>682</sup>. Elle est justifiée par l'article 1844-7 du code civil consacré aux hypothèses dans laquelle la société prend fin<sup>683</sup>. Il envisage la demande formulée pour « *justes motifs*,

---

n° 4 p. 3. Entre parents : Cass. com., 16 juin 1998 préc. Entre frères : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 9 juin 1971, arrêt *Roger Spitaels c/ André Spitaels*, Bull. civ. I n° 192 p. 161, D. 1971 J. p. 184. Entre frère et sœur, beau-frère belle-sœur : Bordeaux, 20 nov. 1978, arrêt *consorts Meslin c/ époux Meslin*, JCP 1980 II n° 19381 note Jacques PREVAULT. Entre beaux-frères : Cass. com., 1<sup>er</sup> mars 1971 préc.

<sup>676</sup> Pour des professionnels exerçant la même activité : Paris, 20 déc. 1991, arrêt X, B.J.S. av. 1992 § 144 p. 450 note Bernard SAINTOURENS ; Paris, 21 juin 2002, arrêt *Richarme c/ Mascart*, D.S. janv. 2003 n° 5 p. 19 note François-Xavier LUCAS, RTD com. 2002 p. 678 obs. Claude CHAMPAUD et Didier DANET ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 10 fév. 1998, arrêt *consort Duplessis c/ Lemaire*, B.J.S. juil. 1998 § 25 p. 789 note Bernard SAINTOURENS. Pour la collaboration de professionnels poursuivant un objectif propre : banque et agence de voyages voulant promouvoir des « comptes épargne loisirs » : Paris, 24 nov. 1989, arrêt *M<sup>e</sup> Didier, ès qualité, et a. c/ Crédit du Nord*, D. 1991 S.C. p. 37 note Michel VASSEUR.

<sup>677</sup> Versailles, 19 janv. 1989, arrêt *Engelmann et a. c/ Fauvet et a.*, B.J.S. 1989 § 109 p. 327 note Paul LE CANNU ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 8 juil. 1998, JCP E 1999 p. 29 chron. Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN. Des auteurs opinent en ce sens. Ceux précités écrivent que l'*affectio societatis* est « *une obligation continue, qui ne s'éteint pas, mais au contraire naît, avec l'entrée en société* » ; Françoise BENAC-SCHMIDT sous Cass. com., 12 oct. 1993 préc., R.S. 1994 p. 283 ; Patrick CANIN, « la mésentente entre associés, cause de dissolution judiciaire anticipée des sociétés », D.S. janv. 1998 p. 4 ; Mémento pratique Francis LEFEBVRE « droit des affaires : sociétés commerciales » 2009 n° 742 ; Nadège REBOUL, « remarque sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : affectio societatis », loc. cit.

<sup>678</sup> René RODIERE et Bruno OPPETIT, « droit commercial, groupement commercial », Précis Dalloz 1980 n° 11 p. 20.

<sup>679</sup> Pour une succession de cessions de parts sociales éludant une clause d'agrément : Cass. com., 21 janv. 1997, arrêt *Sarl Le Cristal c/ consorts Groc*, B.J.S. 1997 § 187 p. 465 note Paul LE CANNU, RDBB n° 60 1997 p. 69 note Michel GERMAIN et Marie-Anne FRISON-ROCHE, R.S. 1997 p. 349 note Dominique BUREAU, RJDA 4/1997 n° 521 p. 328, Quot. Jur. 1997 p. 83 ou n° 16 du 25 fév. 1997 et Pascal ETAIN, « affectio societatis, fraude et catégories d'associés », loc. cit.

<sup>680</sup> Rouen, 20 juin 2001, arrêt *Dutheil c/ Dutheil*, D.S. av. 2002 n° 57 p. 15 ; Nancy, 30 janv. 1991, arrêt *soc. Forêt de Hesse c/ Hocquet*, B.J.S. 1991 § 324 p. 911 note Isabelle SAUGET.

<sup>681</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 nov. 2001, arrêt *M<sup>me</sup> Fachena, épouse Degardin c/ M<sup>me</sup> Veuve Fachena*, R.S. 2002 p. 683 com. Nadège REBOUL-MAUPIN, JCP E 2002 J. n° 225 p. 228 note Alain VIANDIER, Rev. Dr. pat. n° 102 de mars 2002 p. 103 obs. de Didier PORACCHIA, D. aff. 2002 J. p. 95 obs. d'Alain LIENHARD, D.S. fév. 2002 n° 21 p. 16 note Thierry BONNEAU, RJDA 8-9/2002 n° 898 p. 760.

<sup>682</sup> Un courant jurisprudentiel minoritaire, parfois approuvé par la doctrine, admet l'exclusion de l'associé dénué d'*affectio societatis* et le rachat de ses parts par les autres membres : T. Com. Poitiers, 30 juin 1975, RTD com. 1976 p. 373 obs. Roger HOUIN, Roger SAINT-ALARY et Claude CHAMPAUD et Jean-Marie DE BERMOND DE VAULX, « à propos d'une conception exaltée de l'*affectio societatis* », D.S. av. 1993 chron. n° 4 p. 1.

<sup>683</sup> Jean HONORAT, « les nullités des constitutions des sociétés », loc. cit. n° 21 p. 11.

notamment en cas d'inexécution de ses obligations par un associé, ou de mésentente entre associés paralysant le fonctionnement de la société ». Ces deux hypothèses révèlent le manque d'*affectio societatis* de la part du ou des associés. L'associé s'abstenant d'exécuter ses engagements manifeste son désintérêt pour la société<sup>684</sup>. La mésentente grave est révélatrice de l'impossibilité de collaborer en commun. Des décisions énoncent sans équivoque que la volatilisation de l'*affectio societatis* justifie la dissolution proposée par cette disposition légale<sup>685</sup>. La preuve incombe à ceux qui l'invoquent<sup>686</sup>. Cette disparition ne peut être justifiée que par une paralysie conséquente de nature à paralyser le fonctionnement de la société et non par une dissension passagère<sup>687</sup>. Sa disparition doit entraîner, à plus ou moins long terme, celle de la société qui ne sera plus en mesure de réaliser son objet social<sup>688</sup>. Les juridictions examinent d'ailleurs les bilans des sociétés<sup>689</sup>. Le droit d'agir pour réclamer la dissolution est dénié à l'auteur de la mésentente<sup>690</sup>. Cette disposition est d'ordre public<sup>691</sup> et joue pour tous les types de sociétés<sup>692</sup>. Voyons à présent l'influence des « dérivés de crédit » sur cet *affectio societatis*.

<sup>684</sup> Ou la volonté de nuisance à l'égard de ses coassociés : Paris, 30 oct. 1992, arrêt *Siri c/ Getrim Cinq et a.*, B.J.S. 1993 n° 27 p. 115 note Jean-Jacques DAIGRE.

<sup>685</sup> T. Com. Poitiers, 30 juin 1975 préc. ; Versailles, 19 janv. 1989, préc. ; Versailles, 17 oct. 1991, arrêt *Rodrigues c/ Poustoly et a.*, B.J.S. 1992 § 83 p. 283 note Alain COURET.

<sup>686</sup> Cass. com., 9 fév. 1999, arrêt *SCA des Château d'Yquem c/ De Chizille et a.*, D.S. mai 1999 n° 67 p. 9 note Thierry BONNEAU.

<sup>687</sup> Cass. Req., 16 juin 1873, arrêt *Philibert c/ Boysson-d'Ecole et a.*, S. 1873 J. I p. 386 ; Cass. req., 11 nov. 1896, arrêt *Navon c/ Tellier*, D.P. 1 p. 231 ; Cass. req., 12 déc. 1934, arrêt *Carenou c/ Colomb et a.*, D.H. 1935 p. 82 ; Cass. req., 7 déc. 1936, arrêt *consort Dumonteil c/ Aubale*, Gaz. Pal. 1937 1<sup>er</sup> J. p. 159 ; Cass. civ., 6 mars 1957, arrêt *Vincent c/ soc. les tissages de Pusignan et a.*, Bull. civ. III n° 90 p. 77, D. 1957 p. 99 ; Cass. com., 26 nov. 1968, arrêt *Epoux Dusausoy c/ époux Ducornet*, Bull. civ. IV n° 334 p. 301 ; Cass. com., 20 fév. 1957, arrêt *Veuve Terron c/ Dame Espouiller*, Bull. civ. III n° 70 p. 57 ; Cass. com., 16 fév. 1970, arrêt *Bernet et a. c/ Consorts Wateau et a.*, Bull. civ. IV n° 59 p. 56, D. 1970 S.C. p. 136, R.S. 1970 p. 653 note Bernard BOULOC ; Rennes, 3 mai 1977, RTD com. 1978 p. 391 chron. Roger HOUIN, Roger SAINT-ALARY et Claude CHAMPAUD ; Paris, 25 mars 1993, arrêt *Société Nallet c/ Salon*, R.S. 1995 p. 661 com. Yves GUYON ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 18 mai 1994, arrêt *Lacrosnière c/ Martin Bouyer et a.*, B.J.S. 1994 n° 227 p. 841 note Catherine PRIETO ; Paris, 7 juil. 1995, JCP 1996 I n° 3916 Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN ; Cass. com., 18 nov. 1997, arrêt *Schrock et a. c/ Dardelin et a.*, B.J.S. 1998 n° 46 p. 119 note Bruno PETIT, JCP E 1998 n° 13 p. 509 chron. Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN ; Paris, 26 janv. 1996, arrêt *Sarl Grand Hôtel du Prince et a. c/ Fella*, B.J.S. 1996 § 106 p. 311 note PLC ; Versailles, 30 sept. 1999, arrêt *Piquet c/ Hemet*, B.J.S. av. 2000 § 87 p. 426 note Pierre SCHOLER ; Paris, 8 déc. 2000, arrêt *SCI Klervy et a. c/ Minidre-Bouquet*, B.J.S. mars 2001 § 80 p. 302 note Alain COURET ; Paris, 8 déc. 2003, arrêt *A. Choppin de Janvry c/ Hefiler-Louiche*, et Versailles, 18 déc. 2003, arrêt *Saprim c/ SCP Laureau et Jeannerot*, RJDA 04/2004 n° 427 p. 403 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 28 janv. 2009, arrêt *Châteaux c/ Novais*, RTD com. 2009 p. 373 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 16 mars 2011, n° 10-15.459, D. 2011 p. 874 obs. A. LIENHARD, RLDA n° 60 mai 2011 n° 3409 p. 16.

<sup>688</sup> Patrick CANIN, « la mésentente entre associés, cause de dissolution judiciaire anticipée des sociétés », loc. cit. ; Haritini MATSOPOULOU, « la dissolution pour mésentente entre associés », R.S. 1998 p. 21 ; Yves GUYON, « la fraternité dans le droit des sociétés », loc. cit. n° 8 p. 442.

<sup>689</sup> Dijon, 16 nov. 1983, arrêt *Jean-Marie Jung c/ Sarl Elane Henri Simon*, Gaz. Pal. 1983 2<sup>ème</sup> J. p. 740 note A. P.S. ; Paris, 7 juil. 1995 préc. : « le conflit entre deux groupes d'associés égalitaires qui n'a pas d'incidence sur l'activité sociale n'est pas un juste motif de dissolution ».

<sup>690</sup> Cass. com., 3 juil. 1968, arrêt *Adjemian c/ Colas*, Bull. civ. IV n° 220 p. 201 ; Paris, 20 oct. 1980, arrêt *Michon c/ SA de commune et de participation et a.*, concl. de M. JEON, JCP 1981 II n° 19602 obs. François TERRE, R.S. 1980 p. 774 note Alain VIANDIER ; Paris, 24 oct. 2003, arrêt *Vorkonian c/ SCI Vam et autres*, B.J.S. 2004 § 49 p. 280 note Perrine SCHOLER.

<sup>691</sup> Cass. com., 23 janv. 1950, arrêt *consorts Gioux c/ Bachelot*, D. 1950 p. 300, JCP 1950 II n° 5355 P. LESCOT.

<sup>692</sup> Cass. com., 1<sup>er</sup> oct. 1996, arrêt *Gannat c/ Abergel*, JCP 1997 II n° 22.825 p. 187 note Deen GIBIRILA.

Y - Le problème de la présence de l'affectio societatis chez un associé vendeur du risque de ses parts sociales.

**311.** L'interrogation porte sur le devenir de l'*affectio societatis* d'un associé concluant un « dérivé de crédit » protégeant ses parts sociales. La présence de ce « dérivé de crédit » ne révèle-t-il pas l'absence d'*affectio societatis* ? Un associé sachant qu'il ne risque plus l'aléa social ne peut-il pas se détourner des devoirs que comporte l'*affectio societatis* ? Il n'aurait plus d'intérêt particulier à suivre avec attention le déroulement de la vie sociale, ne participerait plus au contrôle ou à la critique de la gestion. L'*affectio societatis* deviendrait incompatible avec le recours par un associé à un « dérivé de crédit ». Sa présence doit s'apprécier lors de la constitution de la société<sup>693</sup>, même si les juges peuvent se fonder sur des éléments postérieurs au début de leurs engagements pour estimer la sincérité de la volonté de s'associer<sup>694</sup>. Par conséquent, la conclusion d'un « dérivé de crédit » révélerait l'absence de désir de s'associer. Les conséquences seraient assez cocasses. Ce « dérivé de crédit » pourrait, dans les cas les plus sérieux, entraîner la nullité de la société et de ces parts sociales. Quel serait la valeur d'un « dérivé de crédit » portant sur des parts sociales n'existant plus et n'ayant même jamais existés du fait de l'effet rétroactif d'une telle sanction remontant à la date de la disparition, celle de conclusion du « dérivé de crédit ». Le droit commun des sociétés implique une prise de risque par ses membres se traduisant par l'acceptation d'éventuelles pertes financières. Or les « dérivés de crédit » protègent contre la survenance de tels désagréments.

b. Les « dérivés de crédit » et la contribution aux bénéfices et aux pertes du titulaire des parts sociales.

**312.** L'article 1832 du code civil est très explicite en exigeant que les associés partagent le bénéfice ou « s'engagent à contribuer aux pertes ». Les magistrats quêtent cet engagement pour apprécier la validité de constitution d'une société, l'attribution de la qualité d'associé ou de celle de société créée de fait<sup>695</sup>. L'article 1844-1

<sup>693</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 oct. 1978, arrêt *Dame Thiébault c/ Thiébault et a.*, Bull. civ. I n° 318 p. 245 ; Paris, 25 av. 1984, arrêt *Meyer-Ettedgui et a. c/ J. B. Coquelle*, B.J.S. 1984 § 368-II p. 1004. S'inspirant d'un principe affirmé avec force en matière de nullité de droit des obligations : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 26 oct. 1983, arrêt *Rouche c/ Mougin*, Bull. civ. I n° 249 p. 223.

<sup>694</sup> « Si les conditions de validité d'une société doivent s'apprécier lors de sa constitution, le juge peut, pour qualifier les relations contractuelles entre les parties, se fonder sur des éléments postérieurs au début de leur engagement » : Cass. com., 12 oct. 1993 préc. Principe affirmé en droit des obligations : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 13 déc. 1983, arrêt *Epoux Saint Arroman c/ Réunion des Musées nationaux et a.*, D. 1984 J. p. 340 note Jean-Luc AUBERT, JCP 1984 II n° 20186 concl. GULPHE, G.P. 1984 1 p. 156 note JB, RTDC 1984 p. 109 obs. CHABAS, Henri CAPITANT, François TERRE et Y LEQUETTE, « les grands arrêts de la jurisprudence civile », op. cit. n° 148-149 p. 17.

<sup>695</sup> Cass. com., 21 av. 1992, arrêt *Cressin c/ Calvi*, B.J.S. 1992 § 218 p. 666 note Alain CUISANCE ; Cass. com., 16 juin 1998 préc. : « en statuant ainsi, sans établir l'intention des parties de contribuer aussi aux pertes, la cour d'appel n'a pas caractérisé l'existence de la société créée de fait » ; Toulouse, 13 janv. 1998 et Basse-Terre, 3 mars 1998, Dr. Fam. nov. 1998 n° 149 p. 12 ; Cass. com., 7 av. 1998, arrêt *Augière c/ Bastien-Blancheton*, B.J.S. juil. 1998 § 256 p. 792 note Yves DEREU ; Cass. com., 8 fév. 2000, arrêt *Debellis c/ Casafina*, B.J.S. juin 2000 § 151 p. 661 note Raymonde BAILLOD ; Cass. com., 30 mai 2000, arrêt *consorts Addis c/ Savio*, B.J.S. nov. 2000 § 273 p. 1094 note Perrine SCHOLER ; Cass. com., 16 janv. 2001, Rev. Jur. Pers. Fam. av. 2001 p. 18 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 27 nov. 1985, arrêt *Consort Céola c/ soc. Voréal*, Bull. civ. I n° 323 p. 286 ; Cass. com., 20 janv. 1987, arrêt *M<sup>me</sup> Tran c/ Philippe*, JCP 1988 II n° 20.987 obs. Gilles GOUBEAUX.

alinéa 1<sup>er</sup> de ce code lui fait écho en agaçant une répartition des bénéfiques comme des pertes en proportion de la détention du capital social de chaque associé<sup>696</sup>. Cependant, les associés disposent de la liberté d'organiser différemment cette distribution. L'unique barrière est insérée dans le deuxième alinéa de cet article. Il prohibe les clauses ou les pactes « léonins », c'est à dire celles attribuant à un associé la totalité du profit de la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, ou excluant un associé totalement du profit ou lui imputant la totalité des pertes<sup>697</sup>. Elles prémunissent au moins un associé de l'aléa social qui est reporté sur le reste des associés. Est une clause léonine celle obligeant les gérants d'une société en commandite à reprendre les actions d'un souscripteur « à sa volonté, et à lui rembourser intégralement le capital qu'il aura versé, et même les intérêts afférents aux périodes pendant lesquelles il n'aura pas touché de dividende »<sup>698</sup>. Installer un « dérivé de crédit » sur des parts sociales permet à un associé de s'exonérer de sa participation aux pertes. Ce contrat compensera sa part de déficits. Devant le silence de la loi, les magistrats<sup>699</sup> estimaient que « la stipulation par laquelle un des associés est affranchi de toute contribution aux pertes est nulle comme contraire à l'essence de la société ». Si elle était insérée dans les statuts, la nullité de la clause léonine provoquait celle du contrat de société<sup>700</sup>. Depuis, la loi a décidé que l'acte en question est « non écrit », sanction applicable au « dérivé de crédit » qui perdrait toute valeur juridique.

<sup>696</sup> Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 132 p. 75 ; Mémento pratique Francis LEFEBVRE « droit des affaires : sociétés commerciales » 2009 n° 700 ; E. THALLER et J. PERCEROU, « traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime », librairie Arthur ROUSSEAU 1931 n° 378 p. 265 ; René RODIERE et Bruno OPPETIT, « droit commercial, groupement commercial », op. cit. p. 18 ; Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCIO, « les éléments spécifiques du contrat de sociétés », Lamy soc. com. 2010 n° 315 p. 140 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 44 p. 65 ; Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et G. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », op. cit. n° 1056-45 p. 35 ; J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », op. cit. n° 126 pp. 146 ; Yves CHARTIER, « droit des affaires, tome 2, les sociétés commerciales », op. cit. n° 18 p. 65 ; Laurent GODON, « les obligations des associés », op. cit. n° 276 p. 183 ; Jean HONORAT, « les nullités des constitutions des sociétés », loc. cit. n° 15 p. 10 ; François-Denis POITRINAL, « clauses statutaires de répartitions des bénéfiques », Rev. Dr. pat. 1998 p. 32 ; Fabien KENDERIAN, « la contribution aux pertes sociales », R.S. 2002 p. 617 ; Pierre CARCREFF, « la notion de pertes sociales et l'obligation pour les associés d'y contribuer », Gaz. Pal. 1973 doct. p. 569.

<sup>697</sup> Emmanuelle CLAUDEL, « clauses léonines extra-statutaires : les voies d'un compromis », in prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 183.

<sup>698</sup> Cass. req., 14 juin 1882, arrêt *S.C. c/ Weber*, S. 1882 I p. 423. Pour un engagement personnel de rembourser l'intégralité de l'apport d'un autre : Cass. civ., 11 juil. 1894, arrêt *Cottu c/ Monier*, D.P. 1894 p. 531, S. 1894 p. 452. « La stipulation affranchissait non seulement d'une manière certaine de toute perte, mais lui faisait au contraire réaliser un bénéfice sans courir de risque » l'associé qui profitait d'une promesse de rachat à 2000 francs de 140 actions souscrites à 1 000 francs ; Cass. req., 9 av. 1941, arrêt *Manceau c/ Boudy*, JCP 1941 n° 1762 note Daniel BASTIAN, D.H. 1941 p. 275. Pour la clause, lors de la cession des parts, donnant à un associé l'intégralité de son apport, le libérant de toutes les garanties consenties et être dispensé de tout passif à titre personnel ou solidaire : Paris, 5 déc. 1983, arrêt *Razafindramboa et a. c/ Crédit du Nord et a.*, Defrénois 1984 art. 33.428 n° 5 p. 1411 chron. Jean HONORAT, D. 1984 S.C. p. 392 com. Jean Claude BOUSQUET et Véronique SÉLINSKY et D. 1984 I.R. p. 52 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 22 juil. 1986, arrêt *M. Kamani c/ M. Le Goff*, Bull. civ. I n° 224 p 213, D. 1987 S.C. p. 390, RTD com. 1987 p. 70 chron. Elie AFLFANDERIE et Michel JEANTIN, B.J.S. 1986 § 258 p. 859 note Paul LE CANNU, JCP E 1987 II n° 16.342 p. 198 chron. A. VIANDIER J.-J. CAUSSAIN.

<sup>699</sup> Cass. req., 9 juil. 1885, arrêt *Brisset Frères c/ Vabre*, D. 1886 I J. p. 301 ; Cass. civ., 25 mars 1941, arrêt *Souna Ana Sina Tana Karnuppanechetty c/ Kazy Meyappachetty*, D.A. 1941 J. p. 178 ; Cass. com., 22 mars 1955, arrêt *Rouff c/ soc. International d'épargne*, Bull. civ. III n° 104 p. 83. De même de l'exclusion du partage des bénéfiques, « le partage du bénéfice réalisé au moyen des apports mis en commun étant de l'essence de la société » : Cass. civ., 2 mars 1931, arrêt *Chevallier c/ soc. Lambert, Chuquet et Cie Herment*, D.H. 1931 p. 285 ; Cass. req., 21 déc. 1937, arrêt *soc. civile des propriétaires de l'hôtel du cercle du Boulevard c/ Blauser et consorts Bordeaux-Montrieux*, D.H. 1938 p. 67.

<sup>700</sup> Cass. req., 21 déc. 1937 préc.

Le moment ou la forme de la conclusion du « dérivé de crédit » sont indifférents. Ils sont proscrits qu'il soit passé en même temps ou postérieurement à la création de la société, par insertion dans les statuts ou dans un acte extérieur<sup>701</sup>. Sa durée est indifférente<sup>702</sup>. Les Tribunaux doivent « envisager le résultat obtenu, c'est à dire l'exonération de l'associé plutôt que la modalité des stipulations »<sup>703</sup>. Tel est le résultat permis par les « dérivés de crédit ».

A première vue, de véritables difficultés naissent de la conciliation des « dérivés de crédit » avec le droit commun des sociétés lorsqu'ils couvrent des parts sociales. Ils sont susceptibles d'être sanctionnés au titre du pacte léonin et de matérialiser la disparition de l'*affectio societatis*, infligeant une remise en cause du contrat de société lui-même. Pourtant, des objections juridiques existent à l'influence de ces arguments juridiques.

## **2. Objections juridiques à ces arguments de droit.**

**313.** Ces règles essentielles de formation des contrats de société s'inscrivent dans un cadre précis. Les « dérivés de crédit » débordent de ce tableau. Ils n'interagissent peut-être pas avec ces normes. L'*affectio societatis* est à manier avec précaution. Elle n'est pas dénuée d'ambiguïté. La clause léonine s'entend très strictement. Tout montage qui ne répond pas à ses conditions n'a pas à craindre ses foudres.

### **a. L'ambiguïté inhérente à la notion d'*affectio societatis*.**

**314.** Plusieurs arguments attestent de la difficulté de cerner la place de l'*affectio societatis*. Le premier est sa portée réelle. Ensuite, des hypothèses légales laissent douter de la présence de l'*affectio societatis* dans toutes les variétés de société. Pour corser le tout, des associés en semblent dépourvus alors qu'ils sont membres de sociétés où sa présence est inhérente. Enfin, la position des associés au regard d'une éventuelle position de non-concurrence réduit considérablement sa force.

---

<sup>701</sup> Par une convention : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 av. 1987, arrêt *Lévêque-Houist Jacques c/ Soprega I et a.*, R.S. 1987 p. 395 note Dominique RANDOUX, RTDC 1987 p. 744 note J. MESTRE, RDBB 1987 p. 92 chron. Michel JEANTIN et Alain VIANDIER, RTD com. 1987 p. 523 com. Elie ALFANDERIE et Michel JEANTIN, RTD com. 1988 p. 66 chron. Claude CHAMPAUD et Paul LE FLOCH, JCP E 1988 II n° 15133 p. 183 obs. Michel GERMAIN, B.J.S. 1987 § 133 p. 278, Defrénois 1988 art. 34240 p. 601 par Jean HONORAT, JCP E 1988 II n° 16.644 p. 323 chron. Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN.

Par confirmation écrite : Cass. com., 18 oct. 1994, arrêt *Schaeffer c/ époux Martin et a.*, Bull. civ. IV n° 300 p. 242, R.S. 1995 p. 44 note Paul DIDIER, B.J.S. fév. 1995 § 40 p. 157 note Paul LE CANNU, D.S. 1994 n° 205 p. 5 note Hervé LE NABASQUE, RTD com. 1995 p. 789 note Claude CHAMPAUD et Didier DANET, Defrénois 1994 art. 35.954 p. 1550 note Henri HOVASSE, RJDA 12/1994 n° 1292 p. 994.

Pour un pacte d'associés approuvé par assemblée générale modifiant les dispositions des statuts sur la répartition des profits : Paris, 8 oct. 1993, arrêt *Einsenberget a. c/ Calip et a.*, RJDA 1/1994 n° 35 p. 38, B.J.S. déc. 1993 § 366 p. 1231 note Marie-Danielle SCHÖDERMEIER, RTD com. 1994 p. 58 note Claude CHAMPAUD et Didier DANET.

Pour une modification des statuts à l'unanimité des associés : Cass. req., 21 déc. 1937 préc.

<sup>702</sup> Cass. req., 14 juin 1882 et 9 av. 1941 préc. ; TGI Seine, 9 juil. 1962 et Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 av. 1987, préc.

<sup>703</sup> Paris, 5 déc. 1983 préc.

*α - La portée réelle de l'affectio societatis.*

**315.** L'*affectio societatis* est impalpable. Monsieur Jean HONORAT expose sa volatilité en précisant qu' « *on en arrive finalement, quant à la place de l'affectio societatis dans la théorie des nullités, à une constatation assez singulière. Cette notion joue un rôle déterminant dans la formation du contrat de société. Mais en même temps, il est rare qu'elle puisse servir de fondement exclusif à une décision d'annulation, le défaut d'affectio societatis n'étant que la conséquence d'une absence de consentement ou d'apport* »<sup>704</sup>. La déficience d'*affectio societatis* n'est pas une cause, mais une conséquence de l'absence de consentement à un contrat. C'est pourquoi cette notion traduit le manque de volonté de s'associer ou d'acquisition du statut d'associé<sup>705</sup>. Monsieur Jean-Marie BERMOND DE VAULX<sup>706</sup> pense que « *l'affectio societatis pourrait ne pas être un élément permanent du contrat de société* ». Il faudrait favoriser le sens étymologique du terme. L'*affectio* serait la modification de l'être physique ou moral, peu importe la cause. Cette altération serait la volonté de fonder une société et de devenir collaborateur, partenaire avec certains de ses semblables. L'*affectio societatis* serait psychologique et subjective, et cette tournure d'esprit *pourrait* « *s'atténuer voir disparaître, sans que l'existence de la société soit réellement remise en cause (...) résultat qui, n'est pas choquant puisque la société moderne repose sur la personnalité morale dès lors qu'elle a reçu le chrême de l'immatriculation* ». Cette opinion écarte tout empêchement et tout obstacle à la conclusion d'un « dérivé de crédit » pour altération de l'*affectio societatis*. Pour cela, encore faut-il que cette conclusion ne soit pas concomitante à l'entrée en société. Il existe des catégories de société pour lesquelles l'émergence de l'*affectio societatis* est impossible.

*β - L'impossible émergence de l'affectio societatis pour certaines sociétés malgré tout reconnues.*

**316.** L'argument précédent reste pour l'instant tout théorique. C'est pourquoi il est préférable de l'agrémenter de nombreuses observations pratiques pour le conforter. D'abord, la dissolution pour disparition d'*affectio societatis* n'est prononcée que lorsque l'existence ou la survie de la personnalité morale est irrémédiablement en jeu ou le deviendra<sup>707</sup>. La doctrine estime que la mésestante, révélatrice de la disparition de l'*affectio societatis*, est insuffisante pour motiver et justifier à elle seule la suppression de la société et l'action en dissolution<sup>708</sup>. La société profitable, qui peut continuer à fonctionner malgré le désaccord permanent de ces associés, ne sera pas dissoute<sup>709</sup>, même si l'absence

<sup>704</sup> Jean HONORAT, « les nullités des constitutions des sociétés », loc. cit. n° 26 p. 14. Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 142 p. 81 dont l'un des titres s'intitule « *l'ambiguïté de l'affectio societatis* ».

<sup>705</sup> Contra : Jessica LEDAN, « nouveau regard sur la notion d'associé », D.S. nov. 2010 n° 17 p. 9 pour qui l'*affectio societatis* n'est pas un élément caractéristique de la qualité d'associé.

<sup>706</sup> Jean-Marie DE BERMOND DE VAULX, « le spectre de l'affectio societatis », loc. cit. n° 346 p. 183.

<sup>707</sup> V. supra § 318.

<sup>708</sup> Patrick CANIN, « la mésestante entre associés, cause de dissolution judiciaire anticipée des sociétés », loc. cit. n° 10 p. 5 ; Haritini MATSOPOULOU, « la dissolution pour mésestante entre associés », loc. cit. *in fine* n° 36 p. 44.

<sup>709</sup> Paris, 7 juil. 1995 préc. : « *le conflit entre deux groupes d'associés égalitaires qui n'a pas d'incidence majeure sur l'activité sociale n'est pas un juste motif de dissolution* ». A fortiori lorsque la prospérité de la société s'accroît et que « *les faits de dissentiments sont mineurs* » : Cass. com., 25 fév. 1964, arrêt Lévy *c/ consorts Kasse et a.*, Bull. civ. III n° 98 p. 85.

d'*affectio societatis* est patente<sup>710</sup>. Toute passation d'un « dérivé de crédit » sans présence d'une mise en cause de la pérennité de la société n'entraînerait pas de conséquences fâcheuses. Or l'utilité d'un « dérivé de crédit » prend toute sa valeur lorsqu'existent des difficultés économiques.

**317.** Ensuite, la législation du droit des sociétés annihile l'importance de l'*affectio societatis* sous la pression des usages économiques. Une société dont toutes les parts viennent à être, accidentellement (décès de l'autre associé dont le survivant est l'unique héritier) ou volontairement (par acquisition des parts des autres coassociés, dissimulation pour cause de prête-nom, société fictive etc.) en présence d'un seul associé n'est plus comme par le passé automatiquement dissoute<sup>711</sup>. L'article 1844-5 du code civil laisse un délai de régularisation d'une année. Un délai supplémentaire de 6 mois peut être accordé par un magistrat. Enfin, la dissolution doit être refusée si, tout en ne respectant pas ces délais, la société s'est mise en conformité au moment où le juge statue<sup>712</sup>. De plus, l'idée croissante de favoriser par tous moyens l'amplification de l'activité économique incite le législateur à multiplier les formes juridiques de l'enveloppe offertes aux entrepreneurs pour développer leurs affaires<sup>713</sup>. Le législateur modifie ou ajoute toute une série de textes particuliers organisant les régimes juridiques de chaque type de société. Les sociétés unipersonnelles sont de plus en plus nombreuses : la classique Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée et son pendant rural<sup>714</sup>, la Société Anonyme Simplifiée sous forme unipersonnelle dite SASU<sup>715</sup>, les possibilités pour les professionnels d'exercer leurs métiers sous forme de Société d'Exercice

---

<sup>710</sup> Aix-en-Provence, 1<sup>er</sup> av. 1983, B.J.S. 1984 § 368 I p. 1004 : « *il n'y a pas lieu à dissolution d'une société, malgré la disparition de l'affectio societatis dès lors que l'état de guerre ouverte entre deux groupes d'associés n'est pas de nature à paralyser le fonctionnement de la société, l'un des groupes détenant une majorité qui lui permet de gérer* ».

<sup>711</sup> Cass. civ., 23 fév. 1898, arrêt *Enregistrement c/ Anger*, S. 1898 I p. 293 ; Eugène SCHAEFFER, « des causes d'ordre public de dissolution des sociétés », in dix ans de conférences d'agrégation, études de droit commercial offertes à Joseph HAMEL, Dalloz 1961 p. 227 ; Jean LEBLOND, « de la réunion de toutes les parts ou actions d'une société entre les mains d'une seule personne au point de vue juridique et fiscal », RTD com. 1963 p. 417.

<sup>712</sup> Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 2 p. 12 ; J.-Cl. GOURGUES, « l'entreprise individuelle à responsabilité limitée », JCP C.I. 1980 II n° 13.258 n° 10 p. 160 ; Anne BOUGNOUX, « dissolution des sociétés : causes de dissolution communes à tous les types de sociétés », J.-Cl. Soc. fasc. 30-10 n° 72 et s. p. 15 ; Andrée BRUNET, « dissolution », Rép. Soc. D. n° 52 p. 7 ; Blandine ROLLAND, « dissolution des sociétés unipersonnelles et transmission universelle du patrimoine », JCP E 2000 p. 406, « dissolution des sociétés unipersonnelles : une intervention législative opportune ? », JCP E 2001 p. 1761 ; Dominique VIDAL, « droit des sociétés », op. cit. n° 284 p. 164 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 147 p. 202 ; Jean-Pierre SORTAIS, « la société unipersonnelle », mélanges en l'honneur de Daniel BASTIAN, librairie technique 1974 p. 325 ; Jacques AUSSEDT, « société unipersonnelle et patrimoine d'affection », R.S. 1974 p. 221.

<sup>713</sup> Karine RODRIGUEZ, « l'attractivité, nouvelle perspective du droit national des sociétés », B.J.S. mars 2004 § 63 pp. 348 et 349.

<sup>714</sup> L'EURL et l'EARL créées par la loi n° 85-697 du 11 juil. 1985 (art. L 223-1 du code de commerce) ; Patrick SERLOOTEN, « l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », D. 1985 chron. XXXIII p. 187 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 63 p. 113 ; Jean PAILLUSSEAU, « l'EURL ou des intérêts pratiques et des conséquences théoriques de la société », JCP 1984 II n° 14.684 p. 217 ; Gilles FLORES et Jacques MESTRE, « l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », R.S. 1974 p. 15 ; Dominique RANDOUX, « une société spécifique : l'EURL », JCP N 1985 doct. p. 355.

<sup>715</sup> La SASU autorisée par l'art. 3 de la loi n° 99-587 du 12 juil. 1999 sur l'innovation et la recherche (art. L 227-1 du code de commerce), J.O.R.F. du 13 juil. 1999 p. 10.396, D. lég. 1999 p. 425 ; Chantal CUTAJAR, « de l'EURL à la SASU ou du big-bang à la transfiguration du concept de société par l'unipersonnalité », loc. cit. p. 48 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 62 p. 111.

Libérale<sup>716</sup>, la Société Unipersonnelle Sportive à Responsabilité Limitée<sup>717</sup> répondant au besoin de financement du monde sportif, la Société Unipersonnelle d'Investissement à Risque<sup>718</sup> (SUIR). Dans le cadre de la société européenne, initiée par un règlement européen, le législateur français a autorisé la création d'une Société Européenne Unipersonnelle dont le régime juridique est tiré de l'EUURL<sup>719</sup>. La doctrine s'est insurgée avec vigueur contre cette tendance. Il est impossible de passer un contrat avec soit même, l'expression est antinomique car « *la société ne peut exister que si deux personnes au moins décident de s'associer* »<sup>720</sup>. Si elle ne s'oppose pas à la création de structure d'une personne pour gérer son activité économique, le terme « entreprise unipersonnelle » est plébiscité pour remplacer celui de « société unipersonnelle ». Ce vœu restera pieux depuis que naissent les statuts juridiques protégeant les personnes physiques initiant seules une activité économique. En tout état de cause, il est impossible d'identifier la volonté de collaborer sur un pied d'égalité avec un quelconque partenaire. Si elles sont légales, elles ne répondent sûrement pas à l'exigence de la présence, ne serait-ce qu'à leur création, de l'*affectio societatis*<sup>721</sup>. Voici une seconde brèche dans l'exigence impérative de l'*affectio societatis*.

<sup>716</sup> Ces sociétés ont été introduites par la loi n° 90-1258 du 31 déc. 1990 relative à l'exercice sous forme de sociétés des professions libérales soumises à un statut législatif ou réglementaire ou dont le titre est protégé. Les professions libérales, dont l'objet est civil, peuvent exercer leur profession sous forme de sociétés commerciales, SA, SARL, SCA ou SAS qui deviennent des SELAFA, SELARL, SELCA et SELAS. La loi n° 99-515 du 23 juin 1999 renforçant l'efficacité de la procédure pénale (J.O.R.F. du 24 juin 1999 p. 9427) a supprimé un alinéa de l'article 1<sup>er</sup> de la loi préc. (celui exigeant l'exercice en commun de la profession) et les autorise à recourir à une forme unipersonnelle pour la SELARL et la SELAS : Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 1316 p. 683 ; Jean-Jacques DAIGRE, « la SELARL unipersonnelle : légalité, intérêt et inconvénients », B.J.S. mars 2000 § 51 p. 255.

<sup>717</sup> Art. L. 122.-2 du code du sport issu de l'art. 1<sup>er</sup> de la loi n° 99-1124 du 28 déc. 1999 portant diverses mesures relatives à l'organisation d'activités physiques et sportives modifiant l'art. 11 de la loi n° 84-610 du 16 juil. 1984 relative à l'organisation et la promotion des activités physiques et sportives, J.O.R.F. du 29 déc. 1999 p. 19.582 ; D. 2000 lég. p. 81.

<sup>718</sup> Par la loi n° 2003-1311 du 30 déc. 2003 de finance pour 2004, J.O.R.F. 31 déc. 2003 p. 22530 ; L'actualité aperçu rapide loi de finance pour 2004 n° 6 JCP E 2004 p. 49, « société unipersonnelle d'investissement à risque : loi de finance pour 2004 art. 91 », JCP E 2004 étude 201 p. 221.

<sup>719</sup> Art. L. 229-6 du code de commerce introduit par la loi n° 2005-842 du 26 juil. 2005 de confiance et modernisation de l'économie suite au règlement (CE) 2157/2001 du 8 oct. 2001 sur la société européenne.

<sup>720</sup> Mémento pratique Francis LEFEBVRE « droit des affaires : sociétés commerciales » 2009 n° 450 ; Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 47 p. 70 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 3 p. 14 ; Blandine ROLLAND, « dissolution des sociétés unipersonnelles et transmission universelle du patrimoine », JCP E 2000 n° 2 p. 406 ; F. De SOLA DE CANIZARES, « l'entreprise individuelle à responsabilité limitée », RTD com. 1948 p. 376 : « *la société unipersonnelle est une monstruosité juridique, car les mots « société » et « unipersonnelle » sont de toute évidence contradictoires* ». M. ROTONDI « la limitation de la responsabilité dans l'entreprise individuelle », loc. cit. n° 1 p. 2 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE, « l'entreprise et ses formes juridiques », RTD com. 1968 p. 925 ; Jean-Pierre SORTAIS, « la société unipersonnelle », loc. cit. p. 325 ; Gilles FLORES et Jacques MESTRE, « l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », loc. cit. n° 2 p. 16.

<sup>721</sup> J.-Cl. GOURGUES, « l'entreprise individuelle à responsabilité limitée », loc. cit. n° 10 et s. p. 160. D'autres estiment que l'*affectio societatis* de l'EUURL confine au « narcissisme » : Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », op. cit. n° 14 p. 25 ; Jacques AUSSÉDAT, « société unipersonnelle et patrimoine d'affection », loc. cit. p. 225. Contra : Jean-Jacques DAIGRE, « défense de l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », D.S. fév. 1986 p. 6. Certains auteurs estiment qu'il prend une autre coloration : Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « les critères distinctifs de la société et de l'indivision depuis les réformes récentes du code de commerce », loc. cit. n° 58 p. 685. Pour Yves CHARTIER, l'*affectio societatis* « signifie que l'associé unique a eu la volonté de devenir membre d'une société qui, en tant que telle, a un patrimoine distinct du sien et dont la gestion devra répondre à des intérêts qui lui sont propres », « droit des affaires, tome 2, les sociétés commerciales », op. cit. n° 23 p. 76 ; Gilles FLORES et Jacques MESTRE, « l'entreprise unipersonnelle à

Y - L'intensité variable de l'affectio societatis selon les associés.

**318.** De manière plus surprenante, cette éclipse de l'*affectio societatis* est certainement la plus prégnante au sein des sociétés où la pluralité d'associés règne. Quelques décisions de justice s'en sont fait l'écho. Une décision de la Cour d'Appel de Lyon du 11 octobre 1954<sup>722</sup> estime que si l'*affectio societatis* « est un élément essentiel de toute société, son intensité est fonction du type et des dispositions particulières des statuts ». Dans ce cas particulier, les statuts donnaient à l'un de ses membres le « droit de s'intéresser à des entreprises concurrentes de celle dont il est cogérant ». Les statuts peuvent atténuer l'exigence de l'*affectio societatis*. Deuxième enseignement, le type de société sélectionnée détermine aussi l'intensité de l'*affectio societatis*. Il serait en sourdine pour certaines formes juridiques d'entreprise. Un arrêt de la Cour d'Appel de Besançon affine cette vision : « si dans une société de personnes l'*affectio societatis* implique une complète entente entre les associés, il n'en est pas de même dans les sociétés de capitaux où joue avec plus de rigueur la loi du nombre »<sup>723</sup>. Elle ajoute que l'action en dissolution ne peut être qu'exceptionnelle, ne jouant que dans les cas les plus graves paralysant le fonctionnement de la société. Re transcrites aux « dérivés de crédit » couvrant des parts sociales de sociétés de capitaux, ils ne porteraient pas atteintes à l'*affectio societatis* tant que le fonctionnement de la société n'est pas paralysé. Les « dérivés de crédit » sont extérieurs à la société et ne peuvent, en eux même, bloquer ce fonctionnement. La Cour d'Appel de Versailles<sup>724</sup> cherche l'effectivité de la présence de l'*affectio societatis* en l'appréciant par rapport à la « nature » de la société. Si ces décisions prennent en considération la forme juridique et les statuts de la société, cette piste intéressante ne bénéficie d'aucune sécurité juridique. Il faut partager les différentes sociétés en deux groupes selon que l'*affectio societatis* peut être ignoré ou non. Pour deux des arrêts cités, le choix sociétal était celui de la SARL. Celui de Lyon estime que cette forme de société peut se contenter de l'*affectio societatis* atténué<sup>725</sup> pendant que celui de Versailles<sup>726</sup> ne l'écarte pas. Cette différence d'appréciation s'explique car la ligne de partage entre société de capitaux et de personnes place la SARL à mi-chemin entre les deux. Elle est une société de capitaux pour laquelle la personne des associés reste essentielle. Un autre critère pourrait être selon que les associés sont tenus solidairement et indéfiniment aux dettes (fort *intuitu personae* et *affectio societatis*) et les autres<sup>727</sup>, mais cette voie reste semée d'embûches.

---

responsabilité limitée », loc. cit. p. 15 le détectent dans l'intention de former une société et de se comporter uniquement comme l'associé d'une personne morale autonome. Idem pour Laurent GODON, « les obligations des associés », op. cit. n° 136 p. 90 ; Patrick SERLOOTEN, « l'*affectio societatis*, une notion à revisiter », op. cit. pp. 1012 et 1016.

<sup>722</sup> Lyon, 11 oct. 1954, arrêt *Paul Topenot c/ Jacques Topenot*, D. 1955 J. p. 1.

<sup>723</sup> Besançon, 3 nov. 1954, arrêt *Consorts Jeandidier-Wagner c/ Brasserie Wagner*, JCP 1955 II n° 8750, Gaz. Pal. 1955 1<sup>er</sup> p. 192.

<sup>724</sup> Versailles, 7 déc. 1995, arrêt *Sarl Floraison 2000 c/ Irbah ou Belkacemi et a.*, B.J.S. av. 1996 § 105 p. 308 note Paul LE CANNU, RJDA 3/1996 n° 361 p. 256.

<sup>725</sup> Lyon, 11 oct. 1954 préc.

<sup>726</sup> Versailles, 7 déc. 1995 préc.

<sup>727</sup> Marie-Hélène MONSÉRIÉ-BON sous Toulouse, 7 déc. 2000 préc. ; et dont use une juridiction pour une SNC : V. Versailles, 30 sept. 1999 préc. Contra : Joël MONNET sous Paris, 25 oct. 2002, arrêt *Bon et Clunet Coste c/ soc. Hôtel privilège I et soc. privilège II et a.*, D.S. av. 2003 n° 75 p. 27.

319. Un nombre croissant d'observateurs<sup>728</sup> estime que l'*affectio societatis* n'existe pas ou plus dans les grandes sociétés anonymes cotées en bourse. En effet, leurs actions sont librement négociables<sup>729</sup>. Si des membres entendent contrôler la société et exercer les pouvoirs de direction, un grand nombre d'associés ne se comportent pas de la sorte. Ils semblent dépourvus d'*affectio societatis*. La plupart des petits actionnaires ne s'intéresse qu'aux dividendes et ne s'impliquent pas dans la gestion de la société. Ils n'agissent que dans un but de placement à plus ou moins long terme pour espérer une plus value sur la valeur des titres. Beaucoup de petits porteurs ne connaissent même pas les droits consubstantiels à la possession des parts. Cette idée imprègne le monde financier. Il n'est qu'à rappeler les débats entourant l'action concertée des petites actionnaires de la société Eurotunnel lorsqu'ils ont écarté les spécialistes institutionnels de la gestion de cette société, décision au caractère exceptionnel et limité, mais symptomatique de cette psychologie<sup>730</sup>. Indiscutablement, l'*affectio societatis* ne règne pas en maître. Paradoxalement, certains contrats d'associés renforcent et affaiblissent l'*affectio societatis*. Les pactes d'actionnaires organisent le pouvoir dans une société. Ils raffermissent l'*affectio societatis* entre les membres signataires. Mais ils reflètent sa négation envers l'ensemble des associés<sup>731</sup> exclus du pacte. Les auteurs opèrent une distinction entre les associés<sup>732</sup> classiques et les autres qui ne seraient que des investisseurs ou des bailleurs de fonds<sup>733</sup>. D'autres arguments étayaient cette approche. Les

<sup>728</sup> Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », op. cit. n° 38 p. 87 sous l'intitulé « *la grande illusion des actionnaires* » ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 146 p. 83 ; Yves GUYON, « la fraternité dans le droit des sociétés », loc. cit. n° 7 p. 444 ; René RODIÈRE et Bruno OPPETIT, « droit commercial, groupement commercial », op. cit. n° 11 p. 20 ; Bernard BOULOC, « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », loc. cit. n° 7 p. 505 ; Pierre BÉZARD souligne que « *dans les sociétés importantes, l'absentéisme permet au contrôleur, qui est le dirigeant ou dont celui-ci est l'émanation, de dominer cette assemblée* », in « opinion sur l'intérêt social », Rev. Dr. pat. av. 1997 p. 53 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE, « l'entreprise et ses formes juridiques », loc. cit. p. 949 ; Brigitte DAILLE-DUCLOS, « le devoir de loyauté du dirigeant », JCP E 1998 p. 1486. Contra : Jessica LEDAN, « nouveau regard sur la notion d'associé », D.S. nov. 2010 n° 17 p. 9 : Cette distinction est inutile car l'*affectio societatis* ne peut être considérée comme un élément de qualification de l'associé.

<sup>729</sup> Art. L 228-10 du code de commerce.

<sup>730</sup> En effet, le « renversement de pouvoir » mobilisera 20% des actionnaires contre 8% des institutionnels, ce qui laisse encore de côté 72% des « petits actionnaires ». Catherine MALECKI, « une première historique en droit des sociétés, interview de Jacques MAILLOT », D. 2004 p. 1578.

<sup>731</sup> Claude DUCOULOUX-FAVARD, « actionnariat et pouvoir », D. 1995 chron. p. 177.

<sup>732</sup> Certains se démarquent avec l'idée d'une *affectio societatis* à intensité variable se manifestant pour « *les bailleurs de fonds d'une grande société de capitaux par la réalisation des apports et les délibérations communes qui assurent le fonctionnement de l'être moral* » opposé à la personne des « *gérants et administrateurs* » dotée d'une *affectio societatis* complète. Cette idée est démentie par l'importante non-participation. J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », op. cit. n° 132 p. 155.

<sup>733</sup> François-Xavier LUCAS, « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », op. cit. n° 292 p. 152, « les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur », RDBF n° 4 de juil.-août 2002 p. 216, « promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et prohibition des clauses léonines, à la recherche de la cohérence perdue », JCP E 2003 p. 168, « la distinction des titres de capital et des titres de créances » dans « *quel avenir pour le capital social ?* » sous la direction d'Alain COURET et Hervé LE NABASQUE, Dalloz 2004. p. 21 ; Pascal ETAIN, « *affectio societatis*, fraude et catégories d'associés », loc. cit. p. 15, qui use de l'*affectio societatis* pour distinguer entre les associés « politiques » et « investisseurs » ; Jean-Marie DE BERMOND DE VAULX, « le spectre de l'*affectio societatis* », loc. cit. n° 11 p. 183 ; Jean PAILLUSSEAU, « la modernisation du droit des sociétés commerciales », D. 1996 chron. p. 287 ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 146 p. 83 ; Claude CHAMPAUD, « catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 16 ; Raymond CANNARD, « la création de certificats d'investissements par fractionnement d'actions existantes, est-elle encore possible ? », loc. cit. ; Guy CHESNÉ, « l'exercice ut singuli de l'action sociale dans la société

fiscalistes soulignent la possibilité de double inscriptions comptables laissée à la disposition des personnes morales détentrices de droits sociaux : soit au sein du compte 26 comme titres de participation ou soit au sein du compte 50 comme titres de placement, surtout financiers<sup>734</sup>. Le summum de cette dichotomie a été légalisé par la Société en Commandite par Actions de l'article L. 226-1 du code de commerce. Les associés se répartissent en deux clans : les commandités avec qualité de commerçant, à responsabilité illimitée et pouvoirs de gérant, et les commanditaires synonymes de « bailleur de fonds » exclus de cette gérance, à responsabilité limitée aux apports et sans qualité de commerçant. Cette différenciation semble avoir été consacrée dans un arrêt<sup>735</sup> qui décide que « *la clause litigieuse constitue une promesse d'achat d'actions qui a pour objet, en fixant un prix minimum de cession, d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties à M. R., lequel est avant tout un bailleur de fonds, le remboursement de l'investissement auquel il n'aurait pas consenti sans cette condition déterminante* ». Cet associé acquéreur d'actions s'est vu qualifier de bailleur de fonds. Il reste isolé en raison des circonstances de l'affaire<sup>736</sup>. Enfin, l'obligation de non-concurrence d'un associé prête à discussion quant à l'*affectio societatis*.

δ - La discussion autour de l'obligation de non-concurrence  
d'un associé.

**320.** L'ampleur de l'*affectio societatis* collationnée au problème de la concurrence faite par un de ses membres à la société elle-même semble faible. Un frère social dispose-t-il de la possibilité d'exercer une activité identique à celle statutairement prévue sans enfreindre le pacte social et l'état d'esprit censé le lier aux autres ? Il a plus intérêt à la réussite de son investissement personnel qu'à l'aboutissement achevé du projet social. Le droit proscrit parfois cette situation. L'associé apportant un fonds de commerce doit légalement une garantie personnelle de non-concurrence<sup>737</sup>. Celui qui apporte son industrie doit rendre compte de tous les gains réalisés par son activité à la société<sup>738</sup>. La prohibition légale se justifie aussi pour le caractère professionnel des sociétés<sup>739</sup>. Le dirigeant

---

anonyme », loc. cit. n° 4 et 10 pp. 350 et 355 qui rapproche les actionnaires investisseurs d'un créancier plutôt que d'un associé.

Contra : la loi utilise associé et actionnaire comme synonymes : Philippe REIGNÉ et Thibault DELORME, « réflexions sur la distinction de l'associé et de l'actionnaire », D. 2002 doct. p. 1330.

Contra : Thibaut MASSART sous Paris, 21 déc. 2001 préc. B.J.S. av. 2002 § 109 p. 504.

<sup>734</sup> Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 146 p. 83.

<sup>735</sup> Paris, 15 sept. 2000, arrêt *Rosler c/ Belthefta et a*, B.J.S. janv. 2001 § 15 p. 47 note Alain COURET.

<sup>736</sup> L'associé avait acquis 300 actions sur 2800 pour 30 000 F et une prime d'émission de 675 000 F. Il supportait l'effort d'investissement le plus important tout en restant minoritaire en droit de vote et sans participer aux bénéfices. De plus, les fonds apportés n'ont jamais servi à réaliser l'objet social, le développement d'une molécule pharmaceutique, mais au paiement de charges sociales et de salaires.

<sup>737</sup> Art. 1843-3 al. 3 du code civil : « *lorsque l'apport est en propriété, l'apporteur est garant envers la société comme un vendeur envers son acheteur* ». Le cédant d'un fonds de commerce doit une obligation de non-concurrence envers l'acquéreur : Laurent GODON, « les obligations des associés », op. cit. n° 47 p. 37.

<sup>738</sup> Art. 1843-3 al. 6 du code civil ; *ibidem* n° 36 et 193 pp. 32 et 124.

<sup>739</sup> L'art. 4 de la loi n° 66-879 du 29 nov. 1966 relative aux sociétés civiles professionnelles (J.O.R.F. du 30 nov. 1966 p. 10451) dispose que « *sauf disposition contraire du règlement d'administration publique particulier à chaque profession, tout associé ne peut être membre que d'une seule société civile professionnelle et ne peut exercer la même profession à titre individuel* ».

L'art. 21 de la loi n° 90-1258 du 31 déc. 1990 relative à l'exercice sous forme de sociétés des professions libérales... (J.O.R.F. 5 janvier 1991 p. 216) précise que des décrets en conseils d'Etat « *peuvent également prévoir qu'un associé n'exerce sa profession qu'au sein d'une seule société d'exercice libéral et ne peut exercer la même profession à titre individuel ou au sein d'une société civile professionnelle* ».

associé est tenu d'un devoir de loyauté l'obligeant à se consacrer à son mandat social<sup>740</sup>. Pour tout « autre » associés, la question reste débattue. Si l'*affectio societatis* et l'intérêt commun peuvent légitimer cette restriction, elle apparaît disproportionnée pour le commun des associés au regard du principe de la liberté économique<sup>741</sup>. Les réponses de la doctrine sont éparpillées. Un courant repousse toute prohibition car ce qui n'est pas expressément interdit est autorisé<sup>742</sup>. Un autre proscrit cette liberté pour les membres des sociétés de personnes où l'*intuitu personae* prime ou lorsque l'associé joue un rôle prépondérant dans la société<sup>743</sup>. Un autre redoute que des cas d'espèce ne démentent ce critère de répartition<sup>744</sup>. Les juridictions s'orientent vers le maintien de la liberté économique<sup>745</sup>.

**321.** L'*affectio societatis*, par les faits et le droit, voit son importance singulièrement réduite. Il ne peut suffire à remettre en cause la conclusion d'un « dérivé de crédit ». Le fait d'en souscrire un ne signifie pas systématiquement un désintérêt total pour la gestion de la société par le vendeur de risque. Il n'est qu'une protection pécuniaire. Juridiquement, sa conclusion ne modifie en rien les droits extra patrimoniaux de l'associé. Le vendeur de risque ne perd aucun pouvoir sur la société. Il ne l'empêche en rien de continuer à participer à la vie de la société : exercice régulier de son droit de vote, demande de renseignement, critique des décisions prises, émission de son opinion, participation à la gestion de la société. En réalité, il faudrait apprécier la situation au cas par cas. Le « dérivé de crédit », si tenté qu'il soit divulgué, n'est guère plus qu'un mince indicateur de l'état réel de l'*affectio societatis* au sein d'un faisceau d'indices. Il n'est certainement pas l'argument décisif. Qu'en est-il à présent de la vocation de cet associé à la participation aux pertes ?

---

L'art. 20 du décret n° 93-492 du 25 mars 1993 le prohibe pour ces sociétés d'avocats (J.O.R.F. du 27 mars 1993 p. 4930).

<sup>740</sup> Cass. com., 7 juin 1994, arrêt *Dallest c/ Sarl Pro si Dex*, R.S. 1995 p. 275 note Raymonde VATINET, B.J.S. 1994 § 336 p. 1232 note Bernard SAINTOURENS ; Cass. com., 21 oct. 1997, arrêt *S.A. Ambulances des Hauts de France et a. c/ Sarl Ham Ambulance*, B.J.S. janv. 1998 § 6 p. 27 note Bernard SAINTOURENS ; Cass. com., 24 fév. 1998, arrêt *Pic c/ Koptio*, D. Aff. 1998 p. 850 note M.B., B.J.S. 1998 § 266 p. 813 note Bruno PETIT, JCP 1999 II n° 10.003 p. 32 note Mamadou KEITA ; Cass. com., 12 fév. 2002, arrêt *Darrès et a. c/ Locam et a.*, B.J.S. mai 2002 § 137 p. 617 note Bernard SAINTOURENS, D.S. août-sept. 2002 n° 146 p. 7 note Thierry BONNEAU. Sur la prééminence du devoir de loyauté : Hervé LE NABASQUE, « le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés », RTD com. 1999 p. 273 ; Brigitte DAILLE-DUCLOS, « le devoir de loyauté du dirigeant », loc. cit. p. 1486 ; Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », édition Economica, 12<sup>ème</sup> édition 2003 n° 496 p. 544.

<sup>741</sup> Yves PICOD, « l'obligation de non-concurrence de plein droit et les contrats n'emportant pas transfert de clientèle », JCP E 1994 n° 349 p. 195.

<sup>742</sup> Yves SERRA, « la non-concurrence en matière commerciale, sociale et civile (droit interne et communautaire) », D. 1991 n° 152 p. 108 ; Claude CHAMPAUD et Didier DANET sous Cass. com., 6 mai 1991, arrêt *Sarl Absis Jaeckle Leloup c/ Jaeckle*, RTD com. 1992 p. 621.

<sup>743</sup> Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 37 p. 74 ; Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCIO, « les engagements de l'associés », Lamy soc. com. 2010 n° 807 p. 409. Pour les S.N.C. : Deen GIBIRILA, « nom collectif (société en) », Rép. Soc. D. n° 363 p. 51. V. cette décision qui précise que « l'ancien gérant devait s'interdire, même en l'absence de clause de non-concurrence, de concurrencer la société dont il avait été mandataire » : Aix-en-Provence, 4 mars 2005, arrêt *Millcam c/ Sarl Sparks Informatique*, JCP 2006 n° 1444 p. 396.

<sup>744</sup> Laurent GODON, « les obligations des associés », op. cit. n° 195 p. 126.

<sup>745</sup> Cass. req., 4 déc. 1854, arrêt *Legrigner et C<sup>ie</sup> c/ Decolons et C<sup>ie</sup>*, D.P. 1855 1<sup>ère</sup> p. 22 : « aucune loi n'interdit à la même personne de faire partie de plusieurs sociétés ». Pour un associé administrateur : Cass. com., 26 nov. 1996, arrêt *soc. Europ'auto service et a. c/ M. Ray*, Bull. civ. IV 1996 n° 284 p. 243, B.J.S. fév. 1997 § 45 p. 133 note Claire ROCA ; Cass. com., 3 déc. 2002, arrêt *Sarl A4 éditions c/ Sarl Bim éditions*, D.S. mai 2003 n° 84 p. 13 ; Cass. com., 6 mai 1991, arrêt *Sarl Absis Jaeckle Leloup c/ Jaeckle*, Bull. civ. IV n° 151 p. 109, RTD com. 1992 p. 621 obs. de Claude CHAMPAUD et Didier DANET, R.S. 1991 p. 761 note Yves GUYON, D. 1991 J. p. 609 note Alain VIANDIER et 1992 S.C. p. 347 note Yves SERRA.

b. L'amointrissement d'origine prétorienne de l'interprétation de la  
nécessité légale de la participation aux résultats de la société.

**322.** Les magistrats ont été saisis d'une multitude de clauses prétendument léonines. Toutes n'ont pas été annulées, et ceci pour trois catégories de raisons : leur structure spécifique, leur utilité dans la vie des affaires et la façon dont sont appréhendées les dispositions légales. Nous devons étudier ces créneaux laissés libres pour vérifier si les « dérivés de crédit » ne peuvent s'y insérer.

α - L'absence de qualification en clause léonine de certaines  
stipulations en raison de leur architecture.

**323.** Il est utile de s'intéresser à ces stipulations pour vérifier si les « dérivés de crédit » sur les parts sociales peuvent échapper à la censure par certaine ressemblance. Quelques arrêts ont admis des clauses empêchant l'attribution de pertes à certaines personnes tout en leur distribuant une partie des résultats positifs de la société. En réalité, ces personnes se voyaient reconnaître la qualité de prêteur plutôt que d'associé<sup>746</sup>, ce qui ne nous aide aucunement.

Ensuite, l'insertion d'un caractère conditionnel aux stipulations litigieuses, en leur enlevant leur nature systématique, les sauvait de l'élimination<sup>747</sup>. Tel n'est pas le cas avec la protection des « dérivés de crédit » qui intervient efficacement pour protéger de toute perte. Ceux sur variation de crédit jouent de manière systématique. Cette voie n'est pas suffisante.

Ces clauses ne sont pas léonines dès qu'elles poursuivent un objectif différent de celle d'exonérer un associé de toute participation aux pertes ou bénéfices. Une clause apportant une garantie d'un associé envers un autre pour le remboursement d'une avance destinée au fonctionnement d'une société en participation n'est pas léonine car elle vise à la protection contre son insolvabilité personnelle ou sa mauvaise volonté éventuelle<sup>748</sup>. Elle ressemblait aussi à une clause pénale pour assurer l'interdiction par un associé d'accomplir des actes de commerce et défendant un droit de propriété sur les immeubles servant à l'accomplissement de l'objet social. Tout est question de circonstances. Il sera difficile de dégager un autre objectif chez un « dérivé de crédit ».

Enfin, la loi sanctionne les renonciations formulées par avance. Un associé peut légitimement décider de ne pas se joindre à la répartition de bénéfices d'un exercice écoulé. Mais ces conditions ne nous touchent pas. Ces indications ne peuvent pas nous servir.

---

<sup>746</sup> « Un contrat nul en tant que contrat de société (en raison de la présence d'une clause léonine) peut revêtir en réalité le caractère d'un autre contrat valable, notamment d'un prêt », Paris, 11 mars 1967 préc.

<sup>747</sup> Une clause stipulant qu'un associé sera privé de bénéfices s'il outrepassé ses pouvoirs de gestion sera valable car il ne dépend que de lui de ne pas en être privé : Cass. req., 16 nov. 1858, arrêt *Caténeau-Laroche c/ De Scépeaux et consort*, D.P. 1859 I p. 39. Pour la clause de tontine donnant la totalité des bénéfices au seul associé survivant car tous ont une chance égale d'en jouir : Cass. req., 17 août 1868, arrêt *Héritiers Dats c/ Lachaussée*, S. 1869 I p. 22 ; T. Com. Troyes, 19 mars 1900, jugement *Epoux Peuchet c/ Demoiselle Vandalle*, D. 1901 2 p. 47 ; Cass. req., 3 mai 1944, arrêt *Zemati c/ Tabet*, S. 1944 I p. 111.

<sup>748</sup> Cass. req., 18 nov. 1895, arrêt *Boscher des Ardilllets c/ Ruault*, D.P. 1896 I p 301.

*β - L'absence de qualification en clause léonine de certaines stipulations en raison de leur utilité dans la vie des affaires.*

**324.** Certaines clauses, présentant les caractéristiques d'une clause léonine, n'ont pas été sanctionnées parce qu'elles répondaient à des exigences de la pratique de la vie des affaires. Deux usages sont à mettre en exergue. Le premier rassemble les stipulations de cession de parts sociales et du contrôle de la société étalée dans le temps<sup>749</sup>. Un associé désireux de céder sa participation la vendra en plusieurs fois, une partie dès la conclusion du contrat, le reste ultérieurement en une ou plusieurs fois à un prix planché préfixé. Sa volonté sera de transmettre le pouvoir en douceur pour faciliter la familiarisation de l'acquéreur avec la société, pour limiter une pression fiscale trop élevée par la requalification de l'acte en cession de fonds de commerce quand l'unique objet de cette société est l'exploitation du fonds ou pour octroyer à l'acheteur des facilités de paiement le temps de réunir l'intégralité du financement. L'échéance se rapprochant, des réticences à achever l'exécution de la convention se feront jour : le vendeur renâclera à céder les parts d'une société devenue plus prospère ou l'acheteur ne voudra pas s'engager plus avant dans une société encaissant des déboires économiques. Pour se dégager, la partie récalcitrante n'aura de cesse de qualifier la stipulation de léonine pour invoquer la nullité du contrat<sup>750</sup>. Le vendeur se voyait garantir, pour le futur, d'un prix minimal le vente l'exonérant de toute participation aux pertes. Tout en restant associé, il se voyait dissocié de l'aléa social. Sensible à cet argument, la jurisprudence a d'abord refusé de valider de telles conventions<sup>751</sup>. Par la suite, elle s'est assouplie avec la naissance de quelques décisions discordantes<sup>752</sup> amorcées par la Chambre Commerciale de la Cour de Cassation<sup>753</sup>. Elle a décidé de

<sup>749</sup> Cession organisée par les promesses d'achats ou de ventes : Patrick GUILLEMIN, « les promesses unilatérales d'achat et de vente en matière de cession de droits sociaux », D.S. 03/1989 p. 1 ; Pierre-Menno DE GIRARD et Charles-Audoine PASCAUD, « les promesses d'achat de droits sociaux à prix planché à l'épreuve de l'interdiction des clauses léonines », RDC n° 3/2007 p. 955.

<sup>750</sup> L'annulation d'une clause d'une convention liée à une autre clause provoque l'annulation de cette dernière : Paris, 30 oct. 1976, arrêt *André Charbonnier c/ SA Genvrain*, R.S. 1977 p. 695 note Dominique SCHMIDT, RTD com. 1979 p. 271 note de Roger HOUIN, Roger SAINT-ALARY et Claude CHAMPAUD, Gaz. Pal. 1977 I p. 142 note A.P.S., D. 1978 I.R. p. 252 note Jean-Claude BOUSQUET. Si la cession du solde des actions est indivisiblement liée à la vente initiale, toute la convention tombe.

<sup>751</sup> Cass. com., 10 fév. 1981, arrêt *Philippe Perrier c/ Georges Daubanay*, R.S. 1982 p. 38 note Philippe MERLE. Pour un président de société organisant la cession future de ses parts en cas de cessation de ses fonctions selon un calcul complexe lui assurant un prix minimum : Paris, 30 oct. 1976, préc.

<sup>752</sup> Cass. com., 27 oct. 1981, *soc. GS Nord c/ M. Pien*, Bull. civ. IV n° 373 p. 296 ; Cass. com., 15 juin 1982, arrêt *soc. GS Nord et a. c/ Recapet et a.*, Gaz. Pal. 1983 pan. p. 23, BRDA n° 18 1982 p. 15.

<sup>753</sup> Un arrêt célèbre décide qu'« est prohibée par l'article 1844-1 du code civil la seule clause qui porte atteinte au pacte social dans les termes de cette disposition légale ; qu'il ne pouvait en être ainsi s'agissant d'une convention, même entre associé, dont l'objet n'était autre, sauf fraude, que d'assurer, moyennant un prix librement convenu, la transmission de droit sociaux » : Cass. com., 20 mai 1986, arrêt *soc. Bower Corporation Limited c/ M. du Vivier*, Bull. civ. IV n° 95 p. 81, RTD com. 1987 p. 66 note Claude CHAMPAUD et Paul LE FLOCH et p. 205 obs. Yves REINHARD, R.S. 1986 p. 587 note Dominique RANDOUX, D. 1987 S.C. p. 390, JCP N 1986 J. p. 221 obs. Michel GERMAIN, JCP E 1986 n° 15.846 p. 416 chron. Alain VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, Defrénois 1987 art. 33.950 p. 609 obs. Jean HONORAT, B.J.S. 1986 § 169 p. 618, Gaz. Pal. 1986 p. 239, W. LE BRAS, « les promesses de cession de droits sociaux et la prohibition des clauses léonines », B.J.S. 1986 p. 587 ; Cass. com., 10 janv. 1989, arrêt *soc. entreprise Jallet c/ Veuve Berthier*, B.J.S. 1989 § 81 p. 256 note Paul LE CANNU, JCP 1989 II n° 21.256 et JCP E 1989 n° 15.492 obs. Alain VIANDIER, D. 1990 J. p. 250 note Thomas FORSCHBACH ; Paris, 18 oct. 1996, arrêt *De Fontgalland c/ Consorts Halles*, B.J.S. janv. 1997 § 2 p. 11 note Nicolas RONTCHEVSKY et sur pourvoi, Cass. com., 19 oct. 1999, arrêt *M. de Fontgalland c/ consort Hale et a.*, Bull. civ. IV n° 177 p. 150, D.S. janv. 2000 n° 3 p. 10 note Thierry BONNEAU, B.J.S. janv. 2000 § 13 p. 69, RJDA 3/2000 n° 168 p. 226, JCP E 1999 p. 2067 note Yves GUYON ; Cass. com.,

reconnaître la force exécutoire de ces accords. Elles ont fait couler d'autant plus d'encre que la Chambre civile a résisté à cette position<sup>754</sup>. La Chambre Commerciale se focalise sur son but premier qui est d'agencer les modalités de sortie et de cession des titres de l'associé. Il n'est pas de le garantir contre tout aléa social. Elle la reconnaît aussi lorsque la promesse n'est qu'une facette d'une convention complexe<sup>755</sup>. Ce cédant a manifesté son intention de quitter la société, il n'est plus animé de l'*affectio societatis*<sup>756</sup>. Pourtant, cette position de la Chambre Commerciale fait encore l'objet d'une évolution dans sa motivation<sup>757</sup>. Elle a estimé qu'une promesse isolée unilatérale d'achat d'actions pouvait être léonine tout en refusant de l'annihiler car elle n'avait été émise que pour une durée très courte, hors en cette période, l'associé bénéficiaire de la promesse restait « *soumis au risque de disparition ou de dépréciation des actions* ». Les « dérivés de crédit » sont des contrats à durée déterminée. Ils pourraient être sauvés par cette jurisprudence à condition que cette durée de protection soit très courte, ce qui n'est guère systématique. Une étude au cas par cas s'imposera. La lecture des décisions de la Chambre Commerciale nous intéressera d'autant plus pour les « dérivés de crédit » envisageant, en cas de déclenchement de la protection, le transfert du sous-jacent. Le mécanisme de ce « dérivé de crédit » ressemblerait fort à celui de la cession de parts sociales étudiée par cette chambre de la Cour de Cassation.

---

19 mai 1998, arrêt *SA Lyonnaise de Banque c/ Consorts Lombard*, B.J.S. oct. 1998 § 324 p. 1060 note P. SCHOLER, RJDA 8-9/1998 n° 986 p. 722 ; Cass. com., 16 nov. 2004, arrêt *Belkehfa c/ Rossier*, D. Aff. 2004 p. 3144, JCP E 2005 chron. n° 131 p. 123 n° 1 note Jean-Jacques CAUSSAIN, Florence DEBOISSY et Guillaume WICKER, RJDA 3/05 n° 260 p. 217, B.J.S. Fév. 2005 § 45 p. 207 note Nicolas MATHEY, RTD com. 2005 p. 593 note Hervé LE NABASQUE.

Des juridictions du fond se sont alignées sur cette position : Paris, 13 fév. 1996, arrêt *soc. BDPA SCET AGRI c/ soc. Syscen*, RTD com. 1997 p. 273, D. Aff. n° 12-1996 p. 361, D.S. juil.-août 1996 n° 144 p. 7 ; Paris, 17 av. 1996, arrêt *Azar c/ Inovelf*, RJDA 10/1996 n° 1203 p. 864, R.S. 1996 p. 774 note Richard ROUTIER et p. 850 chron. Yves GUYON, BRDA 17/1996 p. 3 ; Paris, 21 déc. 2001, arrêt *SA BSA Bourgoin c/ S.A. CDR Participations*, B.J.S. av. 2002 § 109 p. 499 note Thibaut MASSART, D.S. mars 2001 n° 44 p. 21 note François-Xavier LUCAS et Dominique VIDAL ; Paris, 12 mai 2000, arrêt *Djian c/ Ducellier*, RJDA 12/2000 n° 1097 p. 872 ; Paris, 22 janv. 2004, arrêt *S.A. Financière Nicol c/ S.A. Alter France*, RJDA 6/2004 n° 719 p. 649.

Pour des cas plus litigieux : une promesse de rachat était liée à la cessation de fonction d'un dirigeant bénéficiant d'un rachat de ses actions à un prix déterminé minimum : Cass. com., 12 mars 1996, arrêt *Martin c/ soc. Cam Galaxy*, Bull. civ. IV n° 88 p. 73, D.S. mai 1996 n° 94 p. 5 chron. Thierry BONNEAU, B.J.S. juin 1996 § 176 p. 516 note Nicolas RONTCHEVSKY, RJDA 8/1996 n° 1064 p. 770, D. Aff. n° 18/1996 p. 561, BRDA 96-7 p. 3, JCP E 1996 pan. n° 586 p. 296, Rev. Dr. pat. n° 40 juil.-août 1996 n° 1421 p. 94 obs. Jean-Pierre BERTREL, RDBB n° 56 de juil.-août 1996 p.175 chron. Francis J. CREDOT et Yves GÉRARD, Defrénois art. 36.423 n° 5 p. 1300 com. Jean HONORAT qui casse Paris, 14 déc. 1993, B.J.S. fév. 1994 § 44 p. 185 note Paul LE CANNU, BRDA 4/1994 p. 3.

<sup>754</sup> Un premier arrêt du 22 juil. 1986 préc. laissait entrevoir cette dissonance clairement affirmée par la suite par Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 av. 1987 préc. et sur renvoi, Caen, 16 janv. 1990, arrêt *Lévêque-Houist c/ Soprega I et a.*, JCP E 1990 II n° 15.784 p. 357 n° 3 chron. Alain VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, D. 1991 J. p. 410 note Jérôme DELAPORTE, B.J.S. oct. 1991 § 326 p. 916 note Paul LE CANNU et l'épilogue : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 16 déc. 1992, arrêt *SCP Soprega I c/ Lévêque-Houist*, B.J.S. mars 1993 § 85 p. 319 note PLC.

<sup>755</sup> Paris, 20 nov. 1998, arrêt *soc. Publicis Conseil c/ SA Miromesnil gestion*, RJDA 5/1999 n° 566 p. 436 où une promesse de rachat d'actions à un prix fixé à l'avance garantissait le remboursement d'un emprunt.

<sup>756</sup> Il serait anormal que le cédant subisse une éventuelle dépréciation des titres due à une gestion hasardeuse de la société par l'acquéreur : Fabien KENDÉRIAN, « la contribution aux pertes sociales », loc. cit. n° 29 p. 634 ; François-Xavier LUCAS, « les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur », loc. cit. p. 216 ; Philippe MERLE sous Cass. com., 10 fév. 1981 préc. ; Thomas FORSCHBRACH sous Cass. com., 10 janv. 1989 préc.

<sup>757</sup> Cass. com., 22 fév. 2005, arrêt *Gontard c/ Papelier*, JCP E 2005 n° 938 p. 1029 note Henri HOVASSE, D.S. juin 2005 n° 107 p. 17 note François Guy TRÉBULLE, Rev. Dr. pat. n° 138 de juin 2005 p. 100 note Didier PORACCHIA, JCP E 2005 I n° 156 p. 1395 chron. Jean-Jacques CAUSSAIN, Florence DEBOISSY et Guillaume WICKER, RDC juil. 2005 note François-Xavier LUCAS, RTD com. 2005 p. 593 note Hervé LE NABASQUE.

**325.** Cette question se retrouve sur une autre pratique du droit des affaires très usitée<sup>758</sup>, celle des conventions de portage<sup>759</sup>. Une personne, le porteur, le plus souvent un établissement financier, acquiert des titres sociaux, de manière momentanée, d'un donneur d'ordre et s'engage à les lui rétrocéder à une date fixée à un prix minimal majoré d'un taux. Les raisons de leur conclusion sont variées. La discrétion permet d'accomplir des stratégies financières<sup>760</sup> et de gérer efficacement les situations provisoires comme la restructuration du capital social d'une société. Il est un portage sûreté. Cette opération, dans l'esprit des parties, n'est rien d'autre que l'attribution d'un prêt consenti en échange d'une garantie sous forme de transfert de propriété, « reine des sûretés », des titres sociaux : soit le donneur d'ordre est propriétaire de ses titres qu'il cède provisoirement pour obtenir des liquidités, le porteur se voyant rembourser et rémunéré par la différence entre le prix de revente et d'achat ; soit le

<sup>758</sup> De nombreux auteurs lient l'évolution des deux notions : Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 140 p. 78 ; F. TERRE et Alain VIANDIER, « théorie des bénéfiques et des pertes, la vocation aux bénéfiques et la contribution aux pertes », J.-Cl. Soc. fasc. 17 n° 108 ; Fabien KENDÉRIAN, « la contribution aux pertes sociales », loc. cit. p. 617 ; Emmanuelle CLAUDEL, « clauses léonines extra-statutaires : les voies d'un compromis », loc. cit. ; Jean HONORAT, Dominique RANDOUX et Yves REINHARD sous Cass. com., 20 mai 1986 préc. ; Certains auteurs sous Cass. 1<sup>ère</sup> civ. 7 av. 1987, arrêt *Lévêque-Houist Jacques c/ Soprega I et a.*, RDBB 1987 p. 92 obs. Michel JEANTIN, JCP E 1988 II n° 15.133 p. 183 note Alain VIANDIER et Defrénois 1988 art. 34.240 p. 601 de Jean HONORAT, Yves GUYON sous Cass. com., 19 oct. 1999 préc. JCP E 1999 p. 2067. Contra François-Xavier LUCAS : « *il est beaucoup moins évident d'admettre la validité des conventions de portages* », « promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et prohibition des clauses léonines, à la recherche de la cohérence perdue », loc. cit. p. 168.

<sup>759</sup> Dominique SCHMIDT, « les opérations de portage de titres de sociétés », in les opérations fiduciaires, colloque de Luxembourg des 20 et 21 sept. 1984 sous la direction de Claude WITZ, FEDUCI, LGDJ 1985 p. 29 ; François-Xavier LUCAS, « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », op. cit. n° 103 et s. p. 55, « conventions de portages », J.-Cl. Soc. fasc. n° 2128 ; Patrick SOUMRANI, « le portage d'actions », op. cit. ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 1512 p. 773 ; Paul DIDIER et Philippe DIDIER, « droit commercial, tome 2 : les sociétés commerciales », op. cit. n° 251 p. 214 et « convention de vote, promesses d'achat à prix fixe et conventions de portage », P.A. n° 62 du 22 mai 1992 p. 16 ; Mémento pratique Francis LEFEBVRE « droit des affaires : sociétés commerciales », 2009 n° 25.560 ; Géraldine GOFFAUX-CALLEBAUT, « part sociale », Rép. Soc. D. n° 106 p. 21 ; Fabien KENDÉRIAN, « la contribution aux pertes sociales », loc. cit. n° 28 p. 633 ; Jean-Pierre BERTREL, « analyse des conventions de portage », Rev. Dr. pat. sept. 1995 p. 38, « régime des conventions de portage », ibidem oct. 1995 p. 40, « portage de droit sociaux », Rép. Soc. D., avec Michel JEANTIN, « le portage d'actions », RJDA 10/1991 p. 683 ; Brigitte TREILLE, « les conventions de portage », loc. cit. p. 750 ; Dossier spécial de la RDBB n° 26 de juil.-août 1991 sur les conventions de portages : Jean-Pierre BORNET, « convention de portage : le point de vue du banquier », p. 117, Michel JEANTIN, « conventions de portage et droit des sociétés », p. 122, Jean-François PRAT, « convention de portage et droit boursier », p. 126, Hervé LEHÉRISSEL, « aspects fiscaux », p. 129, Jean-Marc MOUSSERON, « le devenir des conventions de portage », p. 131 ; Antoine COLONNA D'ISTRIA, « vers une approche économique du portage d'action », O.F. n° 735 du 5 mai 2003 p. 24 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « convention de portage », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1298 p. 694 et Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCIO, Lamy soc. com. 2010 n° 952 et 2081 pp. 476 et 1036 ; Yves GUYON, « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 254 p. 373 ; Jean-Louis MEDUS, « portage des titres : le juge, la pratique ... et le flou des images comptables », B.J.B.P.F. de janv.-fév. 1996 § 2 p. 13, « conventions de portage et information comptable et financière », R.S. 1985 p. 509 ; Michel RAVELET, « les conventions de portage », P.A. n° 39 du 18 mars 1991 p. 4 ; D. DE TCHAGUINE-SEGURET et H. FRANÇOIS-MARSAL, « portage : la clarification nécessaire », Gaz. Pal. 1989 doct. p. 244 ; Patrick GUILLEMIN, « les promesses unilatérales d'achat et de vente en matière de cession de droits sociaux », loc. cit. ; Bernard MONASSIER, « typologie des conventions de portage d'actions », RDBB n° 26 juil.-août 1991 p. 119.

<sup>760</sup> Elle prépare la prise de contrôle d'une société sans signe précurseur. Elle permet de confier provisoirement les titres d'une augmentation de capital à un organisme bancaire en attendant leur allocation. Elle permet de résister à une tentative d'OPA inamicale lancé contre une société au capital dilué en constituant un noyau dur de capital entre les mains d'une seule entité.

porteur avance le financement des titres d'une société cible en attendant que le donneur d'ordre termine la mobilisation des capitaux. Le portage est une convention complexe intégrant une promesse croisée d'achat et vente pour assurer la rétrocession ainsi que l'organisation provisoire de la gestion des titres comme les modalités de droit de vote, de participation au contrôle de la société, de captation des dividendes etc. Ce porteur prend, aux yeux des tiers, la qualité d'associé en devenant titulaire des parts sans chercher à le devenir<sup>761</sup>. Il évite l'aléa social en étant assuré de revendre les titres à un prix définitif majoré par rapport à celui d'acquisition indépendamment de l'évolution de la situation économique de la société. Surgiront bien sur les mêmes réticences et contestations au regard de la qualification de léonine de ces accords<sup>762</sup>. Or le but du porteur n'est pas de devenir membre de la société, il n'est pas animé de l'*affectio societatis*<sup>763</sup>, mais de celui de « rendre service » au donneur d'ordre<sup>764</sup>. Le premier bouleversement est venu d'un jugement du TGI de Lille<sup>765</sup> reconnaissant la validité des conventions de portage : « le trait distinctif de la convention de portage réside dans le service rendu par le porteur au donneur d'ordre, service dont le porteur trouve la rémunération dans la différence entre le prix des deux cessions » et de rajouter qu' « à supposer même que l'interdiction édictée par l'article 1844-1 du code civil, s'applique à d'autres stipulations que celles contenues dans le contrat de société lui-même, elle ne saurait atteindre la convention litigieuse ». La Cour de Cassation, par sa Chambre Commerciale<sup>766</sup>, a entériné une cession d'actions complétée par des promesses croisées de

<sup>761</sup> Sur les problèmes juridiques du statut d'associé au porteur comme au donneur d'ordre et sur la qualification et validité du portage : Frédéric POLLAUD-DULLIAN, « l'actionnaire dans les opérations de portage », R.S. 1999 p. 765. Sur la présence de l'*affectio societatis* : Michel RAVELET, « les conventions de portage », loc. cit. p. 4 ; Didier MARTIN, « convention de vote, promesses d'achat à prix fixe et conventions de portage », P.A. n° 62 du 22 mai 1992 p. 16 ; D. DE TCHAGUINE-SEGURET et H. FRANÇOIS-MARSAL, « portage : la clarification nécessaire », loc. cit. p. 244.

<sup>762</sup> Paris, 9 juin 1983, arrêt *soc. Iro Holding c/ soc. Setilex*, D. 1984 I.R. p. 81 note Michel VASSEUR ; François-Xavier LUCAS « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », op. cit. n° 211 p. 111 estime que « le portage est par essence léonin ».

<sup>763</sup> Le porteur est un « associé factice » pour François-Xavier LUCAS, « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », op. cit. n° 270 p. 140. Contra Patrick SOUMRANI, « le portage d'actions », op. cit. n° 665 p. 423 : la volonté de contrôle du porteur suffit à caractériser l'*affectio societatis*.

<sup>764</sup> Fabien KENDÉRIAN, « la contribution aux pertes sociales », loc. cit. n° 29 p. 634 ; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », op. cit. n° 1512 p. 773 ; Brigitte TREILLE, « les conventions de portage », loc. cit. p. 722 ; Jean-Pierre BERTREL et Michel JEANTIN, « le portage d'actions », loc. cit. p. 683 ; Jean-Pierre BORNET, « convention de portage : le point de vue du banquier », loc. cit. p. 117 ; Dominique SCHMIDT, « les opérations de portage de titres de sociétés », loc. cit. p. 29 ; François-Xavier LUCAS, « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », op. cit. n° 141 p. 74 ; Patrick SOUMRANI, « le portage d'actions », op. cit. n° 117 p. 67 ; Didier MARTIN, « convention de vote, promesses d'achat à prix fixe et conventions de portage », loc. cit. p. 1 ; D. DE TCHAGUINE-SEGURET et H. FRANÇOIS-MARSAL, « portage : la clarification nécessaire », loc. cit. p. 244 ; Yves CHARTIER, « droit des affaires, tome 2, les sociétés commerciales », op. cit. p. 74.

<sup>765</sup> TGI Lille, 28 oct. 1986, jugement *soc. financière de valeur industrielle et de valeurs de banque Vallorind c/ Pollet*, D. 1987 S.C. p. 302 note Michel VASSEUR, RDBB n° 2 1987 p. 55 obs. Michel JEANTIN et Alain VIANDIER, R.S. 1987 p. 600 note Claude WITZ. Même opinion des magistrats commerciaux : T. Com. Nantes, 1<sup>er</sup> juil. 1988, jugement *Martin c/ soc. financières Voltaire et a.*, D. 1991 S.C. p. 37 note Michel VASSEUR, RCom n° 5 1990 p. 207 obs. Charles GOYET.

<sup>766</sup> Cass. com., 24 mai 1994, arrêt *Sdbo c/ M. Chicot*, Bull. civ. IV n° 189, RDBB 1994 n° 44 p. 176 obs. Michel GERMAIN et Marie-Anne FRISON-ROCHE, B.J.S. 1994 § 214 p. 797 note Paul LE CANNU, D. 1994 J. p. 503 note Alain COURET, R.S. 1994 p. 708 note Yves REINHARD, RTD com. 1994 p. 720 chron. Claude CHAMPAUD et Didier DANET, RJDA 10/1994 n° 1034 p. 813, D.S. juil. 1994 n° 141 p. 15 note Hervé LE NABASQUE. Après un arrêt précurseur traitant d'un système ressemblant au portage sans le qualifier de tel : Cass. com., 19 mai 1992, arrêt *soc. Go Int c/ soc. IGF*, B.J.S. juil. 1992 § 250 p. 779 note Paul LE CANNU, RDBB n° 33 de sept.-oct. 1992 n° 2, D.S. oct. 1992 n° 209 p. 12. Pour un engagement

rachat et de vente desdites actions libellées en des termes identiques pour en déduire qu'elle n'avait aucune incidence sur la participation aux pertes et aux bénéfices. Diverses décisions ont confirmé leur validité par la suite<sup>767</sup>. Cette position ne fait pas l'unanimité au sein de la Haute Juridiction puisque la Première Chambre Civile manifeste des réticences<sup>768</sup>.

Une doctrine fragmentaire a conclu au rejet de la sanction des pactes léonins au sujet d'un contrat d'« equity swap » comme pratiquée à l'origine<sup>769</sup>, à savoir une méthode rapide de cession d'une participation sociale. Un établissement de crédit s'en portait acquéreur pour la proposer aussitôt à la revente. Pour l'y inciter en lui évitant toute déconvenue, les parties installaient un mécanisme de transfert de différence entre les deux prix de cession. En cas de rétrocession à un prix minoré par l'établissement de crédit, le vendeur initial s'engageait à lui verser un montant égal à cette différence, comme une ristourne. Si ce prix est supérieur, l'établissement de crédit reverse cette bonification au premier cédant. L'établissement apparaît comme un intermédiaire temporaire plutôt que comme un associé.

Y - L'absence de qualification en clause léonine de par  
l'interprétation stricte de la loi effectuée par la  
jurisprudence.

**326.** Mais indiscutablement, c'est l'application de cette règle par les magistrats qui sera la plus sûrement de nature à faire échapper les « dérivés de crédit » au pacte léonin. Très tôt, la jurisprudence a exigé pour reconnaître une clause léonine que l'exonération ou l'imputation de bénéfice ou de perte soit totale : « *la nullité ne saurait être encourue lorsque l'apport de l'associé reste dans une certaine mesure réellement exposé aux pertes* »<sup>770</sup>. La loi a insérée, dans la description des clauses léonines, les termes

---

unilatéral de rachat : Cass. com., 27 sept. 2005, arrêt *BSA Bourgoin c/ CDR participation*, D. 2005 p. 2681 obs. Alain LIENHARD, D.S. déc. 2005 n° 210 p. 26 note Hervé LÉCUYER et n° 217 p. 35 obs. Joël MONNIER et Henri HOVASSE, B.J.S. janv. 2006 § 13 p. 92 note Alain COURET.

<sup>767</sup> Paris, 2 mai 2003, arrêt *Laurent c/ CRCAM*, O.F. n° 753 du 6 oct. 2003 note Anne CHARVÉRIAT, B.J.S. août-sept. 2003 § 198 p. 945 note Jean-Jacques DAIGRE, ce dernier estime que « *le tribunal a exactement jugé que la convention de portage ..., et résultant de la conclusion d'une vente d'actions assortie de promesses croisées de vente et d'achat de ces mêmes actions, rédigées en termes identiques, ..., échappe aux dispositions de l'article 1844-1 du code civil prohibant les pactes léonins ; que ladite convention ne fait qu'organiser la rétrocession des actions litigieuses, moyennant un prix librement débattu, sans incidence sur la participation aux bénéfices et la contribution aux pertes dans les rapports sociaux* » ; Paris, 22 oct. 1996, arrêt *Gontard c/ Consort Papelier et a.*, B.J.S. janv. 1997 § 3 p. 15 note Paul LE CANNU, D. Aff. n° 8/1997 p. 285, JCP E 1997 I n° 4012 p. 154 chron. Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN, RJDA n° 3/1997 n° 365 p. 229 ; Versailles, 27 fév. 2002, arrêt *Gontard c/ Consorts Papelier et a.*, RJDA 8-9/2002 n° 890 p. 756.

<sup>768</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 av. 1987, arrêt *Lévêque-Houist Jacques c/ Soprega I et a.*, JCP E 1987 II n° 16.644 p. 323 obs. Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN, R.S. 1987 p. 395 obs. Dominique RANDOUX, JCP 1988 II n° 21006 note Michel GERMAIN, RTDC 1987 p. 744 obs. Jacques MESTRE, RDBB 1987 p. 92 obs. Michel JEANTIN et Alain VIANDIER, RTD com. 1988 p. 66 obs. Claude CHAMPAUD et Paul LE FLOCH. Yves GUYON se demande si « *une intervention du législateur ne serait pas souhaitable* » : « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », op. cit. n° 255 p. 378.

<sup>769</sup> Laurent ASSAYA, « validité des opérations d'equity swap au regard de la prohibition des pactes léonins », B.&D. n° 82 de mars-av. 2002 p. 25 ; Frédérique GARROUSTE, « l'equity swap : une version moderne du portage », O.F. n° 664 du 12 nov. 2001 p. 8. Sur l'usage actuel de « l'equity swap » : Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 90 p. 41 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 109.

<sup>770</sup> Cass. req, 9 juil. 1885 préc. Des modalités ne sont pas léonines si un « *apport en espèces risquait d'être absorbé par les pertes, d'une part, et que l'indemnité forfaitaire en cas de dissolution était inférieure à la*

totalité ou totalement pour chaque alternative de la description. Les conséquences ont été tirées : « la stipulation limitant le risque d'un associé à une certaine somme ne prévoit pas une exonération quasi-totale des pertes, et ne confère donc pas une vocation quasi exclusive aux bénéficiaires »<sup>771</sup>. Les « dérivés de crédit » binaires prévoyant le versement d'une somme forfaitaire ne couvrent pas spécifiquement la perte. Et que dire de ceux qui sont spéculatifs ? Si ce « dérivé de crédit » ne couvre pas toutes les parts sociales de l'acheteur de protection, il conservera une exposition au risque.

Ensuite, son domaine d'application a été amoindri pour les cessions de parts sociales et les conventions de portage. Les accords hors du contrat de société lui-même ont été exclus des pactes léonins<sup>772</sup>. La qualification de pacte léonin est réservée aux seuls accords offrant une telle garantie entre associés. Si un tiers l'apport, il n'y a pas d'accord léonin<sup>773</sup>. Ainsi, n'est pas léonin le fait pour un associé de se protéger contre des pertes au moyen d'une assurance<sup>774</sup>. Néanmoins, le commentateur reste réservé car, dans cette affaire, la prime avait été acquittée par un coassocié et la prestation d'assurance tombait dans l'escarcelle du gérant souscripteur si la liquidation de la société dégageait un profit pour l'associé. Les « dérivés de crédit » sont mitonnés en dehors du contrat de société. L'acheteur de protection paye directement la prime au vendeur de protection. Il n'y a pas de tiers bénéficiaire<sup>775</sup>.

La gamme des catégories de personnes aptes à offrir une protection à un associé sans subir les foudres du pacte léonin a été élargie. Un arrêt de la Cour de Cassation<sup>776</sup> approuve le rejet de la qualification de clause léonine pour une clause prévoyant la participation aux résultats sociaux à hauteur de un quart d'un associé tout en garantissant le remboursement du seul montant de l'apport mis à la charge d'un coassocié et non d'un associé<sup>777</sup>. Ainsi, les conditions de reconnaissance d'un pacte léonin deviennent draconiennes.

Les « dérivés de crédit », tous les « dérivés de crédit », sont extérieurs au statut de la société. Ils échappent au caractère léonin du pacte, que l'acheteur de protection soit un associé ou un tiers. Lorsqu'ils concernent le transfert de droits sociaux, les contrats ne sont pas léonins, même accordés par la société émettrice<sup>778</sup>, il en sera de même pour les « dérivés de crédit » envisageant un dénouement physique.

En conclusion, les seules clauses certaines d'être prohibées sont celles adoptées par l'ensemble des associés, lors de la mise en place de la convention statutaire ou extérieurement, qui soumettent directement l'un d'entre eux à la totalité des pertes ou des bénéficiaires ou l'évincer entièrement de toute distribution aux bénéficiaires ou de charge des pertes.

---

*valeur locative de l'usine apportée en jouissance* » : Cass. com., 23 mars 1954, arrêt *soc. des Papeteries de St Antoine et époux Bechade c/ Epoux Jaubert et M. Garnier*, JCP 1954 II n° 8184.

<sup>771</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 16 oct. 1990, arrêt *soc. française de production cinématographique c/ soc. groupement des éditeurs de films*, B.J.S. 1990 n° 330 p. 1029 note Paul LE CANNU. Les magistrats ont expliqué que « seule la limitation des pertes peut être stipulée et non l'exonération totale » : Montpellier, 10 nov. 1992, arrêt *SCI Clinique Haute Vallée de l'Aude c/ Mazon et Garay*, D.S. juin 1993 n° 113 p. 8 note Thierry BONNEAU.

<sup>772</sup> Cass. com., 27 oct. 1981 et 15 juin 1982 préc.

<sup>773</sup> Fabien KENDÉRIAN, « la contribution aux pertes sociales », loc. cit. R.S. p. 690.

<sup>774</sup> Cass. civ., 9 juin 1890, arrêt *soc. Dotta c/ Gallet et a*, S. 1890 p. 305, D.P. 1890 I p. 409 note Marcel PLANIOL.

<sup>775</sup> Un auteur critique le recours à l'assurance car une personne qui n'assume pas les conséquences de son engagement ne se comporte pas comme un véritable associé : Emmanuelle CLAUDEL, « clauses léonines extra-statutaires : les voies d'un compromis », loc. cit. p. 187.

<sup>776</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 29 oct. 1990, arrêt *Prader et a. c/ Brunau-Varilla*, B.J.S. 1990 § 343 p. 1052 note Paul LE CANNU.

<sup>777</sup> Antérieurement, aucune distinction n'était effectuée entre les garants, la société, tous ces membres ou une partie seulement : Cass. req., 14 juin 1882, Cass. civ., 11 juil. 1894 et req., 9 av. 1941 préc.

<sup>778</sup> Paris, 21 fév. 2003, arrêt *Venditi c/ DA Aria Dental Int.*, B.J.S. 2004 § 44 p. 262 ; Stéphane SYLVESTRE, « validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice au souscripteur des titres qu'elle a émis », B.J.S. fév. 2004 chron. n° 28 p. 179.

Tel n'est pas le cas des « dérivés de crédit » qui ne seront pas assimilés à des clauses léonines. Le droit commun des sociétés n'est pas un obstacle juridique à la conclusion d'un « dérivé de crédit » dont le sous-jacent serait une part sociale. Voyons ce qu'il en est des limites propres au dénouement de certains « dérivés de crédit ».

### C. Une limite propre au dénouement de certains « dérivés de crédit ».

**327.** La protection des « dérivés de crédit » s'exécute soit monétairement soit physiquement. Dans les premiers, seules des prestations monétaires transitent entre les parties tandis qu'un transfert de titres sera réalisé dans les seconds. Pour ces derniers, une série de problèmes spécifiques peut survenir de nature à réduire l'efficacité de la couverture. Des contestations peuvent surgir dans le choix des actifs à remettre. Il peut y avoir une impossibilité matérielle ou juridique de les remettre.

#### 1. Les contestations sur la nature des actifs à livrer.

**328.** Le dénouement physique de la protection impose la remise de l'actif protégé à l'acheteur de risque qui en acquitte le prix évalué avant sa dégradation. L'acheteur de protection devra livrer un titre émis par l'entité de référence ou une créance bancaire. Souvent, l'acheteur de protection dispose d'une marge de manœuvre dans la sélection de l'actif à remettre. Il a intérêt, face à plusieurs actifs correspondant aux critères conventionnels, de livrer l'actif le moins coûteux. Souvent, les conventions et confirmations sont rédigées de manière à laisser une certaine latitude à l'acheteur de protection. Deux affaires illustrent ces problèmes.

Dans la première, les acheteurs de protection, établissements de crédit créanciers de l'entreprise CONSECO, avaient passé des « credit default swap » sur leurs créances<sup>779</sup>. Une restructuration de la dette a été négociée avec succès par ces banques à l'initiative du débiteur. La qualité de leurs créances restructurées s'en étaient trouvées rehaussées grâce à l'adjonction de garanties supplémentaires. Ces banques ont obtenu la protection des « dérivés de crédit » après avoir notifié l'événement « restructuration ». Pour le dénouement physique, ces établissements ont acheté sur les marchés et livré des créances de qualité inférieure et d'un terme plus long plutôt que les créances restructurées à l'origine du déclenchement de la protection. Si les vendeurs de protection en furent ulcérés, l'absence d'interdiction dans le contrat laissait ouverte cette opportunité. L'affaire Railtrack<sup>780</sup> a donné lieu à une protection similaire. L'acheteur de protection délivra en échange de la prestation monétaire, au lieu d'obligations simples, des obligations échangeables avec à la clé une économie d'environ 1 million de livres sterling.

Les « dérivés de crédit » laissent le choix discrétionnaire à l'acheteur de protection de déterminer entre plusieurs actifs éligibles celui qu'il entend livrer. Afin de le limiter, il sera judicieux d'encadrer avec précaution les critères de sélection de l'actif. L'ISDA introduit à

---

<sup>779</sup> Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 205 ; Khadija MEDJAOUÏ, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 229.

<sup>780</sup> Qui a donné lieu à décision d'une juridiction britannique : Londres, 13 fév. 2003, arrêt *Nomura c/ CSFB*, B.&D n° 89 mai-juin 2003 p. 32 ; Khadija MEDJAOUÏ, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 237.

présent une dose d'objectivité en renvoyant le soin de fixer la nature des actifs éligibles à livrer au Comité de Détermination.

Ceci démontre que, en matière de « dérivés de crédit », la protection ne porte pas toujours sur l'actif auquel pense le vendeur de risque, ce qui explique le renvoi à un montant notionnel et une entité de référence. Les difficultés de protection peuvent être accrues en raison d'une impossibilité matérielle de transmettre des titres.

## **2. L'impossibilité matérielle de transmission des titres.**

**329.** La livraison d'un actif exige préalablement d'être détenue par celui à qui incombe cet engagement. En matière financière, surtout face à des contrats spéculatifs, c'est rarement le cas lors de la passation de l'accord. Un acheteur de protection installe une protection sur un actif sur lequel il n'est pas en risque en anticipant la survenance du risque de crédit. Ce n'est que si l'hypothèse espérée se réalise qu'il se procurera l'actif sous-jacent avant de le délivrer. Mais pour ce faire, encore faut-il qu'il soit disponible sur le marché. Il peut se trouver en situation de pénurie en raison d'une forte demande. Le prix pour se les procurer peut avoir subi une très forte inflation<sup>781</sup>. Cet argument ne peut pas justifier l'inexécution du « dérivé de crédit » car ce coût n'entre pas dans le giron du « dérivé de crédit ». C'est à la partie concernée d'en faire son affaire et d'en assumer les coûts. Seule une incapacité légale ou technique peut aboutir à une solution de substitution<sup>782</sup>.

L'impossibilité de livrer les titres peut être temporaire. L'Additif Technique de la Fédération Bancaire Française, dans son article 4.2, envisage cette hypothèse. Les causes envisagées sont une réception tardive des sous-jacents à livrer, une erreur administrative ou un problème technique. La solution est d'accorder un délai supplémentaire de 5 jours ouvrés<sup>783</sup>. En dehors de ce cadre, en cas d'incident empêchant la livraison, l'acheteur de protection enverra une notification d'intention de livrer et un justificatif expliquant l'impossibilité de livrer. Face à un empêchement partiel, il remettra les titres en mesure d'être livrés contre le montant équivalent de protection. Il devra s'exécuter dans un délai de 30 jours calendaires après la date de livraison. Ce délai écoulé, il sera procédé au paiement d'un différentiel partiel<sup>784</sup>. Ces règles ne valent que pour les actifs de références négociés dans un système de compensation. Ainsi, l'impossibilité matérielle de dénouement physique du « dérivé de crédit », alors que l'acheteur de protection n'est pas en mesure d'exécuter ses engagements, n'annihile pas la convention et partant la couverture. Si l'acheteur de protection ne peut livrer d'autres titres équivalents, un dénouement monétaire se substituera au dénouement physique. Voyons ce qu'il en est d'obstacles juridiques.

---

<sup>781</sup> Paradoxalement, le prix d'un titre dégradé augmente fortement pour permettre le dénouement physique de l'opération. Lors des faillites des entreprises Parmalat en 2003 et Delphi en 2005, plus la défaillance devenait certaine, plus le prix de leurs obligations augmentait, sachant que les montants de protection dépassaient de loin le montant notionnel d'endettement : Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 45 ; Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », loc. cit. p. 18.

<sup>782</sup> V. l'exemple du défaut de l'Argentine en 2001 pour lequel là encore le règlement par livraison physique des titres de la dette de ce pays avait conduit à un renchérissement des titres : Emmanuelle OLLÉON-ASSOUAN, « technique de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », loc. cit. p. 104.

<sup>783</sup> Art. 4.2.1.3 de l'Annexe Technique Opérations sur Événement de Crédit de la Fédération Bancaire Française.

<sup>784</sup> Art. 4.2.3.3 de l'Annexe Technique Opérations sur Événement de Crédit de la Fédération Bancaire Française.

### **3. La difficulté juridique de cession de certains titres.**

**330.** Ici, la partie tenue de livrer l'actif est physiquement en mesure de le délivrer. Or ils peuvent être juridiquement indisponibles ou plutôt intransmissibles, s'ils sont par exemple grevés de sûreté. La prudence réclame de s'assurer de la liberté de ces titres. L'additif technique énonce que le sous-jacent à livrer sera exempt de tout privilège, sûreté, recours ou autres restrictions susceptibles d'en affecter la libre disposition, ni faire l'objet d'aucune exception ou demande reconventionnelle ou de tout droit de compensation conventionnel ou légal<sup>785</sup>.

L'autre source de difficulté juridique tient à la nature de certains actifs livrables. Les parts sociales sont au centre de ce problème lorsque le dénouement physique imposera leur délivrance. Les formes sociétales ont été multipliées par le législateur tant pour les activités commerciales que rurales, libérales ou professionnelles. L'entrée en société est parfois limitativement autorisée à certaines catégories de personnes. Ainsi, les sociétés d'exercice libéral doivent être détenues pour au moins la moitié du capital social et des droits de vote par des professionnels en exercice au sein de la société. Le complément peut être possédé par des personnes physiques ou morales exerçant la ou les professions constituant l'objet social de la société, des personnes physiques retirées de la profession pendant un délai maximal de 10 ans, les ayants droit de telles personnes dans un délai de 5 ans après leur décès etc<sup>786</sup>. Les sociétés à fort *intuitu personae* ne permettront pas un transfert sans contrainte ni contrôle des parts sociales. L'article 1861 du code civil, sur les sociétés civiles, précise que « *les parts sociales ne peuvent être cédées qu'avec l'agrément de tous les associés* ». Il en détaille le régime juridique, les libertés d'aménagements très limités, ainsi que la procédure à suivre. Même pour des sociétés par actions, sous certaines conditions, si elle n'est pas admise aux négociations sur un marché réglementé, la cession peut être soumise à l'agrément de la société selon l'article L. 228-23 du code de commerce. Ces parts sociales ne sont pas librement transmissibles, soit légalement, soit statutairement. Il est préférable de ne pas envisager de dénouement physique. Il faudra porter attention à ces points lorsqu'une protection avec dénouement physique sera envisagée sur des parts sociales. En pratique, ce risque reste actuellement des plus réduits car ces sociétés ne sont pas la cible actuelle de ces instruments. Mais personne ne peut prédire l'avenir.

**331.** Les « dérivés de crédit », même à travers certains traits communs, montrent bien leurs mécanismes et leur diversité. Une étude détaillée au cas par cas s'avère parfois nécessaire pour vérifier la tangibilité de ces caractéristiques communes. A quelques reprises, il a été montré que le droit commun des contrats souffre d'une éclipse lorsqu'il se heurte aux « dérivés de crédit ». De manière unitaire, ils protègent du risque de crédit, appellation imparfaite pour désigner en réalité le risque de perte de confiance envers une créance, un actif sous-jacent de référence ou un débiteur de référence. Tous types de créances sont susceptibles d'être protégées par un « dérivé de crédit », y compris des actions ou parts sociales. Si les créances sont diverses, le risque de crédit l'est aussi en s'étendant sur le principal et/ou le rendement d'une créance. Il casse le caractère unitaire qu'il peut présenter et explique la

---

<sup>785</sup> Art. 4.2.1 et 4.2.3.1 de l'Annexe Technique Opérations sur Evénement de Crédit de la Fédération Bancaire Française.

<sup>786</sup> Art. 5 de la loi n° 90-1258 du 31 décembre 1990 relative à l'exercice sous forme de sociétés des professions libérales soumises à un statut législatif ou réglementaire ou dont le titre est protégé et aux sociétés de participations financières de professions libérales. Des aménagements peuvent intervenir pour chaque profession par décret en conseil d'état.

variété de « dérivé de crédit » offert aux investisseurs ainsi que la manière différente dont l'aléa de ces conventions peut être compris. Si nombreuses sont les créances à pouvoir être l'objet d'un tel contrat, quelques précautions générales sont à prendre, comme s'assurer qu'aucun écueil juridique ne s'oppose à leur transmission lors de l'exécution d'un dénouement physique. Quelques règles du droit des sociétés français peuvent aussi limiter le champ d'extension des dénouements physiques, même si ce constat ne reste pour l'instant qu'une hypothèse d'école.

Ces explications ont montré que ces « dérivés de crédit » étaient ambivalents : ambivalence de la protection et du risque de crédit, ambivalence de l'aléa, ambivalence de construction, ambivalence de conclusion, de gré à gré ou sur les marchés réglementés, ambivalence d'objectifs, de couverture ou de spéculation etc. Cette perception hétérogène souligne les lignes de fracture entre les « dérivés de crédit » : l'essence du risque de crédit retenu détermine celle de l'aléa adapté à la protection recherchée. Cette appellation commune recèle une très grande diversité qui va évidemment se ressentir dans le travail de qualification qui nous laissera balayer un très grand spectre d'hypothèses.



## **Partie II : Tentative de qualification des « dérivés de crédit » : l'ambivalence confirmée des « dérivés de crédit ».**

**332.** L'objectif de l'étude juridique d'une notion est d'identifier et cerner les règles de droit qui s'y appliquent. La méthodologie impose de cerner le sujet en décortiquant et dépeignant la notion objet de l'attention. Ses caractéristiques déterminantes sont mise à jour ce qui permet de l'individualiser et, plus tard, de la reconnaître. C'est ce que nous venons de commettre avec ces contrats que sont les « dérivés de crédit ». Tout ceci doit permettre de qualifier de la notion afin de lui trouver les dispositions propices. Il sera ainsi procédé à une comparaison avec des catégories juridiques préexistantes dotées d'un corpus de règle préétabli auquel il sera facile de se référer. Bien entendu, il est nécessaire que la notion et la catégorie juridique préétablie détiennent les mêmes caractéristiques principales. Elle profitera alors de l'application de ces normes préconçues. En l'occurrence, les conventions de « dérivés de crédit » sont nées de l'imagination fertile des professionnels de la finance qui se sont très peu soucié de savoir s'il existait déjà des dispositions applicables auxquelles il serait facile de se référer. C'est cette tâche que nous allons nous assigner dans la deuxième partie de ce travail. Les « dérivés de crédit » sont ambivalents. Sous une appellation commune se cachent des mécanismes très différents. Dès lors, il devient possible de raisonner à partir de deux strates différentes : soit à partir de l'ensemble des « dérivés de crédit », soit au niveau de chaque grande branche de la famille des « dérivés de crédit ». C'est exactement la démarche que nous allons suivre. Nous allons d'abord rechercher s'il existe une qualification adapté à tous les « dérivés de crédit » avant de nous engager dans une démarche plus individualiste en envisageant une qualification propre à chaque grande catégorie de cette famille.



## Titre I : Recherche d'une qualification unique à l'ensemble des contrats de « dérivés de crédit ».

**333.** L'objectif premier de cette tâche est de dégager une qualification juridique adaptée à l'ensemble des « dérivés de crédit ». En cas de succès, un régime commun s'appliquerait à tous. Ce faisant, nous allons forcément les rapprocher de certaines qualifications qui possèdent des caractéristiques proches de ces « dérivés de crédit ». Elle sera aussi l'occasion de les différencier lorsqu'elles présenteront des différences rédhibitoire. Evidemment, il sera aussi très facile de mettre en exergue, à travers cette étude, les avantages et inconvénients de chaque terme de la comparaison. Le rejet d'une qualification n'est pas source d'un échec de ce travail, car chaque rejet sera l'occasion d'expliquer ce qui différencie les notions et facilitera la reconnaissance des traits propres des « dérivés de crédit », aidant ainsi un peu plus à les caractériser et à en comprendre la nature pour nous orienter vers la solution adéquate.

**334.** Ce travail sera ici d'autant plus délicat que la sphère juridique est restée à l'extérieur du processus de création des ces outils. Ils ont été créés par les praticiens du monde financier pour répondre à leur besoin ou à ceux exprimés par leurs clients. Si ces outils ont pris la forme de contrat, c'est parce qu'il convenait de matérialiser la construction financière envisagée. Ainsi, issus de la pratique, ils ont pris la forme de contrat presque malgré eux puisque l'approche juridique n'a jamais été inscrite prioritairement dans la réflexion créatrice des financiers. Ainsi, la plupart du temps, leur confrontation juridique avec leur environnement réglementaire et légal n'est intervenue qu'une fois développée et utilisée à plus ou moins grande échelle. C'est pourquoi leur rencontre avec le droit peut leur réserver bien des surprises, pas forcément agréables, surtout en l'accommodant d'un peu de choc des cultures puisque ces instruments émanent du monde anglo-saxon. Ce processus n'est pas nouveau. Certains outils imaginés par des praticiens pour répondre à leurs besoins ont pu échapper à leur créateur. La lettre d'intention, tournée vers le prêteur d'une filiale afin qu'il lui débloque les fonds, était surtout conçu par les sociétés mère comme un engagement peu contraignant de rassurer le prêteur d'une filiale. A présent, chaque juridiction saisie procède à l'analyse minutieuse des termes de la convention. Ils n'ont pas hésité à reconnaître de véritables engagements là où ces sociétés mères se pensaient à l'abri de toute obligation contraignante. Dans leurs pires cauchemars, elles ont été requalifiées en caution avec toutes les implications engendrées. Entre simples paroles rassurantes et nécessité de se substituer au débiteur défaillant, il existe un large fossé que les sociétés mères n'entendaient pas combler. Nos « dérivés de crédit » endurent les mêmes affres. Placés sous le signe de la liberté contractuelle, se heurtant au pouvoir de requalification imposé au juge, ils seront examinés avec un œil neuf mais un esprit embrumé par les dispositions légales reconnues. La présence de caractéristiques communes avec d'autres qualifications pourrait entraîner l'application de règles nullement envisagées par les parties. A cet égard, les qualifications peuvent se départager en deux groupes. Celles qui aboutiraient à l'obligation de modifier la pratique de conclusion des « dérivés de crédit », restreignant par là même indirectement les pratiques qui se sont développées, et celles qui n'ont pas cet effet.



## **Chapitre I : Les qualifications restreignant l'utilisation** **factuelle et actuelle des « dérivés de crédit ».**

**335.** Le postulat selon lequel certaines qualifications modifieraient l'emploi factuel actuel des « dérivés de crédit » concerne la qualité des parties entrant en relation contractuelle. Nous avons vu qu'un grand nombre d'intervenants peuvent passer de tels marchés en tant qu'acheteur ou vendeur de protection : établissements de crédit, investisseurs institutionnels, sociétés d'assurances, gestionnaires de portefeuilles, dans une moindre mesure OPCVM et collectivités publiques, tout type d'entreprises commerciales ou autres etc. Pendant longtemps, la lecture de la matière a révélé que les acteurs majeurs en sont les établissements de crédit pour les raisons évidentes qu'ils en sont les inspireurs et les premiers confrontés au risque de crédit par leur fonction de fournisseur de financement. Sur les premières années des années 2000, une tendance s'est dégagée à la diminution sensible de cette place. Les statistiques publiées par la « British Bankers' Association » en 1997<sup>787</sup> et 2000<sup>788</sup>, incluant des prévisions pour 2000 et 2002, reflètent cet amoindrissement progressif<sup>789</sup>. Ils ont été confirmés par d'autres chiffres montrant une accentuation de la tendance pour 2004<sup>790</sup>. La doctrine annonçait unanimement une diversification toujours plus importante de la gamme des parties prenantes<sup>791</sup> grâce à l'évolution et la maturité des instruments disponibles. Cette tendance devait s'intensifier par l'intervention progressive des

---

<sup>787</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 54 ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 50 et s.

<sup>788</sup> Voir les chiffres des tableaux : Bruno RAVĪS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 98 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 158 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. 2003 p.59 ; Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 54 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 92 et s. ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 50 et s.

<sup>789</sup> La part en pourcentage de conclusion des « dérivés de crédit » en fonction de chaque type d'utilisateur publié par la « British Bankers' Association » en 2000, ce document citant des chiffres pour la fin 1999 (estimation pour 2002) :

- Vendeur de protection ou acheteur de risque : Banque 47 % (38 %), Assurances 23 % (26 %), Maison de titres 16 % (16 %), Hedge funds 5 % (5 %), Fonds de pension 3 % (5 %), Entreprises 3 % (5 %), Agence de crédit au gouvernement et à l'exportation 1% (1%), Mutual funds 2 % (4 %).
- Acheteur de protection ou vendeur de risque : Banque 63 % (51 %), Assurances 7 % (11 %), Maison de titres 18 % (15 %), Hedge funds 3 % (4 %), Fonds de pension 1 % (3 %), Entreprises 6 % (10 %), Agence de crédit au gouvernement et à l'exportation 1% (3 %), Mutual funds 1 % (3 %).

<sup>790</sup> V. les prévisions pour 2004 dans le tableau dressé dans l'ouvrage de Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 p. 218 et les développements généraux p. 217 ; les chiffres de Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 62. Pour des chiffres français : Anne LÉCUYER, « résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », Rev. Sta. Fin. n° 4 de juin 2004 p. 81.

<sup>791</sup> Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. pp. 149 et 158 ; Bruno RAVĪS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. pp. 100 et 102 ; Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. pp. 55 et 59 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 132 ; Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », Rev. Sta. Fin. n° 1 de nov. 2002 p. 69.

attentistes après le constat de leur efficience, leur parfait fonctionnement et leur utilité, mais aussi par l'acceptation très large de la notion de créance qui étire toujours plus les besoins couverts et le potentiel des intervenants susceptibles d'être intéressés. Avec la crise, la tendance s'est inversée. Les établissements de crédit ont fortement accru leur place<sup>792</sup>.

**336.** Néanmoins, en germe, tout à chacun, sous respect de certaines contraintes spécifiques à certains acteurs, peut conclure un « dérivé de crédit » avec tout à chacun : banque avec banque, banque avec entreprise, maison de titres avec entreprises, entreprise avec entreprise, maison de titres avec assurance, banque avec assurance, assurance avec assurance, etc., avec l'aide si nécessaire d'une ingénierie financière. Jusqu'à présent, ces contrats, soumis à la loi de l'autonomie de la volonté des parties, à la liberté contractuelle, ne se sont finalement guère préoccupés de la prise en compte de la qualité des contreparties, sauf en ce qui concerne leur capacité à contracter. Or certaines qualifications limiteraient cette très grande latitude de choix. C'est le cas lorsqu'une qualification ne réserve qu'à une ou plusieurs partie(s) dotée(s) d'une qualité spécifique le droit de recourir à un instrument juridique. Ce sont les qualifications soumises à un monopole. Nous les aborderons dans une première section.

**337.** Toute liberté contractuelle est illusoire si la convention ne débouche pas sur l'exécution des engagements. Elle est chimérique si elle laisse l'une modifier unilatéralement, au mépris de son partenaire, les obligations souscrites. C'est pourquoi le droit français dote les contrats d'une force obligatoire contraignante grâce à l'article 1134 du code civil : « *les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites* ». Mais il envisage aussi une qualification qui vide de sa substance cette force obligatoire. Elle engendre consciemment et volontairement une insécurité juridique. En permettant aux contractants d'un « dérivé de crédit » valablement formé de l'exécuter ou non selon leur seul bon vouloir, cette qualification de jeux et paris est de nature à remettre en cause la pertinence de l'existence même des « dérivés de crédit ». Nous l'étudierons dans une deuxième section.

---

<sup>792</sup> Rama CONT, « credit default swaps et stabilité financière », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 42 relève que sur le marché américain, « *les cinq plus grandes banques commerciales traitent plus de 90 % des montants notionnels bruts* ». L'étroitesse de ce marché était malgré tout soulignée avant la crise : Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. 287.

Section I : Les qualifications restreignant la liberté  
d'emploi des « dérivés de crédit » par toute partie  
en raison de leur qualité : les atteintes à un  
monopole.

**338.** Le contraste est grand entre liberté contractuelle totale et monopole. Dans un système défendant la liberté contractuelle, l'installation de monopole doit normalement rester exceptionnelle. Le monopole provient d'une disposition législative attribuant à une personne, physique ou morale, ou à une catégorie de personnes se trouvant dans une situation similaire, le droit exclusif de réaliser certaines opérations. Les sujets de droit hors de ces groupes se voient formellement interdire l'accomplissement d'actes identiques. Ces dérogations à la liberté sont justifiées par la volonté de défendre le public, protection qui ne peut se réaliser que par l'introduction de contraintes très astreignantes. A l'inverse, elles peuvent être motivées par l'esprit de récompense d'un sujet pour son activité, comme l'exploitation exclusive accordée au titulaire d'un brevet d'invention qui a contribué au progrès technique et l'amélioration de la société en divulguant son invention.

Un bref regard sur la liste des utilisateurs des « dérivés de crédit » montre que deux catégories d'intervenants profitent d'un monopole : les établissements de crédit et les assureurs. Les « dérivés de crédit » ne relèveraient-ils pas d'activités protégées par ces monopoles ? Nous allons le vérifier tour à tour.

§ I - La qualification en opération de banque et le monopole du banquier.

**339.** L'opération de banque et le monopole subséquent des établissements de crédit s'imposent immédiatement à l'esprit car ils en sont les initiateurs. La notion de crédit est traditionnellement associée à leur activité. Ils en sont les principaux utilisateurs. Nous entamerons l'étude de ce sujet par l'étude de ce monopole organisé par les textes. Ils explicitent les opérations qui entrent techniquement dans ce champ d'application. Nous reviendrons sur les activités exercées par les établissements de crédit pour déterminer si des connexions peuvent se faire entre ces activités et les « dérivés de crédit ». Avant, nous retracerons les enjeux et conséquences juridiques de la soumission des « dérivés de crédit » au monopole des « opérations de banque ».

## A. Les enjeux de l'entrée « des dérivés de crédit » dans le giron du banquier.

**340.** L'efficacité du monopole lui impose d'être contraignant afin que tous s'astreignent à le respecter. Pour cela, il est souvent accompagné de sanctions. Ce sont ces sanctions qui seront encourues par les contractants d'un « dérivé de crédit » s'ils s'avèrent qu'ils sont des « opérations de banque ». Nous reviendrons dans un premier temps sur ces sanctions. Ensuite, la portée et la dureté du monopole bancaire nous semble devoir être atténuée en matière de « dérivé de crédit ». C'est ce que nous verrons dans un second temps.

### 1. Les sanctions du monopole.

**341.** Le fondement des sanctions du monopole repose sur une prohibition contenue par l'article L. 511-5 du code monétaire et financier<sup>793</sup> qui interdit « à toute personne autre qu'un établissement de crédit d'effectuer des opérations de banque à titre habituel ». Elle attribue un rôle pivot de la notion d'« opération de banque » puisque ce sont leurs réalisations qui sont proscrites par tout autre acteur qu'un établissement de crédit. Toute interdiction dénuée de sanction n'a qu'une force incantatoire. Elles sont évidemment présentes tant sur un plan pénal que civil. Des doutes entourent les sanctions civiles. Avant la grande loi bancaire de 1984, le législateur était resté silencieux. La Cour de Cassation n'avait pas voulu suppléer à cette carence se refusait d'en prononcer une<sup>794</sup>. Depuis cette loi, quelques décisions ont décidé de la nullité des « opérations de banque » effectuées en transgression du monopole<sup>795</sup>. Une opération de banque effectuée sans qu'aucune des parties ne soit un établissement de crédit encourt l'annulation. Placé sous ce monopole, les « dérivés de crédit » risquent l'annulation si l'une des parties n'est pas un établissement de crédit. A ce propos, nous devons commettre une parenthèse. Les établissements de crédit doivent obtenir un agrément des autorités compétentes pour chaque catégorie d'opération de banque qu'il se propose de réaliser. L'absence d'agrément empêche l'exercice de l'activité. La question du sort à réserver aux opérations passées par ces établissements de crédit dénués d'agrément s'est posée ? Dans un premier temps, la nullité fut retenue<sup>796</sup>. Ainsi, s'il est une opération de

<sup>793</sup> Ancien art. 10 de la loi n° 84-46 du 24 janv. 1984 relative à l'activité et contrôle des établissements de crédit.

<sup>794</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 13 oct. 1982, arrêt *Mutuelle générale de France c/ Fournou syndic de la liquidation des biens des époux Gey et a.*, Bull. civ. I n° 286 p. 246, JCP 1983 IV p. 1, RTD com. 1983 p. 261 obs. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, D. 1983 I.R. p. 186 note Michel VASSEUR ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 fév. 1993, JCP E 1993 chron. I n° 302 p. 609 n° 2 de Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, RDBB n° 37 de mai-juin 1993 p. 126 obs. Francis J. CREDOT et Yves GERARD.

<sup>795</sup> Cass. com., 19 nov. 1991, arrêt *Lejeune c/ soc. DPM*, Bull. civ. IV n° 347 p. 241, D. 1992 I.R. p. 33, RJDA 1991 p. 839 concl. du Conseiller à la Cour Pierre LECLERCQ et n° 1053 p. 885, JCP E 1992 I n° 154 p. 276 obs. Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, D. 1993 S.C. p. 53 note Michel VASSEUR, con. conc. cons. fév. 1992 n° 27 p. 13 obs. Laurent LEVENEUR, RTD com. 1992 p. 426 n° 9 obs. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, B. n° 526 av. 1992 p. 426 note Jean-Louis RIVES-LANGE, RDBB n° 31 mai-juin 1992 p. 111 obs. Francis J. CREDOT et Yves GÉRARD ; Cass. com., 27 fév. 1996, arrêt *Sarl DAM c/ Cuvelier*, D. Aff. n° 48/1996 p. 552 n° 6 ; Cass. com., 2 juil. 2002, arrêt *soc. Fortis Banque c/ époux Choquet*, BJBPF nov.-déc. 2002 § 99. p. 557 note Jean-Paul DELVILLE.

<sup>796</sup> Cass. com., 20 oct. 1998, arrêts *SCP Parodi c/ soc. Banque H. Albert de BARY et Cie* et *Epoux SEYE c/ banque IPPA*, Bull. civ. IV n° 246 p. 204, RDBB n° 70 nov.-déc. 1998 p. 224 chron. Francis J. CRÉDOT

banque, le « dérivé de crédit » doit non seulement être organisé par un établissement de crédit, mais en plus l'être par un établissement de crédit détenteur de l'agrément adéquat. Aujourd'hui, ce risque est minimisé car le défaut d'agrément n'est plus sanctionné par la nullité<sup>797</sup>.

**342.** Sur le plan pénal<sup>798</sup>, le code monétaire et financier, par l'article L. 571-3, réprime les personnes physiques enfreignant la prohibition de l'article L. 511-5 de 3 ans d'emprisonnement et 375 000 € d'amende. L'article L. 571-1 n'épargne pas les personnes morales en renvoyant aux modalités des articles 131-38 et 131-39 du code pénal. Le taux maximal de l'amende peut être multiplié au quintuple de celle prévue pour les personnes physiques, soit 1 875 000 €. De plus, toute une palette de sanctions complémentaires est envisagée. La plus grave, celle de la dissolution, est applicable. Elle ne peut être prononcée pour une personne morale que lorsqu'une sanction de trois ans d'emprisonnement est encourue par une personne physique auteur de l'infraction<sup>799</sup>. Les juridictions peuvent choisir d'infliger à titre définitif ou pour une durée de cinq ans au plus des peines d'interdiction d'exercer directement ou indirectement une ou plusieurs activités. L'article L 571-1 impose de la faire porter obligatoirement sur l'activité à l'occasion de laquelle la violation du monopole est commise. La seule fermeture du ou des établissements de l'entreprise qui ont commis la faute peut être choisie.

---

et Yves GÉRARD, D. 1999 J. p. 10 note Blanche SOUSI, D. Aff. 1999 p. 69, RTD com. 1999 p. 166 obs. Michel CABRILLAC ; Cass. com., 27 fév. 2001, arrêt *Bouvier c/ Bressan*, RDBF mars-av. 2001 n° 39 p. 73 note Francis J. CRÉDOT et Yves GÉRARD ; Cass. com., 9 oct. 2001, arrêt *J. Thomas c/ SA de droit Belge Caisse hypothécaire Anversoise*, RDBF n° 6 nov.-déc. 2001 n° 216 p. 343 note Francis J. CRÉDOT et Yves GÉRARD ; Reims, 3 nov. 2004, arrêt *Lefevre c/ Banque générale du Luxembourg*, JCP E 2005 n° 1000 p. 1111, Jurisdata n° 2004-266303.

<sup>797</sup> Cass. Ass. Plén., 4 mars 2005, arrêt *van Haare c/ Axa Bank*, Bull. civ. A.P. n° 2 p. 3, D. 2005 A.J. p. 836 obs. Xavier DELPECH et tribune de Blanche SOUSI p. 785, JCP 2005 IV 1811 p. 749 et II n° 10062 p. 903 note Régis de GOUTTES, BRDA 07/05 n° 18 p. 9, JCP E 2005 n° 690 p. 766 note Thierry BONNEAU, P.A. n° 119 du 8 juin 2005 p. 15 note Marie-Martine VEVERKA, RTD com. 2005 p. 400 chron. Dominique LEGEAI, RDBF n° 3 de mai-juin 2005 p. 48 com. de Jean STOUFFLET et n° 4 de juil.-août 2005 n° 118 p. 11 chron. Francis J. CRÉDOT, RDC 04/2005 p. 1046 obs. Marie Anne FRISON-ROCHE, Rev. Dr. Pat. n° 143 déc. 2005 p. 97 obs. Jean Pierre MATTOUT et André PRÜM. Voir depuis : Cass. com., 7 juin 2005, arrêt *SCI chemin de Crouy c/ Fortis banque*, D. 2005 A.J. p. 1694, RTD com. 2005 p. 574 note Dominique LEGEAI, RJDA 10/05 n° 1138 p. 990 ; Cass. com., 31 oct. 2006, arrêt *SA centea c/ Aubin*, RDBF n° 1 janv.-fév. 2007 n° 2 p. 9 note Francis J. CRÉDOT et Thierry SAMIN ; Cass. com., 24 av. 2007, arrêt *soc. SII c/ Caisse d'épargne et de prévoyance du Languedoc-Roussillon*, Bull. civ. IV n° 110 p. 124, D. 2007 A.J. p. 1417 obs. Valérie AVENA-ROBERDET, RLDC n° 39 de juin 2007 n° 2552 obs. Sidonie DOIREAU ; Cass. com., 28 nov. 2006, arrêt *soc. Axa Bank, venant aux droits de la caisse hypothécaire anversoise (ANHYP) c/ conjoints Leriche*, Bull. civ. IV n° 230 p. 253, D. 2007 A.J. p. 13 obs. Valérie AVENA-ROBERDET et pan. p. 755 obs. R. Martin DIDIER et Hervé SYNDET, P.A. n° 51 du 12 mars 2007 p. 10 note Marie-Elisabeth MATHIEU, B.&D. n° 112 de mars-av. 2007 p. 30 note Thierry BONNEAU, JCP E 2007 n° 1082, RDBF n° 1 de janv.-fév. 2007 n° 2 p. 9 obs. Francis J. CRÉDOT et Thierry SAMIN, RTD com. 2007 p. 209 n° 8 chron. Dominique LEGEAI, RLDA n° 13 de fév. 2007 p. 42 obs. Sophie NAHON ; Cass. com., 3 juil. 2007, arrêt *Communauté intercommunale des villes solidaires c/ soc. Christiana Finance*, Bull. civ. IV n° 182 p. 209, D. 2007 A.J. p. 2029 note V. AVENA-ROBERDET, RTD com. 2007 p. 815 n° 4 obs. Dominique LEGEAI ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 31 janv. 2008, arrêt *M<sup>me</sup> Y et a. c/ soc. Cazorla et C<sup>ie</sup> et a.*, Bull. civ. I n° 31 p. 24, P.A. n° 73 du 10 av. 2008 p. 18 note Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE. Sur cette question : Antoine RICARD, « à défaut d'agrément, les opérations bancaires, financières et d'assurance doivent-elles subir le même sort ? », RDBF nov.-déc. 2009 n° 37 p. 40.

<sup>798</sup> Isabelle BON-GARCIN et Mariano PASUT, « établissement de crédit et entreprises d'investissements », J.-Cl. Pén. annexes ; Bruno DONDERO, « l'activité non autorisée de banque et de placement financier », Lamy Dr. Pén. Aff. 2011 n° 841.

<sup>799</sup> Depuis la loi n° 2001-504 du 12 juin 2001 tendant à renforcer la prévention et la répression des mouvements sectaires portant atteinte aux droits de l'homme et aux libertés fondamentales, J.O.R.F. n° 135 du 13 juin 2001 p. 9337. Précédemment la dissolution n'était envisageable que si la personne physique pouvait être soumise à une peine de 5 ans d'emprisonnement.

**343.** L'exercice illégal de la profession de banquier peut avoir causé des préjudices personnels à des particuliers. En cas de condamnation pénale, ils sont recevables à exercer une action civile<sup>800</sup>. De plus, celui qui a enfreint le monopole peut se voir sanctionner au titre du non-respect des dispositions du prêt. Sont visés en particuliers les articles L. 313-1 et L. 313-2 du code de la consommation relatifs à la mention expresse dans le contrat écrit de prêt du taux annuel effectif global<sup>801</sup>. Chaque obligation non-respectée par ce contrevenant au monopole bancaire devient susceptible d'être punie en propre en sus de la condamnation pour l'infraction du monopole bancaire. En outre, en cas d'exercice illicite d'une activité bancaire par une entreprise en violation du monopole, la loi autorise la nomination d'un liquidateur de l'entreprise qui se verra transférer l'ensemble des pouvoirs de cette personne morale<sup>802</sup>. Ces précisions mettent en lumière toutes les implications de ce travail de qualification. Si les « dérivés de crédit » sont des opérations de banque, tous ceux qui violent le monopole bancaire sont passibles de l'ensemble de ces sanctions. Néanmoins, il convient de relativiser quelque peu l'importance du débat.

## **2. Atténuation à la portée du monopole bancaire.**

**344.** Deux remarques atténuent la force du monopole bancaire au regard des « dérivés de crédit ». La loi octroie des exceptions à certaines personnes morales qui se trouvent alors en mesure d'accomplir des opérations de banques<sup>803</sup>. Ces exceptions limitativement inventoriées les font échapper aux règles de sanction de la violation de ce monopole. Ces dérogations se teintent d'une coloration sociale. Ainsi en est-il des prêts à conditions préférentielles accordés à certains « ressortissants » par des organismes sans but lucratif sur leurs ressources propres lorsqu'elles le font dans le cadre de leur mission pour des motifs d'ordre social ou encore des avances sur salaires ou des prêts à caractère exceptionnel pour des raisons d'ordre social par des entreprises. D'autres tiennent à la vie des affaires, comme les relations de trésorerie entre entreprises d'un même groupe ou les délais ou avances de paiement faites en faveur d'un contractant dans l'exercice d'une activité professionnelle<sup>804</sup>. Ensuite, à supposer qu'ils soient qualifiés d'opération de banque, tous les « dérivés de crédit » conclus hors la présence d'un établissement de crédit ne tomberaient pas forcément sous le coup de l'infraction explicitée de l'exercice illégal de la profession de banquier. Elle répond à la réunion d'exigences contraignantes indispensables posées par la jurisprudence. L'activité reprochée doit se faire avec habitude. Elle s'aborde de manière légèrement différente des

<sup>800</sup> Cass. crim., 3 juin 2004, arrêt *Auchabie et a. c/ Blanchet et Doumergue*, Bull. crim. n° 147 p. 550, JCP E 2004 pan. rap. n° 1157 p. 1271, D. 2004 J. p. 2782 note Bruno DONDERO, B.&D. n° 97 sept.-oct. 2004 p. 81 note Thierry BONNEAU. Par le passé, la jurisprudence ne l'admettait pas : Cass. crim., 9 mai 1972, arrêt *Lamignon*, Bull. crim. n° 158 p. 397, RTDC 1972 p. 426 obs. Georges DURRY.

<sup>801</sup> Pau, 8 juil. 2004, JCP 2004 IV n° 3543 p. 2392.

<sup>802</sup> Art. L. 613-22 du CMF (ancien art. 46 de la loi n° 84-46 du 24 janv. 1984). La procédure s'applique pour toute violation du monopole. Les entités ne disposent pas de l'agrément ou outrepassent ceux obtenus pour accomplir des opérations fermées pour lesquelles les démarches nécessaires n'ont pas été accomplies. Toute une gamme de sanction allant de l'avertissement à la radiation peut être prononcée par la Commission Bancaire grâce à l'art. L. 613-21 du CMF (ex. art. 45 de la loi préc.).

<sup>803</sup> Aux art. L. 511-6 et L. 511-7 du CMF, anciens art. 11 et 12 de la loi bancaire préc.

<sup>804</sup> Frédéric PELTIER et Édouard FERNANDEZ-BOLLO, « structures, réglementation et contrôle public des professions bancaires : structures et conditions d'accès », J.-Cl. B. fasc. 50 n° 21 et s. pp. 10 et s. ; Jean-Louis RIVES-LANGE et Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « droit bancaire », précis Dalloz 6<sup>ème</sup> édition 1995 n° 39 p. 33 ; Jean Louis RIVES-LANGE et Daniel OHL, « monopole bancaire et liberté : la loi du 24/01/1984 permet-elle d'effectuer des opérations de banque sans être établissement de crédit », Rev. B. n° 450 de mai 1985 p. 439 ; Christian MOULY, « les contrats bancaires dans un groupe de sociétés », P.A. n° 14 du 2 fév. 1994 p. 10.

autres branches du droit. Elle doit non seulement s'effectuer de manière répétée, condition normalement suffisante à caractériser l'habitude, mais aussi s'adresser à l'égard d'au moins deux personnes, ce qui introduit l'exigence d'une « diffusion » de l'activité auprès du public<sup>805</sup>. Des opérations de « dérivés de crédit » isolées et confidentielles seraient sauvées. Ensuite, des dérogations sont admises pour répondre aux besoins de la vie des affaires. Une très grande souplesse est introduite en faveur des sociétés et groupe de sociétés<sup>806</sup> grâce à des permissions glissées dans l'article L. 511-7 du code monétaire et financier. La jurisprudence s'est parfois montrée extensive<sup>807</sup>. Elle a ainsi accepté de placer sous la protection dérogatoire de cet article une opération qui n'était pourtant pas expressément citée, celle du cautionnement pour moitié d'un prêt bancaire par un fournisseur en faveur d'un détaillant. Ce prêt devait financer l'installation matérielle du détaillant<sup>808</sup>. Elle a considéré que puisque ce montage était « *non purement financier, il n'était que le complément indissociable du contrat d'approvisionnement exclusif, entrant dans l'activité commerciale ordinaire du détaillant, et se trouvant en conséquence permis par l'article L. 511-7, 1.* ». Cette solution serait de nature à sauver des « dérivés de crédit », classés dans les opérations de banque, lorsque leur mise en place répondrait à un objectif commercial et pas uniquement financier. En revanche, elle n'exonérerait pas les entreprises déconnectées de toute opération sous-jacente qui serait purement spéculatif et financier. Voyons maintenant si les « dérivés de crédit » peuvent s'affirmer comme des opérations de banques.

## B. Les « dérivés de crédit » et les activités exercées par les établissements de crédit.

**345.** Les activités protégées par le monopole des établissements de crédit sont désignées par la loi sous le terme générique d' « opération de banque »<sup>809</sup>. L'article L. 511-1 du code monétaire et financier<sup>810</sup> décrit les établissements de crédit comme « *des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque* ». Nous nous arrêterons à la nature de ces opérations de banque. Mais pas uniquement car la loi consent aussi aux banques le droit d'accomplir certaines opérations hors « opération de banque ». Elles sont dépourvues de toute protection. Concentré sur le monopole, il semblerait futile de s'intéresser à cette seconde catégorie d'activité. Néanmoins, elle peut s'avérer constructive s'il s'avérait que les « dérivés de crédit » peuvent s'intégrer à cette deuxième activité. Dans ce cas, ils seraient, comme ces opérations, exclus du monopole.

<sup>805</sup> Cass. crim., 2 mai 1994, arrêt *Lepercq et Sabureau*, Bull. crim. n° 158 p. 361, JCP E 1994 pan. act. n° 985 p. 331, JCP E 1995 I n° 463 n° 5 obs. Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET ; Cass. crim., 5 fév. 1995, RDBF n° 48 de mars-av. 1995 p. 77 obs. Francis J. CREDOT et Yves GÉRARD ; Cass. com., 3 déc. 2002, arrêt *M<sup>me</sup> Desideri c/ consorts Multedo*, Bull. civ. IV n° 182 p. 209, JCP E 2003 J. n° 853 p. 953 note Bruno DONDERO, B.&D. n° 89 de mai-juin 2003 p. 55 note Thierry BONNEAU, RTD com. 2003 p. 344 n° 5 obs. Dominique LEGEAIS, D. 2003 A.J. p. 2002, JCP E 2003 pan. rap. n° 160 p. 199, RDBF n° 2 de mars-av. 2003 n° 58 p. 91 note Francis J. CRÉDOT et Yves GÉRARD.

<sup>806</sup> Alain VIANDIER, « les opérations financières au sein de groupes de sociétés (études de deux confirmations récentes) », JCP C.I. 1985 II n° 14.447 p. 177 ; Christian GAVALDA, « les crédits dits intragroupes », RDBB n° 27 de sept.-oct. 1991 p. 168.

<sup>807</sup> Paris, 22 mai 2003, arrêt *Cruchon c/ SA Blanchet*, BRDA 02/2004 p. 9.

<sup>808</sup> Cette solution est en conformité avec une réponse ministérielle DOLLO, voir J.O. Assemblée Nationale du 17 mars 1986 p. 1067.

<sup>809</sup> Notion « *clé de voûte* » selon Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIE, « la loi relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédits », RTD com. 1984 p. 307.

<sup>810</sup> Ancien premier al. de l'art. 1 de la loi n° 84-46 du 24 janv. 1984 relative à l'activité et contrôle des établissements de crédit.

## 1. Les « dérivés de crédit » et les opérations encadrées par le monopole bancaire.

**346.** La liste des instruments constitutifs des opérations de banque trouve son siège à l'article L. 311-1 du code monétaire et financier<sup>811</sup>. Au nombre de trois, il cite : « *la réception de fonds du public, les opérations de crédit, ainsi que la mise à la disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement* ». Des articles postérieurs explicitent chaque point de cette liste. Les moyens de paiement<sup>812</sup> sont toutes les méthodes, quel que soit le support envisagé, matériel ou non, qui permettent à quiconque de transférer des fonds, tels que les espèces, les chèques, le virement, les cartes de crédit etc. La distinction d'avec les « dérivés de crédit » se réalise très aisément car ils sont des instruments de transfert de risque et non de transfert de fonds. Les deux autres méritent de plus amples éclaircissements.

### a. La réception de fonds du public.

**347.** L'article L. 312-2 du code monétaire et financier<sup>813</sup> explique que ce sont « *les fonds qu'une personne recueille d'un tiers, notamment sous forme de dépôts, avec le droit d'en disposer pour son propre compte, mais à charge pour elle de les restituer* ». La définition générale donnée des « dérivés de crédit » est qu'ils sont des contrats entraînant un ou plusieurs versements définitifs de sommes d'argent d'importance variable et non équilibrée entre deux parties ayant pour objectif de compenser l'éventuelle survenance d'une perte pécuniaire totale ou partielle dans le recouvrement ou dans le rendement qui est attendu d'une créance par son propriétaire suite à la survenance d'un événement ou d'une variation de crédit sans interférence entre les deux accords se côtoyant en la personne du créancier du financement. Il n'y a aucun risque d'associer ces contrats de « dérivés de crédit » à la réception de fonds du public. Ils n'ont pas pour objet de recueillir des sommes apportées par un tiers. Un tiers doit se comprendre comme une personne distincte de celle qui réceptionne les fonds, c'est à dire du banquier. Il devra restituer ces sommes d'argent au tiers à sa demande. Cela n'en fait pas pour autant une exacte duplication du contrat de dépôt proposé par le code civil. Le banquier, durant tout le temps pendant lequel il aura ces sommes entre ses mains, c'est-à-dire du moment de la perception jusqu'à la restitution, pourra en disposer pour son propre compte<sup>814</sup>. De multiples conventions autres que le dépôt peuvent être à l'origine de la réception des fonds par l'établissement de crédit<sup>815</sup>. Enfin, la volonté des

---

<sup>811</sup> Ancien art. 1<sup>er</sup> al. 2 de la loi du 24 janv. 1984 préc.

<sup>812</sup> L'art. L. 311-3 du CMF, ancien art. 4 de la loi du 24 janv. 1984 préc.

<sup>813</sup> Ex art. 2 de la loi du 24 janv. 1984 préc.

<sup>814</sup> Frédéric PELTIER et Édouard FERNANDEZ-BOLLO, « structures, réglementation et contrôle public des professions bancaires : structures et conditions d'accès », J.-Cl. B. fasc. 50 n° 11 p. 7 ; Jean STOUFFLET, « le monopole des banques quant à la réception de fonds en dépôt », études de droit commercial à la mémoire de Henri CABRILLAC, Librairies techniques 1968 p. 443.

<sup>815</sup> Thierry BONNEAU, « droit bancaire », Montchrestien, collection Domat droit privé, 8<sup>ème</sup> édition 2009 n° 45 p. 43 ; Jean-Louis RIVES-LANGE et Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « droit bancaire », op. cit. n° 29 p. 28 ; Stéphane PIEDELIÈVRE, « droit bancaire », PUF 2003 n° 35 p. 36.

parties n'est pas d'organiser la « conservation de la chose »<sup>816</sup>, ce qui explique l'instauration de mécanismes de protections particuliers. Si les « dérivés de crédit » donnent lieu à des réceptions de sommes d'argent, puisqu'au minimum, l'acheteur de risque reçoit les primes, ces versements se font à titre définitif. Les parties n'ont aucune obligation de restitution. Seul le « credit linked notes » déroge à ces affirmations. Ils réceptionnent des fonds provenant de tiers grâce à l'émission de titres ou d'obligations. L'acheteur de protection peut user des fonds à sa convenance. Il doit les restituer à l'échéance des stipulations contractuelles. Mais il le fait en tant qu'emprunteur et non en tant que collecteur de fonds. Le « credit linked notes » serait de toute façon bien isolé dans ce cas, insuffisant à permettre une qualification commune à tous les « dérivés de crédit ». Voyons ce qu'il en est des opérations de crédit.

#### b. Les opérations de crédit.

**348.** Les « opérations de crédit » sont des contrats à titre onéreux, selon les prévisions de la loi<sup>817</sup>, comme le sont nos conventions de « dérivés de crédit ». Elles sont tout acte par lequel une personne promet ou met à disposition, de manière onéreuse, des fonds à l'égard d'une autre personne. Elles impliquent nécessairement, à un moment ou à un autre, le remboursement des fonds. Apparemment, les opérations de crédit n'ont aucune parenté avec nos instruments qui n'ont pas vocation à mettre à disposition de tiers des fonds. Nous insistons encore sur cette idée, mais les échanges de sommes d'argent réalisés lors de l'exécution d'un « dérivés de crédit » se font à titre définitif. Néanmoins, comme précédemment, le « credit linked note » semble déroger à ce constat. La notion d'opération de crédit recoupe diverses opérations juridiques. La doctrine énonce les avances, découverts, escomptes et prêts<sup>818</sup>. Le « credit linked notes » pourrait être qualifié de prêt<sup>819</sup> et être soumis au monopole bancaire. Néanmoins, ce serait mépriser la nature profonde de ce type de prêt qui se réalise sous la forme de titres et d'emprunts obligataires. Ces formes symbolisent la désintermédiation des marchés financiers. Elle autorise les acteurs économiques à solliciter directement auprès des marchés financiers les fonds dont ils ont besoin. Soumettre ces emprunts par obligations au monopole bancaire reviendrait à abjurer la désintermédiation alors vidée de toute efficacité et signification. Aujourd'hui, cette désintermédiation est toujours d'actualité car le législateur a infligé une dérogation au monopole bancaire. L'article L. 511-7 du code monétaire et financier<sup>820</sup> précise que le monopole bancaire ne fait pas obstacle « à ce qu'une entreprise, quelle que soit sa nature, puisse : (...) 4° Émettre des titres financiers ». Le « credit linked note » échappera ce faisant au monopole bancaire en vertu de cette disposition spécifique.

**349.** Les opérations de crédit ne se réduisent pas uniquement à celles qui fournissent directement des fonds. Elles sont des engagements par signature que sont l'aval, le

---

<sup>816</sup> Stéphane PIEDELIÈVRE, « droit bancaire », op. cit. n° 35 p. 36 ; Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », édition Litec, 7<sup>ème</sup> édition 2008 n° 28 p. 20.

<sup>817</sup> Exigence contrôlée par les magistrats : Paris, 14 av. 1999, arrêt *Theuillon c/ soc. Yacco*, RJDA 8-9/1999 n° 981 p. 777, D. 2000 S.C. p. 456 obs. Hervé SYNVERT ; Paris, 5 av. 2002, arrêt *le Cheval Blanc c/ Blanchet*, D. 2002 S.C. p. 3005 obs. Didier FERRIER.

<sup>818</sup> Frédéric PELTIER et Édouard FERNANDEZ-BOLLO, « structures, réglementation et contrôle public des professions bancaires : structures et conditions d'accès », J.-Cl. B. fasc. 50 n° 12 p. 8 ; Bruno DONDERO, « l'activité non autorisée de banque et de placement financier », Lamy Dr. Pén. Aff. 2011 n° 850 ; Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », op. cit. n° 35 p. 22.

<sup>819</sup> V. supra § 51 et 156.

<sup>820</sup> Ancien art. 12 de la loi du 24 janv. 1984 préc.

cautionnement, une garantie. Il n'y a pas de confusion avec les deux premières catégories. La caution est une personne qui s'engage envers un créancier à remplir l'obligation du débiteur principal pour le cas où celui-ci n'y aurait pas lui-même satisfait. Les buts et les structures des « dérivés de crédit » sont plus différents d'une caution. La définition générale ne renvoi en rien à un engagement personnel de se substituer à un débiteur. Les « dérivés sur variations » de crédit n'y ressemblent en rien. L'aval est un engagement cambiaire par lequel celui qui y consent s'engage à payer le montant d'un effet de commerce dont l'un des signataires est défaillant. Tel n'est pas le cas des « dérivés de crédit » dont l'action dépasse les seuls effets de commerce. Les vendeurs de protection n'agissent pas pour conforter les signataires d'un tel effet. Ils ne se confondent pas non plus avec l'aval.

**350.** En revanche, écarter immédiatement la proximité avec une garantie est plus délicat. La garantie se compose de tous « *moyens juridiques permettant de garantir le créancier contre le risque d'insolvabilité du débiteur ; en ce sens, synonyme de sûreté* »<sup>821</sup>. C'est ce qu'autorisent les « dérivés de crédit ». Néanmoins, la protection offerte n'est pas toujours asservie à la défaillance du débiteur. Ils luttent contre le risque de dégradation de rendement d'une créance rémunéré par un taux d'intérêt variable. Cette baisse résulte du fonctionnement normal du marché et non de la défaillance du débiteur. D'autres prennent le terme de garantie comme l'équivalent de garantie autonome<sup>822</sup>. Elle est un « *engagement souscrit par un garant de verser une somme d'argent au bénéficiaire de la garantie en considération d'une obligation souscrite par un tiers* »<sup>823</sup>. Certains de nos « dérivés de crédit » lui ressemblent. Le versement d'une somme d'argent de protection est exécuté en prenant en considération une obligation souscrite par un tiers, la relation contractuelle sous-jacente. Mais il est impossible de les circonscrire à cette seule fonction comme nous le rappelle les « dérivés sur variation de crédit ». Il est impossible de qualifier globalement tous les « dérivés de crédit » de garantie. Ce faisant, cette qualification n'est pas unitaire et ne peut convenir.

Pour en finir, nous passerons très rapidement sur les dernières opérations de crédit retenues, celles de locations assorties d'une option d'achat, spécifiquement le crédit bail. Nos « dérivés de crédit » n'envisagent aucune location, aucune confusion n'est à craindre. Regardons maintenant les autres activités bancaires non soumises à monopole.

## **2. « Dérivés de crédit » et activités supplémentaires des banques autorisées par la loi mais exclues du monopole bancaire.**

**351.** L'activité des établissements de crédit n'est pas contingentée aux seules « opérations de banque » protégées par le monopole bancaire. La loi leur consent l'exercice d'autres activités que nous allons collationner avec les « dérivés de

---

<sup>821</sup> Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », op. cit. ; V. aussi Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. : « *technique juridique visant à assurer au créancier une plus grande sécurité du paiement* » Sûreté ».

<sup>822</sup> Frédéric PELTIER et Édouard FERNANDEZ-BOLLO, « structures, réglementation et contrôle public des professions bancaires : structures et conditions d'accès », loc. cit. n° 13 p. 8 : « *l'art. 3 [de la loi n° 46-84 du 24 janv. 1984, c'est à dire l'art. L. 313-1 du CMF] vise expressément parmi les opérations de crédit les engagements par signature tels que les avals, cautionnement ou garantie autonome* ». Démarche similaire de Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », op. cit. n° 38 p. 24.

<sup>823</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

crédit » afin d'établir si indirectement ils peuvent être exclus avec certitude du monopole. Une distinction se fait jour selon le degré de proximité entretenu avec l'activité habituelle et normale d'un établissement de crédit. Les plus proches des opérations protégées recèlent un lien particulier de connexité. A l'inverse, ces liens peuvent être tenus voir absents. Ces activités sont alors extra-bancaires.

a. Les « dérivés de crédit » et les opérations connexes accomplies par les établissements de crédit.

**352.** Le législateur tolère l'accomplissement d'opérations connexes grâce à l'article L. 311-2 du code monétaire et financier<sup>824</sup>. Ces activités ne se placent pas sous le bouclier du monopole. Tout opérateur peut les accomplir sans craindre de sanctions. Réussir à intégrer les « dérivés de crédit » à l'une des activités connexes réglera définitivement la question de leur soumission au monopole. L'autorisation législative accordée aux établissements bancaires d'étendre leur « objet social » ne fait-elle pas sourcilier ? Elle traduirait un pointillisme implacable du législateur pour des opérations totalement libres par ailleurs. En réalité, cette rigueur se justifie par la situation du banquier rendu possible par son pouvoir de disposer librement des montants collectés grâce à l'exercice de son monopole, la réception des fonds. Le législateur n'entend pas voir les banquiers prendre des risques inconsidérés hors leur métier de base avec des fonds qui ne leurs appartiennent pas.

Cette référence à la connexité implique une proximité avec les opérations de banque. Elles doivent être perpétrées avec circonspection. Elles sont celles sur la monnaie ou les valeurs, comme les opérations de changes, sur l'or, les métaux précieux et les pièces. Les bourses sont devenues la cheville ouvrière de la collecte de fonds par l'émission et la gestion de valeurs immatérielles de plus en plus nombreuses. Les établissements de crédit peuvent passer toutes opérations touchant aux valeurs mobilières et produits financiers. Ils peuvent conseiller et assister leurs clients en matière de gestion de patrimoine et aider les entreprises à mettre en place toutes les stratégies dont elles ont besoin en matière de gestion et d'ingénierie financière. Dans le prolongement des opérations de location assorties d'une option d'achat, ils peuvent composer des locations toute simple, qu'elles soient mobilières ou immobilières. Cette liste ne serait pas limitative<sup>825</sup>, d'où l'intérêt des quelques explications apportées précédemment sur la notion de connexité. Force est de reconnaître que nous sommes très loin d'une quelconque ressemblance avec les « dérivés de crédit ».

b. Les « dérivés de crédit » et les opérations extra-bancaires.

**353.** La loi accorde aux établissements de crédit le droit de commettre des opérations qui ne sont pas connexes. A fortiori, la prudence déjà manifestée est

---

<sup>824</sup> Ex. art. 5 de la loi n° 84-46 du 24 janv. 1984 préc.

<sup>825</sup> Francis J. CREDOT et Yves GERARD, « l'exercice par les établissements de crédit d'activité extra-bancaires », RDBB n° 2 de mai-juin 1987 p. 40 qui l'illustre par l'exemple de l'activité de conseil ou de prestations de service en matière informatique qui repose sur les moyens techniques dont elles disposent pour leur métier habituel. V. aussi Thierry BONNEAU, « droit bancaire », Montchrestien, collection Domat droit privé, 8<sup>ème</sup> édition 2009 n° 81 p. 66 pour qui la « liste n'est qu'indicative ».

amplifiée, d'où la présence de certaines bornes<sup>826</sup>. Les établissements de crédit peuvent prendre des participations dans des sociétés<sup>827</sup> sans qu'une seule d'entre elle ne dépasse 15 % de ses fonds propres et sans que l'ensemble des prises de participations ne dépasse 60 % des fonds propres<sup>828</sup>. Sont exclus les accords arrangés préalablement pour le compte de tiers comme les conventions de portage. L'article L. 511-3 du code monétaire et financier<sup>829</sup> leur accorde le droit de pratiquer des activités totalement différentes de toutes celles que nous venons de retracer. C'est pourquoi elles sont désignées à juste titre sous l'expression « d'activités extra-bancaires »<sup>830</sup>. Elles ne doivent pas devenir une activité principale ni fausser ou restreindre le jeu de la concurrence sur ce marché. Pour cela, elles doivent rester limitées au regard des activités soumises au monopole et ne peuvent dépasser 10 % du produit net bancaire<sup>831</sup>. Elles ne doivent pas être incompatibles avec les exigences de la profession bancaire, notamment la réputation de l'établissement et la protection des intérêts des déposants, selon l'article 2 du règlement n° 86-21 de l'ancien Comité de la Réglementation Bancaire. Cet article en émet une liste : mandataire, courtier ou commissionnaire, gestion de leur patrimoine immobilier. En son sein, deux alinéas pourraient éventuellement concerner les « dérivés de crédit » : la mise à disposition en faveur de leur clientèle de leurs moyens servant à l'exploitation bancaire ou encore des services qui tout en n'étant pas connexes sont le prolongement des opérations de banque. Dans le cadre de l'exploitation bancaire, les établissements de crédit ont développé des outils destinés à maîtriser le risque de crédit, point focal des « dérivés de crédit ». Le fait de mettre à la disposition de la clientèle des moyens de comprendre, analyser et conclure des « dérivés de crédit » équivaldrait à une mise à disposition des moyens servant à l'exploitation bancaire. En second lieu, en facilitant la gestion du risque de crédit, les « dérivés de crédit » peuvent être perçus comme le prolongement d'une opération de banque, celle d'opération de crédit justement. Devant l'imprécision de ces notions, une incertitude pèsera toujours sur la justesse de ce raisonnement. Néanmoins, il nous conforte dans l'idée que les « dérivés de crédit » ne sont pas des « opérations de banque » soumises à ce monopole particulier.

**354.** Le monopole bancaire ne s'étend pas aux « dérivés de crédit ». La doctrine quasi-unanime s'est exprimée avec raison en ce sens<sup>832</sup>. Ce monopole ne rayonne pas autant qu'il y

<sup>826</sup> Ces bornes autrefois posées par le Comité de la Réglementation Bancaire et Financière ressortent depuis la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de la compétence du ministre chargé de l'économie.

<sup>827</sup> Ex. art. 6 de la loi du 24 janv. 1984 préc. devenu L. 511-2 du CMF.

<sup>828</sup> Arrêté du 5 juil. 1990 portant homologation d'un règlement du Comité de la Réglementation Bancaire n° 90-06 du 20 juin 1990 relatif aux participations dans le capital d'entreprises, J.O.R.F. du 10 juil. 1990 p. 8135, D. 1990 act. lég. D. p. 308.

<sup>829</sup> Ancien art. 7 de la loi du 24 janv. 1984 préc.

<sup>830</sup> Francis J. CREDOT, « la diversification des activités des établissements de crédit », P.A. n° 49 du 24 av. 1985 p. 10 ; Francis J. CREDOT et Yves GERARD, « l'exercice par les établissements de crédit d'activité extra-bancaires », RDBB n° 2 de mai-juin 1987 p.40. La vente de voyage sert de modèle.

<sup>831</sup> Voir l'arrêté du 11 déc. 1986 portant homologation du règlement du Comité de la Réglementation Bancaire n° 86-21 du 24 nov. 1986 relatif à l'exercice d'activités autres que celles visées aux articles 1<sup>er</sup> à 6 de la loi du 24 janv. 1984, J.O.R.F. du 18 déc. 1986 p. 15147, D. 1987 législation p. 22.

<sup>832</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HEROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 144 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. fasc. 912-8 n° 39 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 49 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 34 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 envisage cette qualification pour le seul « crédit default swap » en le rapprochant d'une garantie à première demande ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 804 p. 317 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 422 p. 295 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 213 ; Antoine

paraît par les nombreuses exceptions ou dérogations instillées. Même qualifiés d'opérations de banque, les « dérivés de crédit » conclus hors la présence d'au moins un établissement de crédit n'auraient pas tous été remis en cause. Le législateur accorde l'autorisation à certains opérateurs nettement ciblés de perpétrer des opérations de banque sans être des établissements de crédit. Ce principe est campé par l'article L. 511-6 du code monétaire et financier précisant que les institutions visées à l'article L. 518-1 du même code<sup>833</sup> ne sont pas astreintes au respect de ce monopole. Peuvent entreprendre des opérations de banque le Trésor Public, la Banque de France, les services financiers de la Poste, l'institut d'émission des départements d'outre-mer, l'institut d'émission d'outre-mer et la Caisse des Dépôts et Consignations. L'article L. 511-6, depuis la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003, a élargi ce pouvoir aux Fonds Communs de Créances, aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières, aux entreprises d'investissements, aux organismes collecteurs de participations des employeurs à l'effort de construction, ainsi qu'aux entreprises régies par le code des assurances et les sociétés de réassurances. Tous ces organismes et institutions n'ont pas à craindre la requalification en opération de banque des « dérivés de crédit »<sup>834</sup>. Les « dérivés de crédit » enfreignant ce monopole auraient été finalement moins nombreux que prévus. Dans cette longue liste émerge les sociétés d'assurances. Elles bénéficient d'une situation idéale par le vaste champ d'activité ouvert. En sus de cet empiétement sur le monopole des « opérations bancaires »<sup>835</sup>, elles profitent d'un monopole propre sur les opérations d'assurance.

## § II - La qualification en contrat d'assurance et le monopole des assureurs.

**355.** Le contrat d'assurance évite qu'une personne n'assume seule toutes les conséquences dommageables découlant de la réalisation d'un risque. Le contractant lui procure une compensation financière après la survenance du risque redouté. Les « dérivés de crédit » poursuivent un objectif similaire tout en étant plus pointus. Ils organisent le transfert d'un risque, celui de crédit. Le vendeur de risque obtiendra le versement d'une somme d'argent destinée à lui éviter d'endurer les effets de la réalisation de ce risque. Ainsi succinctement dévoilés, les « dérivés de crédit » incarnent un avatar de l'assurance axé spécifiquement sur la lutte contre un risque précis, celui de crédit. Cet exposé elliptique est évidemment insuffisant, nous creuserons l'idée de la confusion entre les notions avant d'aborder les arguments écartant toute assimilation des « dérivés de crédit » à l'assurance.

---

GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 195 p. 103 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. *Économica* n° 168 p. 255.

<sup>833</sup> Ex. art. 8 de la loi du 24 janv. 1984 préc.

<sup>834</sup> Le rapport de la commission des finances présenté par Philippe MARINI énonce que la dérogation instaurée par la loi de sécurité financière « permet ainsi explicitement aux OPCVM de contracter des dérivés de crédit, dès lors qu'ils seraient assimilés à des opérations de banque ». Certains auteurs ont conclu hâtivement que, ce faisant, les « dérivés de crédit » étaient des opérations de banque : « cette possibilité de recourir aux « dérivés de crédit » résulte de l'autorisation, pour les OPCVM, d'effectuer des opérations de banque » : Thierry BONNEAU, « des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière », *JCP E* 2003 n° 1325 p. 1470.

<sup>835</sup> Anne CAUCHOIS, « les entreprises d'assurances en droit d'effectuer des opérations de banque ? », *RDBF* n° 4 de juil.-août 2003 p. 265.

## A. La confusion dommageable possible entre les notions.

**356.** Les « dérivés de crédit » trouvent historiquement leur source d'inspiration chez les « produits dérivés ». Une multitude d'auteurs, pour les expliquer, a fréquemment fait référence dans leurs travaux à l'assurance<sup>836</sup>. La doctrine dédiée aux « dérivés de crédit » souligne cette ressemblance ne serait-ce qu'en s'interrogeant sur ce point<sup>837</sup>. Nous commencerons par déterminer le degré de proximité entre les notions. Par la

---

<sup>836</sup> Sur toute la gamme des produits dérivés : « *Il existe également des contrats d'assurance qui permettent de se protéger des variations brutales de taux d'intérêts* » : Sylvie PASSELAIGUE, « nouveaux instruments financiers et apprentis sorciers », Rev. Trésor oct. 1990 p. 593 ; dans le même sens « *nous n'utilisons les produits dérivés que dans une optique de protection, au sens d'une assurance* » propos de Jean-François PHELIZON, directeur financier de Saint-Gobain, in table ronde, « les entreprises et les produits dérivés », O.F. n° 334 du 17 oct. 1994 p. 17 qui nuance immédiatement « *mais ce terme d'assurance employé pour un produit dérivé n'est pas en vérité tout à fait approprié* » ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 809 p. 321 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 88 p. 24.

Au sujet des options : « *un contrat optionnel s'apparente à une sorte de contrat d'assurance, dans la mesure où le paiement d'une prime (l'identité de ce vocabulaire est à cet égard significative) par l'acheteur permet à celui-ci d'être assuré d'un prix d'achat maximal (dans le cas d'une option d'achat) ou d'un prix de vente minimal (dans le cas d'une option de vente) de l'actif concerné, ce sans pour autant perdre la possibilité d'acquiescer ou de céder celui-ci dans des conditions plus avantageuses si l'évolution du marché le lui permet* » : Eric DELATTRE, « les nouveaux instruments financiers », op. cit. p. 10 ; « *l'achat d'option de taux d'intérêt en fixant un taux maximum (emprunt) ou minimum (placement), l'achat d'une option de taux joue le rôle d'une police d'assurance qui garantit l'entreprise en cas de sinistre moyennant le paiement d'une prime* » : Patricia BARBIZET-DUSSARD et Marc WISZNIAK, « la gestion de taux d'intérêt : l'utilisation des techniques de couverture par les entreprises », loc. cit. p. 871.

Pour les FRA, caps et floors : Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 471 et 474 pp. 461 et 463.

Sur le marché des produits dérivés qui est « *un instrument de couverture, remplissant une fonction d'assurance* », Jean-Pierre DESCHANDEL, « droit bancaire », op. cit. p. 115.

<sup>837</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 125 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 259 ainsi que, « la question récurrente de la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 211 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Bertrand PERIGNON, « le particularisme juridique des produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 124 ; Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. fasc. 912-8 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 707 p. 637 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 484 p. 472 ; Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », op. cit. p. 52 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 418 p. 292 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 216 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 185 p. 89 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1116 p. 673 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 168 p. 257 ; Ronald W. ANDERSON, « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 5 ; Alexis

suite, nous examinerons les multiples arguments invoqués par une grande majorité de juristes afin d'éviter cet amalgame. Afin d'en expliquer les enjeux, nous exposerons les conséquences entraînées par une requalification en contrat d'assurance.

### **1. Le recoupement des notions.**

**357.** Les ressemblances se dégagent autant par les définitions de ces notions que par leurs caractères juridiques.

#### **a. Similitude de part les définitions.**

**358.** Pour établir les similitudes entre « dérivés de crédit » et l'assurance, il est nécessaire de définir l'assurance. Pour ceci, il faudra déjà appréhender l'assurance grâce aux définitions doctrinales et au droit comparé. Le rapprochement sera avéré par la présence des éléments constitutifs de l'assurance chez les « dérivés de crédit ».

#### ***α - Les définitions doctrinales et de droit comparé de l'assurance.***

**359.** Dégager des concordances entre « dérivés de crédit » et assurance pourrait relever d'une utopie de juriste. Il est une véritable gageure que d'essayer de donner une définition des « dérivés de crédit » à la fois précise et englobant les divers types de contrats formant cette famille<sup>838</sup>. La même difficulté se retrouve pour l'assurance. Il n'existe aucune définition légale officielle<sup>839</sup>. L'évolution du ressort du code des assurances au cours des années n'est pas non plus de nature à faciliter cette tâche. L'entrée dans le périmètre d'action des assureurs des conventions mixtes d'assurances vie et décès est venue troubler les débats et écarter les opportunités de consensus. Ces conventions emportent l'application de la technique de capitalisation incompatible avec l'assurance.

**360.** Le dictionnaire juridique rédigé sous la direction de Messieurs Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD<sup>840</sup> indique que l'assurance est « *un contrat par lequel une partie, l'assuré, se fait remettre moyennant une rémunération (la prime), pour lui ou pour un tiers, en cas de réalisation d'un risque, une prestation par une autre partie, l'assureur, qui, prenant en charge un ensemble de risques, les compense conformément à la loi de la*

---

CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », RDBF nov.-déc. 2010 n° 30 p. 32.

<sup>838</sup> Voir supra § 25 et s. Ils sont des contrats entraînant un ou plusieurs versements définitifs de sommes d'argent d'importance variable et non équilibrée entre deux parties équivalents à l'éventuelle apparition d'une perte pécuniaire totale ou partielle suite à la survenance d'un événement ou d'une variation de crédit affectant le recouvrement ou le rendement attendu d'une créance ou d'un actif sans interférer dans lien de droit régissant cette créance ou cet actif.

<sup>839</sup> Définition introuvable en droit Français, dans le code civil ou des assurances qui lui est pourtant consacré. L'incontournable loi française du 13 juillet 1930 relative au contrat d'assurance, J.O.R.F. du 18 juil. 1930, D.P. 4<sup>ème</sup> 1931 p. 1 com. d'André TRASBOT, n'en donne aucune. Le droit communautaire n'est pas plus explicite. La directive 1973/239/CEE du Conseil du 24 juillet 1973 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité de l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie, et son exercice, J.O.C.E. L. 228 du 16 août 1973 p. 3, se contente de lister les risques et activités soumise à son autorité.

<sup>840</sup> Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », op. cit.

*statistique* ». L'assureur reçoit une prime qui l'oblige à exécuter une prestation en cas de réalisation d'un risque. Les explications trouvées dans le dictionnaire de Monsieur Gérard CORNU<sup>841</sup> n'y ajoutent que quelques minimes précisions. La rémunération s'appelle indifféremment prime ou cotisation. La prestation de l'assureur est de nature pécuniaire. Les spécialistes du droit des assurances apportent quelques éclaircissements en expliquant que l'assurance est « *une convention par laquelle, en contrepartie d'une prime, l'assureur s'engage à garantir le souscripteur en cas de réalisation d'un risque aléatoire prévu au contrat* »<sup>842</sup>. L'assureur souscrit l'obligation de garantir l'assuré contre la réalisation d'un risque. Cet engagement se matérialise par une prestation adoptant une forme monétaire. Son versement compense la concrétisation du risque redouté. Une autre définition avance que « *le contrat d'assurance peut être défini comme la convention par laquelle l'une des parties, appelée assureur, s'engage envers l'autre, appelée souscripteur ou preneur d'assurance, en contrepartie du paiement d'une prime, à couvrir un risque, en fournissant au souscripteur ou à un tiers une prestation en cas de réalisation de ce risque* »<sup>843</sup>. D'autres définitions insistent également sur l'importance de cette prestation monétaire<sup>844</sup>.

**361.** L'examen de certaines législations, plus audacieuse, peut être judicieux en ce qu'elles ont élaboré une définition de l'assurance. Elles sont moins abondantes car nombreuses sont celles qui ont abrogé leur définition de l'assurance en raison de son évolution et de la difficulté d'appréhender sous une notion unique toutes les activités qu'elle a vocation à régir. La législation la plus citée est la belge. Elle se rencontre dans une loi du 25 juin 1992 sur le contrat d'assurance terrestre<sup>845</sup> qui dispose qu'« *au sens de la présente loi, on entend par contrat d'assurance un contrat en vertu duquel, moyennant le paiement d'une prime fixe ou variable, une partie, l'assureur, s'engage envers une autre partie, le preneur d'assurance, à fournir une prestation stipulée dans le contrat au cas où surviendrait un élément incertain que, selon les cas, l'assuré ou le bénéficiaire a intérêt à ne pas voir se réaliser* ». Si elle a le mérite d'exister, elle n'évite pas l'obstacle précédemment cité de l'évolution des contrats d'assurance. Le code civil italien ose aussi s'exprimer en estimant que « *l'assurance est le contrat par lequel l'assureur, moyennant paiement d'une prime, s'oblige à indemniser l'assuré du dommage par lui subi, ou à verser un capital ou une rente, à la constatation d'un événement relatif à la vie humaine* », ceci au sein de son article 1882<sup>846</sup>. Enfin, le droit québécois utilise une définition plus sobre sise dans l'article 2389 du nouveau code civil en énonçant que « *le contrat d'assurance est celui par lequel l'assureur, moyennant une prime ou cotisation, s'oblige à verser au preneur ou à un tiers une prestation dans le cas ou un risque couvert par l'assurance se réalise* ». Ces définitions légales s'unissent aux définitions doctrinales de l'assurance. A priori, elle semble lointaine avec celle proposée des « dérivé de crédit ». Pour autant, cette définition générale met en évidence la présence d'un risque, celui de crédit, et l'organisation d'échanges monétaires. L'assurance se focalise aussi sur un risque et sur la remise de prestation monétaire. Malgré une définition générale

<sup>841</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>842</sup> Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », précis Dalloz 13<sup>ème</sup> édition 2011 n° 33 p. 40.

<sup>843</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D. n° 1 p. 3.

<sup>844</sup> Autre exemple : « *c'est un contrat par lequel une partie (le souscripteur) se fait promettre pour son compte ou celui d'un tiers par une autre partie (l'assureur) une prestation généralement pécuniaire en cas de réalisation d'un risque* », James LANDEL et Martine CHARRÉ-SERVEAU, « lexique des termes d'assurances », édition de l'argus de l'assurance 2003.

<sup>845</sup> V. la note en droit français de Marcel FONTAINE, « la loi belge du 25 juin 1992 sur le contrat d'assurance terrestre », RGAT n° 4 1993 p. 729.

<sup>846</sup> Francisco SANTORO PASSARELLI, « variation sur le contrat d'assurance », études offertes à la mémoire de Monsieur le professeur André BESSON, LGDJ 1976 p. 307 ; Albert MEEUS, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », RGAT 1981 p. 243.

différente entre ces notions, ces contrats font preuve de caractéristiques communes. Approfondissons ce point.

*β - La présence des éléments constitutifs de l'assurance chez les  
« dérivés de crédit ».*

**362.** La philosophie du contrat d'assurance et des « dérivés de crédit » semble identique. L'assurance libère l'assuré de sa soumission à un risque<sup>847</sup>, mais de tout type risque. Il offre une couverture au profit de la personne qui veut être protégée<sup>848</sup>. Les « dérivés de crédit » transmettent un risque spécifique, le risque de crédit, dont se libère l'acheteur de protection. Une définition générale de l'assurance donnée par un auteur peut s'appliquer aux « dérivés de crédit » : « *l'opération économique qui permet à un acteur de payer un prix pour recevoir une compensation financière en cas de survenance d'un aléa* »<sup>849</sup>. L'organisation générale de l'assurance est similaire aux « dérivés de crédit ». Tout comme eux, l'assurance n'est pas unitaire mais regroupe des contrats différents selon le risque envisagé. Les conventions d'assurance-vie ne fonctionnent pas de la même façon qu'une police d'assurance incendie. Les « dérivés de crédit » pourraient alors aisément s'insérer dans la grande famille des contrats d'assurance. Leur diversité ne serait pas un obstacle dirimant. La différence qui se fait jour à ce stade est la nature du risque couvert qui n'est que celui de crédit. Mais cette différence n'est pas rédhitoire.

**363.** Ces définitions nous invitent à dégager les éléments constitutifs du contrat d'assurance. La doctrine s'accorde sur un socle commun de trois critères indispensables et cumulatifs : la prime, le risque, et une prestation ou la garantie de l'assureur<sup>850</sup>. Ces éléments incontournables ressortent des dispositions de loi, de la jurisprudence et des systèmes juridiques étrangers<sup>851</sup>.

---

<sup>847</sup> « Elle (l'assurance) est l'instrument de transfert du risque par excellence » : Paul JAEGER, « encyclopédie de l'assurance », sous la direction de François EDWALD et Jean Hervé LORENZI, Economica 1998 p. 1630 ; « l'assurance paraît d'abord comme un système de transfert de risques (...) », Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », SEFI édition 2002. L'emploi du terme « transfert » par Hubert GROUDEL, « le contrat d'assurance », collection de droit privé, Dalloz 2<sup>ème</sup> édition 1997 p. 1.

<sup>848</sup> La « définition insiste sur la couverture d'un risque, qui constitue, à nos yeux, l'obligation essentielle du contrat d'assurance » selon Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2<sup>o</sup> le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D. n<sup>o</sup> 4 p. 3. Dans le même ordre d'idée, il est dédié à l'assurance la « fonction de garantir des risques », voir Hubert GROUDEL, « le contrat d'assurance », op. cit. p. 1.

<sup>849</sup> Paul JAEGER, « encyclopédie de l'assurance », op. cit. p. 1630.

<sup>850</sup> Jérôme KULLMANN, « caractère général de l'opération d'assurance », Lamy ass. 2010 n<sup>o</sup> 2 p. 7 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n<sup>o</sup> 33 p. 40 ; Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », LGDJ 1938 n<sup>o</sup> 5 et 6 pp. 17 et 18 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », LGDJ 2002 n<sup>o</sup> 247 p. 185 ; Séna AGBAYISSAH et Marie-Annick LEPAGE, « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », loc. cit. p. 224.

<sup>851</sup> Stella BAKAS-TSIRIMONAKI, « les principes généraux du droit hellénique de l'assurance », RIDC 1 1985 p. 69, spécialement pp. 76 et 93 ; Albert MEEUS, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », loc. cit. p. 243 dont la note s'appuie sur des questionnaires concernant l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, Le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse, la Belgique.

La prime est la « *somme d'argent réclamée par l'assureur en contrepartie de sa garantie* »<sup>852</sup>. Elle se voit attribuer le rôle de prix car elle constitue la « *rémunération de l'assureur* »<sup>853</sup>. En son absence, l'assureur refusera de former le contrat. Les « dérivés de crédit », contrats à titre onéreux, connaissent cette prime. L'acheteur de risque reçoit une somme d'argent en échange de sa protection. Elle est dans tous les cas définitivement acquise. Elle rémunère le service offert. La symbiose entre les contrats est forte. Les modalités de calcul de son quantum sont intéressantes. Ainsi, ce coût pour l'assuré sera fonction de la fréquence des sinistres passés, donc de la probabilité de la fréquence de survenance du risque. Outre l'évaluation de la probabilité de réalisation du risque, il sera tenu compte de son intensité, de son ampleur, c'est à dire du coût d'indemnisation. Plus ces éléments seront conséquents, plus le montant de la prime sera élevé. La plupart des auteurs estime qu'« *il existe une corrélation étroite entre le risque et la prime* »<sup>854</sup>. Les juges ont d'ailleurs approuvé ce raisonnement<sup>855</sup>. La même logique conduit la fixation de la rémunération de l'acheteur du risque de crédit. Le quantum de la prime sera fonction de la qualité de la créance et du débiteur pour apprécier la probabilité de défaillance du débiteur concerné ainsi que son amplitude. Messieurs Maurice PICARD et André BESSON<sup>856</sup> détaillent les éléments à inclure dans le calcul de la prime d'assurance. Ces éléments évoquent ceux qui servent à fixer tant le prix d'un prêt que d'un « dérivé de crédit », à savoir la durée et le montant des sommes en jeu. Les primes d'un contrat d'assurance et d'un « dérivé de crédit » présentent de nombreux points de similitude du point de vue de leur philosophie, de leur mécanisme et de la manière de les fixer. Quant au caractère indispensable de la prime, cette citation suffit à le mesurer : « *s'il n'y a pas d'assurance sans risque, il n'y a pas davantage d'assurance sans prime* »<sup>857</sup>.

**364.** Cette citation permet d'opérer la transition avec le second élément du contrat d'assurance, le risque. La liste détaillée des auteurs qui remarquent que ce terme accueil plusieurs sens est insondable. Un résumé se trouve dans un dictionnaire des assurances qui explique qu'« *il s'agit parfois de l'événement qui déclenche l'obligation de l'assureur, parfois le bien lui-même objet du contrat. C'est aussi, et surtout, l'objet de l'obligation de l'assureur, autrement dit les conséquences, qu'il s'est engagé à compenser, d'un événement incertain atteignant une personne, un bien ou un patrimoine. C'est aussi, dans le langage des assureurs, l'ensemble des périls couverts par l'assurance et classés dans une même catégorie* »<sup>858</sup>. Nous écartons d'emblée la dernière indication. Elle n'est qu'un raccourci pratique propre aux professionnels. Il sera plus utile de retenir l'assimilation à « *l'événement*

<sup>852</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (1<sup>o</sup> généralités) », Rép. Civ. D. n° 7 p. 3. V. aussi : « *somme due par le souscripteur à l'assureur en contrepartie du risque pris en charge par celui-ci (prenant le nom de cotisation dans les assurances mutuelles), payable d'avance par versement généralement périodiques* », Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », op. cit.

<sup>853</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (1<sup>o</sup> généralités) », Rép. Civ. D. n° 8 p. 3 ; Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 31 p. 68.

<sup>854</sup> Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 61 et 67 pp. 40 et 43.

<sup>855</sup> Une décision rarissime décide qu'il est légitime que soit fixé « *le taux des primes et la franchise à des niveaux correspondant à l'importance des risques* », C.E., 29 janv. 1988, arrêt *comptoir du bâtiment de Montamisé*, RGAT 1988 p. 833 note Jacques MOREAU.

<sup>856</sup> Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 36 et 37 pp. 80 et s.

<sup>857</sup> Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 68 p. 44 qui approuve cette formule de l'ouvrage de M. Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 28 p. 80.

<sup>858</sup> Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », op. cit.

*aléatoire contre lequel l'assuré souhaite se prémunir* »<sup>859</sup>. Sur ce point, l'intégration des « dérivés de crédit » à l'assurance n'est peut être pas aussi limpide. Cette perception du risque s'ajuste aux « dérivés sur événement de crédit ». Elle devient en revanche plus difficile à retenir pour les « dérivés sur variation de crédit » pour lequel il n'y a pas d'événement à proprement parler sauf à l'envisager autrement. L'événement serait soit l'évolution automatique du sous-jacent, soit la dégradation de la qualité de la créance ou de son rendement matérialisant cette variation.

Plus pointilleuse, la commission du langage des assurances, instaurée par la Fédération française des sociétés d'assurances<sup>860</sup>, ne s'est pas contentée de cataloguer le risque parmi les mots problématiques de l'assurance. Elle a proposé une signification dont la vocation serait de prédominer toutes les autres. Elle retient du risque qu'il est « *un danger ou un inconvénient qui, s'il est possible n'a pas besoin pour autant d'être probable* ». Il est difficile d'y adhérer totalement. Seul l'humour ou le cynisme peuvent amalgamer la natalité ou la nuptialité à un danger ou un inconvénient. Cette approche du risque entre danger et inconvénient oscille entre son appréhension comme un événement ou comme la situation dans laquelle se retrouve le souscripteur de l'assurance. Mais cette gradation entre danger et inconvénient peut être pertinente lorsque l'on aborde les « dérivés de crédit ». La variation négative induite d'un « dérivé sur variation de crédit » représente un danger ou tout au moins un inconvénient pour le vendeur de risque.

D'autres voient le risque comme un état dans lequel se trouve le souscripteur, « *la situation à laquelle est exposé l'assuré* ». Cette situation « *incertaine* » est « *prise en compte par le contrat d'assurance* », situation qu'il faut entendre comme « *un état de fait, généralement durable, voir intermittent, à laquelle est exposé l'assuré* »<sup>861</sup>. Ainsi défini, il convient à merveille à l'ensemble des « dérivés de crédit » s'appuyant ou non sur un aléa événement apparent. En effet, le risque est tant la situation de baisse des rendements, des intérêts que de l'altération de la valeur du capital ou perte du capital.

Enfin, une étude consacrée au risque dénie aux parties toute volonté de recherche de protection contre un événement incertain par la conclusion d'un contrat d'assurance. Selon son auteur, la protection quêtée par l'assuré cible les conséquences d'un événement plutôt que l'événement lui-même. Elle termine son étude par cette définition : « *le risque s'entend de la possibilité que se produise un événement incertain qui engendre une perte ou un manque à gagner pour l'assuré lui-même ou la personne qu'il a désignée au contrat qualifié de créancier de la prestation de l'assureur et que ce dernier doit prendre en charge dans les limites contractuelles prévues* »<sup>862</sup>. Ce concept du risque s'accommode parfaitement à tous les types de « dérivés de crédit » y compris ceux sur « variation de crédit » dont l'incertitude se révèle surtout au travers de la perte ou du manque à gagner provoqué par l'évolution du taux de référence.

---

<sup>859</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (1<sup>o</sup> généralités) », Rép. Civ. D. n<sup>o</sup> 4 p. 3 ; Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n<sup>o</sup> 7 p. 19, qui précisent que l'événement ne doit pas dépendre exclusivement de la volonté des parties.

<sup>860</sup> V. les recommandations pour l'amélioration du langage de l'assurance de juin 1993 de la Fédération française des sociétés d'assurances et la synthèse Marie-Hélène MALEVILLE, « le langage des contrats d'assurances : perspectives d'évolutions », RGAT n<sup>o</sup> 3 1994 p. 733 ; L'une des annexes au Lamy ass. 2010 n<sup>o</sup> 56 p. 35.

<sup>861</sup> Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n<sup>o</sup> 55 et 56 pp. 34 et 35.

<sup>862</sup> Véronique NICOLAS, « contribution à l'étude du risque dans le contrat d'assurance », RGAT n<sup>o</sup> 4 1998 p. 637.

L'événement demeure un élément central de l'assurance. Tous observent qu'il doit être incertain soit dans sa réalisation soit dans sa date de survenance. Les parties ne doivent avoir aucune influence sur sa manifestation<sup>863</sup>. La jurisprudence<sup>864</sup> estime elle aussi que le risque doit résulter d'un « événement futur, incertain, et indépendant de la volonté des parties ». Tout ceci est logique puisque le contrat d'assurance est un contrat aléatoire.

Certains lui reconnaissent la fonction de pivot central de l'assurance<sup>865</sup>. Il n'en va pas autrement pour les « dérivés de crédit ». Dans « le traité du droit des assurances », nous pouvons lire sous la plume de Monsieur Jean BIGOT que « sans risque, pas d'assurance ». Sans risque de crédit, pas de « dérivé de crédit ». Le voisinage entre les « dérivés de crédit » et l'assurance s'accroît.

**365.** La réalisation du risque, lorsque la prime a été payée, donne lieu à l'exécution de la prestation de l'assureur. C'est le troisième élément constitutif du contrat d'assurance qui représente la protection lorsque le risque survient. Juridiquement, elle est la concrétisation de l'obligation de couverture ou de garantie du risque. Habituellement, cette prestation prend une forme monétaire. Une divergence peut se faire jour avec les « dérivés de crédit » car la prestation monétaire du vendeur de protection peut se finaliser par la livraison de titres d'une valeur équivalente à celle des titres dépréciés avant la dévaluation. Cette alternative ne suffira pas à repousser la concordance des « dérivés de crédit » et des contrats d'assurances. Pour ces « dérivés de crédit », l'acheteur de protection est intéressé par la valeur monétaire représentée par les titres remis. De longues négociations et récriminations accompagnent parfois la qualité des titres remis en remplacement. N'oublions pas que ces titres sont facilement cessibles. Leur aliénation les rendra liquide et donnera lieu à l'apparition d'un capital compensant la perte de valeur des titres de références. De plus, il est reconnu que l'assureur puisse régler sa prestation en nature plutôt que monétairement<sup>866</sup>. En cas de destruction d'un bien, le contrat d'assurance peut prévoir la remise en état du bien par l'assureur qui défrayera directement les coûts engendrés auprès des intervenants. La directive consacrée à l'assistance touristique<sup>867</sup> prévoit dans son premier article que l'aide fournie par l'assureur « peut consister en des prestations en espèces ou en nature ». Aucune incompatibilité ne se fait jour. D'ailleurs, l'obligation de l'assureur se découpe en deux phases. Il est automatiquement tenu d'une obligation de couverture tant que le contrat subsiste et que le risque ne se produit pas. Dès qu'il survient, une obligation de règlement substitue celle de couverture. Les « dérivés de crédit » copient ce mécanisme. L'acheteur de risque offre une couverture soit jusqu'au terme de la convention si rien ne se passe, soit jusqu'au moment où elle se transforme en obligation

---

<sup>863</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D. n° 33 p. 8 ; Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 59 p. 38.

<sup>864</sup> Cass. req., 5 mars 1935, arrêt *soc. mutuelle La défense fiscale c/ Demeure et Foeillet*, R.H. 1935 pp. 193 et 233, S. I 1935 p. 361, Gaz. Pal. 1935 I p. 758.

<sup>865</sup> Il est « un élément essentiel de l'assurance. Il en est même l'élément fondamental qui donne à l'opération sa véritable physionomie », Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 7 p. 19. V. aussi Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 61 p. 40.

<sup>866</sup> Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 74 p. 48 ; Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 45 p. 89.

<sup>867</sup> Directive n° 84/641/CEE du conseil en date du 10 décembre 1984 modifiant, notamment pour l'assistance touristique, la première directive (73/239/CEE) portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité de l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie et son exercice, J.O.C.E. n° L. 339 du 27/12/1984 p. 21.

de règlement si le risque de crédit se réalise. Un auteur relève que « *l'assureur ne paye pas la dette d'autrui, il paye sa dette propre et personnelle, car il n'a, en dehors du contrat d'assurance, aucune obligation de payer* »<sup>868</sup>, tout comme le vendeur de protection.

**366.** Un contrat s'identifie grâce à ses éléments constitutifs. Le contrat d'assurance en requiert au minimum trois que sont la prime, un risque et d'une prestation venant de celui qui offre sa protection. Nous retrouvons ces trois caractéristiques parmi les conventions de « dérivés de crédit ». Ils peuvent être considérés comme une classe d'assurance concentrée uniquement sur les risques de crédit. Cette impression n'est pas démentie par leurs caractères juridiques généraux.

#### b. Similitude de part les caractères juridiques des contrats.

**367.** Les « dérivés de crédit » exposent des caractéristiques juridiques qui se retrouvent dans l'assurance. C'est ce que nous verrons dans un premier temps. Mais le contrat d'assurance se voit attribuer des caractéristiques propres. Nous verrons comment elles se concilient avec les « dérivés de crédit ».

#### α - Les caractéristiques exposées par les « dérivés de crédit » et l'assurance.

**368.** Le contrat d'assurance et les « dérivés de crédit » exhibent des caractères juridiques communs. Nuançons immédiatement, le contrat d'assurance est cité par la loi puisque non content de trouver sa place dans le code civil, notamment à l'article 1964 du code civil, tout un code lui est consacré. Il est un contrat nommé, c'est ce que n'est pas le « dérivé de crédit ». Mais cette différence n'a pas une influence notable car l'inverse empêcherait certainement toute ingestion des « dérivés de crédit » par l'assurance. Ensuite, le contrat d'assurance est unanimement décrit<sup>869</sup> comme un contrat consensuel. L'exigence d'un écrit est demandée à titre de sa preuve et non de sa validité. Les magistrats l'ont mainte fois réaffirmé<sup>870</sup>. Chaque partie s'engageant envers

<sup>868</sup> ESCARRA Jean, « à propos de l'assurance crédit », DH 1938 n° 17 chron. VIII p. 33.

<sup>869</sup> Pour la description complète de ses caractères généraux : Jérôme KULLMANN, « caractère général de l'opération d'assurance » Lamy ass. 2010 n° 19 p. 14 ; Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2<sup>e</sup> le contrat d'assurances) », Rép. Civ. D. n° 29 p. 8 ; Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », op. cit. ; Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 75 p. 49 ; Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 104 et s. pp. 200 et s. ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n° 209 p. 198.

<sup>870</sup> Par la parabole de la rencontre de l'offre et de l'acceptation lors de la formation du contrat : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 14 déc. 1976, arrêt *C<sup>ie</sup> d'assurances réunies c/ Demoiselle Ferraud et a.*, Bull. civ. I n° 397 p. 312 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 14 juin 1977, arrêt *C<sup>ie</sup> d'assurances Le Continent c/ Consorts Dufrène et a.*, Bull. civ. I n° 273 p. 215 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 fév. 1978, arrêt *C<sup>ie</sup> d'assurances Le Lloyds Continental c/ Consorts Trouillet et a.*, Bull. civ. I n° 61 p. 51 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 21 mars 1978, arrêt *C<sup>ie</sup> d'assurance la confiance IDN c/ Rigollot et a.*, Bull. civ. I n° 120 p. 97. En usant du terme explicitement : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 23 juin 1965, arrêt *Epoux Tigien c/ Caisse mutuelle d'assurances des agriculteurs de France*, Bull. civ. I n° 420 p. 312. En articulant les règles de sa formation et de l'exigence d'un écrit : « *si le contrat d'assurances ou tout avenant à ce contrat doit, dans un but probatoire, être rédigé par écrit, il constitue un contrat consensuel parfait dès la rencontre des volontés de l'assureur et de l'assuré* » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 fév. 1978, arrêt

l'autre à lui fournir une prestation, le contrat d'assurance est synallagmatique. La loi n'en fait nullement mystère, il est un contrat aléatoire pour lequel l'aléa « *constitue l'essence même d'un tel contrat* »<sup>871</sup>. Sa perception a donné lieu à une controverse particulièrement aiguë depuis que le législateur a introduit les contrats de capitalisation parmi les contrats d'assurances. Les spécialistes du droit des assurances ont alors retranché du contrat aléatoire la nécessité de la présence de gains ou de pertes pour l'une ou les deux parties, ce qui a été contesté par une autre partie de la doctrine. Ces spécialistes réduisent l'aléa à « *l'élément incertain indispensable dans toute assurance* »<sup>872</sup>. L'incertitude « *peut prendre des aspects très différents : elle peut porter sur la survenance même de l'événement, elle peut porter sur la date de l'événement, elle peut porter sur la conséquence de l'événement* »<sup>873</sup>. Cette conception de l'aléa, copieuse et peut être dévoyée par le rejet de la chance de gains ou de pertes dans sa définition, n'a que peu d'influence pour notre comparaison. Si l'aléa des « dérivés de crédit » implique toujours une chance de gain ou de perte, les deux contrats contiennent une incertitude identique. Ces contrats sont onéreux puisqu'ils donnent au minimum lieu au paiement d'une prime en échange d'une couverture. Ils sont à durée déterminée. La couverture de l'assureur s'étale dans la durée. Il est donc à exécution successive. Tous ces caractères se retrouvent chez les « dérivés de crédit »<sup>874</sup>.

*β - Regard sur les caractéristiques juridiques supplémentaires  
avancées pour les contrats d'assurances.*

**369.** La doctrine ajoute parfois deux caractères au contrat d'assurance. Le contrat d'assurance serait un contrat d'adhésion. Le raisonnement s'appuie sur la directive n° 93/13/CEE relative aux clauses abusives. Cette directive consacrée aux contrats d'adhésion y inclut le contrat d'assurance. Ce contrat est celui pour laquelle l'une des deux parties n'a pas de pouvoir de négociation. Elle ne peut qu'adopter l'ensemble des

---

*fonds de garantie automobile c/ Demoiselle Bergadano et a.*, Bull. civ. I n° 62 p. 52 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 mai 1978, arrêt *Soulard c/ assurances nationales*, Bull. civ. I n° 203 p. 163, D. 1978 IR p. 463 note Claude-J BERR et Hubert GROUDEL ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 juil. 1978, arrêt *Fonds de garantie automobile c/ C<sup>ie</sup> la prévoyance et a.*, Bull. civ. I n° 251 p. 198, D. 1979 IR p. 193 note Claude-J BERR et Hubert GROUDEL ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 janv. 1980, arrêt *mutualité industrielle c/ Simon*, Bull. civ. I n° 8 p. 6 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 mai 1982, arrêt *Fonds de Garantie Automobile c/ C<sup>ie</sup> d'assurance Le Secours et a.*, Bull. civ. I n° 155 p. 138, D. 1984 IR p. 35 note Claude J. BERR et Hubert GROUDEL, RGAT 1983 p. 188 note Jean BIGOT ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 11 juin 1985, arrêt *consorts Georgevitch c/ la Garantie mutuelle des fonctionnaires GMF et a.*, Bull. civ. I n° 182 p. 165, D. 1987 S.C. p. 96 com. Hubert GROUDEL ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 fév. 1989, arrêt *Kula c/ SA Générale du Nord*, Bull. civ. I n° 93 p. 60, D. 1989 IR p. 94 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 21 mai 1990, arrêt *Fonds de Garantie Automobile c/ C<sup>ie</sup> Groupe Drouot et a.*, Bull. civ. I n° 109 p. 79, RCA juil. 1990 n° 14 p. 2 note Hubert GROUDEL et n° 258 p. 11, D. 1990 IR p. 147 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 9 mars 1999, arrêt *soc. Div'Air c/ C<sup>ie</sup> La Concorde et a.*, Bull. civ. I n° 80 p. 53, RCA mai 1999 n° 163 p. 22 note Hubert GROUDEL, RGDA 1999 n° 3 p. 567 note J. KULLMANN ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 9 mars 2004, arrêt *Groupama centre-atlantique c/ SNC Serny et a.*, RGDA 2004 p. 345 note J. KULLMANN.

<sup>871</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 janv. 1985, arrêt *soc. cabinet Brucker*, JCP 1985 IV p. 118.

<sup>872</sup> Albert MEEUS, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », loc. cit. p. 243.

<sup>873</sup> Albert MEEUS, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », loc. cit. p. 243 ; Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 102 p. 68 ; Gérard FRANÇOIS, « la nature de l'aléa dans une convention de réassurance », RGAT n° 2 1994 p. 413.

<sup>874</sup> V. supra § 34.

stipulations ou les rejeter en bloc. Cette remarque n'est pas pertinente. Tous les contrats d'assurance ne sont pas d'adhésion. Certains souscripteurs profitent d'un pouvoir de négociation et d'élaboration de la convention en raison soit de leur force économique soit de la spécificité du risque couvert. Selon les situations, le contrat d'assurance sera d'adhésion ou de gré à gré. Or les « dérivés de crédit » offrent alternativement ces deux visages. Certains sont standardisés et proposés par des marchés réglementés. Leurs modalités sont préétablies. Il est possible de les souscrire ou de ne pas les souscrire. Ils ne sont rien d'autres que des contrats d'adhésion. Celui qui présente ce caractère de la manière la plus évidente est certainement le « credit linked notes ». De nombreux investisseurs les souscrivent. Il est ingérable de laisser chacun d'entre eux négocier les termes de cette souscription. Les autres « dérivés de crédit » sont négociés de gré à gré.

**370.** Le second caractère présenté du contrat d'assurance est celui de « bonne foi ». Cette affirmation pourrait paraître redondante. Le droit commun des contrats prévoit en l'article 1134 du code civil que les contrats doivent être exécutés de bonne foi. L'article 2274 de ce code installe dans notre paysage juridique une présomption de bonne foi. La preuve contraire doit être rapportée par celui qui conteste cette bonne foi. Cette affirmation paraît superflue. La bonne foi concerne tous les contrats. Elle ne peut servir de critère de distinction entre les contrats. En réalité, cette insistance divulgue la dépendance de l'assureur à l'honnêteté du souscripteur dans l'installation de la protection, la déclaration des risques<sup>875</sup> etc. Les parties doivent faire montre d'un devoir de loyauté particulièrement poussé<sup>876</sup>. De plus, certains manquements aux engagements de ce contrat sont sanctionnés de manière variable selon la bonne ou mauvaise foi du contrevenant. Ce caractère peut-il exclure les « dérivés de crédit » du contrat d'assurance. La réponse est négative. Ce caractère ne ressort jamais des grandes classifications. Un devoir de loyauté réciproque infiltre tout contrat. La jurisprudence apprécie de plus en plus souvent le comportement des contractants à l'aune de ce paramètre. Enfin, les « dérivés de crédit » suppléent en glissant des clauses adaptées la nécessité de dépendre de la seule bonne foi du contractant : la justification de la notification de la survenance du risque par de multiples sources d'informations indépendantes par exemple<sup>877</sup>. Sans ces clauses, les parties seraient obligées de se reposer sur la seule confiance mutuelle dans leurs déclarations. Ils deviendraient des contrats de bonne foi tel qu'entendu dans le domaine de l'assurance.

La définition et les caractéristiques de ces conventions militent pour le rapprochement entre ces conventions. Cette requalification, qui n'est pas à exclure, emporte des risques certains pour la conclusion des « dérivés de crédit ».

---

<sup>875</sup> « L'obligation de répondre avec loyauté et sincérité aux questions posées par l'assureur à l'occasion de l'adhésion à une assurance relève de l'obligation de bonne foi qui s'impose en matière contractuelle », Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 mars 2000, arrêt *Kerbrat c/ banque Sovac Immobilier*, D. 2000 J. p. 574 note Bernard BEIGNIER : cet arrêt peut laisser penser que, finalement, il n'y a pas de contrat de bonne foi spécifique propre au domaine de l'assurance. Elle s'est peut être tout simplement fait rattraper par l'extension de l'obligation de bonne dans tous les domaines contractuels ces dernières années.

<sup>876</sup> Jérôme KULLMANN, « caractère général de l'opération d'assurance », *Lamy ass.* 2010 n° 26 p. 14 ; Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », *Rép. Civ. D.* n° 30 p. 8 ; Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 95 p. 61 ; Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 110 p. 212 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n° 215 p. 202.

<sup>877</sup> V. supra § 277.

## 2. Les conséquences de cette qualification.

**371.** Normalement, la qualification reste en dehors de la problématique de savoir si l'application du régime adéquat entraîne des effets dommageables. Une notion intègre une catégorie juridique indépendamment de savoir s'il arrange ou non les parties. Il n'en reste pas moins que l'invocation du régime juridique de l'assurance aux « dérivés de crédit » provoquera des effets juridiques d'une autre ampleur que ceux du monopole des établissements bancaires. Ces règles sont celles qui donnent sa force au monopole des assureurs. Ensuite s'appliquera un régime fiscal spécifique. Mais ce régime modifiera la structure actuelle du marché puisque les sociétés d'assurances devront s'accorder une place prépondérante. Nous pensons aussi que ce régime juridique serait de nature à entraîner la disparition des « dérivés de crédit » pratiqués actuellement. Nous procéderons à un travail de prospective quant à cette épée de Damoclès. Dans ce régime juridique, l'acheteur de protection ou vendeur de risque d'un « dérivé de crédit » deviendrait l'assuré ou le souscripteur de l'assurance. L'acheteur de risque ou vendeur de protection ne serait autre que l'assureur. Il est inutile de s'intéresser au bénéficiaire car la contrepartie du « dérivé de crédit » profite toujours de la prestation. Il n'y a pas de tierce personne susceptible de la recevoir.

### a. Les conséquences directes : les sanctions de la confusion.

**372.** Pour garantir « *l'intérêt des assurés, souscripteurs et bénéficiaires de contrats d'assurance* », l'article L. 310-1 du code des assurances rend indispensable le contrôle de l'état. Ce contrôle concerne les assurances directes protégeant contre les événements de la vie, par versement d'un capital ou aménagement de la capitalisation. Il s'applique aux assurances protégeant des risques de dommages corporels liés aux accidents et à la maladie. Il porte aussi sur les entreprises qui « *couvrent d'autres risques y compris ceux liés à une activité d'assistance* », catégorie susceptible d'intégrer les « dérivés de crédit ». Ce contrôle de l'Etat prend la forme d'un agrément prévu par l'article L. 310-2 du même code. Sans détailler ni ses modalités d'obtention ni les contraintes à respecter, cet agrément ne peut être délivré qu'aux « entreprises d'assurance ». Les entreprises d'assurance sont celles qui sont légalement autorisées à faire de l'assurance leur objet social. La requalification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance aboutit logiquement à la conclusion syllogistique que seules les entreprises d'assurances sont aptes à conclure valablement des « dérivés de crédit ».

**373.** La violation de ce monopole entraîne des sanctions pénales<sup>878</sup> véhiculées par l'article L. 310-27 du code des assurances. Il prévoit trois ans d'emprisonnement et 75 000 € d'amende pour quiconque pratique ces opérations d'assurance sans l'agrément indispensable. Ces peines concernent en premier lieu les personnes physiques, c'est pourquoi certains alinéas visent plus spécialement les personnes morales. A nouveau, comme pour les infractions au monopole bancaire, nous sommes renvoyés à l'article L. 131-38 du code pénal multipliant au quintuple le montant des sanctions pécuniaires. En revanche, contrairement au monopole bancaire, les magistrats ne disposent pas d'un pouvoir de choix étendu dans le prononcé d'une des peines de l'article L. 131-39 du code pénal. En effet, ils ne peuvent prononcer que « *la peine mentionnée au 4° de l'article 131-39 du code pénal* », à savoir la fermeture soit pour au

---

<sup>878</sup> Stéphanie PORCHY-SIMON, « assurances », Rép. Pén. D. n° 76 p. 12 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Jean-Louis BELLANDO, Jacques MOREAU, Gilbert PARLÉANI, Séverine CABRILLAC et Bernard JADAUD, « traité de droit des assurances ; tome 1 : entreprises et organismes d'assurances », LGDJ 3<sup>ème</sup> édition 2011 n° 204 p. 105.

maximum 5 ans, soit définitive, de l'établissement ayant concouru à la commission des infractions reprochées. Cette fermeture peut entraîner la liquidation de l'établissement en cause. Cette sanction utilise le concept de bonne foi. La loi prévoit en effet que le contractant de bonne foi de l'entreprise qui se voit fermer par décision judiciaire pourra bénéficier des privilèges et garanties prévus pour les souscripteurs et bénéficiaires du contrat d'assurance. Cette disposition s'appliquera évidemment à la contrepartie d'un « dérivé de crédit » qui se conformerait aux conditions de cette prescription légale.

**374.** En matière civile, il n'est nullement possible de discuter de l'innocuité des effets de la violation de ce monopole sur la convention. L'article L. 310-2 du code des assurances souligne, *in fine*, que « *sont nuls les contrats souscrits en infraction du présent article* ». La nullité est de rigueur. Pourtant, cette situation n'est pas aussi idyllique pour sa simplicité qu'il n'y paraît. Une échappatoire est prévue. Cette nullité n'est pas opposable aux assurés, bénéficiaires et souscripteurs de bonne foi. Tous ceux qui ont souscrit ou bénéficié d'une convention d'assurance sans avoir eu connaissance de la violation du monopole ne subiront pas la nullité de leur convention. L'exécution du contrat se poursuivra. Pour les « dérivés de crédit », les acheteurs de protection ignorants cette transgression du monopole bénéficieront de la sauvegarde du contrat. Les débats se reporteront sur les contours de cette bonne foi. L'établir sera la principale difficulté. Comment procéder, en l'état actuel du marché, à la distinction entre contractants de bonne foi et de mauvaise foi, alors que les acteurs ne semblent pas avoir conscience de la violation de ce monopole ? Nul n'est censé ignorer la loi. Le contractant ne pourrait être excusé que par la croyance en la qualité d'assureur de sa contrepartie. La bonne foi sera facilement admise lorsque le contractant aura commis des manœuvres dolosives pour tromper son partenaire sur l'absence d'infraction au monopole. Hormis cette hypothèse, ces contrats de « dérivés de crédit » sont créés, et conclus, la plupart du temps par des spécialistes et professionnels : banquiers, assureurs et financiers. Il semble difficile d'admettre, à l'heure de la bancassurance, que ces professionnels ignorent l'existence du monopole des assurances. Sur ce point, les établissements de crédit n'ont pu que prendre conscience de ces exigences<sup>879</sup>. Une entreprise d'assurance ne peut ignorer sa réglementation. Il lui sera impossible de revendiquer sa bonne foi quand son contractant vendeur de protection ne sera pas l'une de ses semblables. Parfois, il ne sera pas indispensable d'élucider la bonne foi d'un partenaire à un « dérivé de crédit ». La réglementation autorise certains organismes à conclure des « dérivés de crédit » en tant que vendeur ou acheteur de protection, comme les OPCVM. Leur bonne foi ne peut pas être remise en question.

**375.** Enfin, le chapitre des sanctions la violation de ce monopole ne peut se clore sans l'évocation de quelques règles supplémentaires. Les sociétés habilitées à passer des opérations d'assurances doivent, en vertu de l'article L. 322-1 du même code, prendre la forme d'une société anonyme, d'une société d'assurance mutuelle ou d'une société européenne. A défaut, l'article L. 328-5 de ce code renvoi aux peines de l'article L. 310-26, soit 4500 € d'amende doublés en cas de récidive. Le jugement est classiquement publié aux frais des condamnés ou des entreprises civilement responsables. Une SARL se voit dénier le droit de pratiquer des opérations d'assurance<sup>880</sup>. Tout « dérivé de crédit » dont le vendeur de protection enfreindrait le monopole et les règles de constitution sous forme de société anonyme cumulerait ces peines.

**376.** Ces explications se doivent de se terminer par quelques mots sur le bouleversement du marché des « dérivés de crédit » engendré par l'application de ce monopole des assureurs. Il serait profond, car ce monopole devrait les conduire à devenir le premier et seul acteur des

---

<sup>879</sup> Tous les acteurs bancaires des « dérivés de crédit » en France, peu nombreux, se sont engagés sur ce segment.

<sup>880</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 av. 1979, arrêt *Sarl Coordination Routière c/ Rémon*, RGAT 1980 p. 50 note Jean BIGOT. Cette décision précise que le fait pour une société d'organiser des opérations d'assurances en ne se conformant pas à la forme sociale requise entraîne la nullité des contrats conclus.

« dérivés de crédit » en tant que vendeur de protection. Ce n'est nullement le cas. Ceci revient à dire que la majorité des contrats de « dérivés de crédit » actuellement conclus le sont au mépris des règles du monopole des assureurs. Ces contrats ne devraient pas survivre. Les sanctions toucheraient également les contrats dans lesquels l'acheteur de risque ou le vendeur de protection n'est pas un assureur. Ainsi, même un vendeur de risque ou acheteur de protection entreprise d'assurance régulièrement constituée doit s'adresser à une société d'assurance en qualité d'acheteuse de risque. Seuls bémols, les exceptions spécifiques légalement ou réglementairement envisagées. Le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002<sup>881</sup> a autorisé expressément les OPCVM à recourir à ces instruments en vue de favoriser la réalisation de leur stratégie de gestion<sup>882</sup>. La doctrine considère unanimement que cette stratégie peut consister soit à protéger leur actif, soit à offrir une protection dans le but d'obtenir une rémunération avec un rendement accru<sup>883</sup>. Nous serions alors face à une dérogation au monopole des assureurs qui feraient échapper ces contrats à ces sanctions. Mais c'est bien l'une des rares exceptions. D'ailleurs, elle n'est pas sans poser quelques interrogations sur le respect de la hiérarchie des normes et sur l'efficacité réelle de cette dérogation. Le monopole des assureurs est assuré par la loi. C'est donc à elle qu'il revient de poser les principes de dérogations. Tel n'est pas le cas puisque c'est un règlement qui agence cette exception. Cette mutation serait accentuée par l'application de la réglementation fiscale en la matière.

b. Les effets fiscaux de la qualification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance.

**377.** La soumission des « dérivés de crédit » au régime des contrats d'assurance provoquera des incidences fiscales de l'article 991 du code général des impôts. Il instaure une taxe sur les conventions d'assurances<sup>884</sup>. Sa base imposable s'étend à toutes les sommes versées au profit de l'assureur. En matière de « dérivé de crédit », elle atteindra les flux touchés par le vendeur de protection payés par l'acheteur de protection. L'ensemble de la prime versée par l'acheteur de protection sera le référentiel de la taxe sur les conventions d'assurances. Il est très facile de la déterminer pour les « credit default swap » et le « credit spread option ». Ce sera ce mouvement monétaire qui part de l'acheteur de protection pour se diriger vers le vendeur de protection. Il correspond en tout point à la prime que doit verser le vendeur de risque - assuré.

**378.** En revanche, les autres « dérivés de crédit » peuvent engendrer des difficultés pour deux raisons indissociables. La première est la formulation très extensive du texte. Le deuxième alinéa de l'article précité indique que « *la taxe est perçue sur le montant des sommes stipulées au profit de l'assureur et de tous accessoires dont celui-ci bénéficie*

---

<sup>881</sup> Décret modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et portant création des FCC.

<sup>882</sup> V. supra § 219.

<sup>883</sup> Fabrice BUSSIERE, « décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié par le décret du 10 décembre 2002 sur l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM », loc. cit. janv.-fév. 2003 p. 41 et mars-av. 2003 p. 45 ; Nicolas RAULOT, « interview de Jean Marc DELION, chef de service à la COB », loc. cit. p. 37b ; Jean-Norbert PONTIER, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », loc. cit. p. 33.

<sup>884</sup> L'art. 991 du CGI dispose que : « *toute convention d'assurance conclue avec une société ou compagnie d'assurances ou avec tout autre assureur français ou étranger est soumise, quels que soient le lieu et la date auxquels elle est ou a été conclue, à une taxe annuelle et obligatoire...* » ; Jean SCHMIDT, « taxe sur les conventions d'assurances », Lamy Dr. Fis. 2011 n° 6537 p. 713.

*directement ou indirectement du fait de l'assuré* ». La seconde est la forme que prend la prime de certains « dérivés de crédit » qui s'insère dans un mécanisme plus complexe.

Le « credit spread forward » prévoit un versement alternatif de flux financiers selon l'évolution d'une différence de taux. Si cette différence augmente, la situation s'est dégradée, le vendeur de protection - assureur - déboursera une somme équivalente à cette hausse entre les deux taux. Cette somme ne sera finalement que la réalisation de la prestation d'assurance. Elle n'a pas à être soumise à la taxe. Inversement si cette différence se restreint, la situation de l'acheteur de protection s'est améliorée. Il donnera un montant équivalent à cette diminution entre les taux, ce qui se traduit par la remise d'une somme d'argent à l'assureur par l'assuré, montant qui sera soumis à cette taxe. Pour autant, sommes-nous vraiment en face de « *montant de sommes stipulées au profit de l'assureur* » ? L'assureur, au moment de la rédaction de ce contrat, n'est pas certain de bénéficier d'un quelconque versement. Seul le principe d'un éventuel versement dépendant de l'évolution du différentiel est envisagé, et non une estimation explicite d'un montant en toutes lettres. Seuls les modes de calcul peuvent être anticipés. Il n'y a pas d'empêchement diriment à considérer que ces sommes sont clairement stipulées car elles sont déterminables.

**379.** Le « total rate of return swap » est plus complexe car il implique plusieurs flux financiers procurant à la fois une assurance sur le rendement et la valeur de la créance. Etudions l'évolution du rendement de cette créance. L'assuré-acheteur de protection va recevoir un intérêt préfixé, à taux variable ou à taux fixe, de la part du vendeur de protection-assureur. Il ne servira pas de base imposable. En échange, il remettra les intérêts de la créance qu'il veut protéger. Cette somme profite au vendeur de protection-assureur. Elle a vocation à être imposée. Dans ce « dérivé de crédit », cette imposition ne grève qu'un flux. Elle rompt l'équilibre ou le déséquilibre des mouvements monétaires acceptés par les parties. Un embarras supplémentaire proviendra de leur volonté de s'épargner des mouvements trop importants de trésorerie. Elles envisageront fréquemment une compensation entre les flux financiers dus. Seul le solde sera l'objet d'une remise. Son sens variera selon l'évolution des deux taux. Il serait séduisant de ne faire porter cette taxe que sur la seule somme compensée transmise au profit de l'assureur. Mais la compensation n'est qu'une simplification des formalités de paiement entre les parties. C'est pourquoi, le montant des sommes stipulées au profit de l'assureur reste le taux d'intérêt de la créance sous-jacente de ce « dérivé de crédit ». Le texte prévoit que « *la taxe est perçue sur le montant des sommes stipulées au profit de l'assureur* ». C'est ce taux d'intérêt qui est stipulé au profit de l'acheteur de risque, et non la compensation qui n'est qu'un mode de règlement.

La deuxième modalité de ce « dérivé de crédit » s'intéresse à l'évolution de la valeur de la créance entre le début et la fin de la convention. Si elle s'est dégradée, le vendeur de protection donnera une somme équivalente à cette dépréciation. Elle est hors du champ d'application de la taxe. Mais si l'inverse se produit, la valeur de la créance se sera accrue. Le vendeur de risque donnera l'équivalent de cette appréciation à son assureur. Il devient un montant stipulé au profit de l'assureur soumis à la taxation. Là encore, il y a une perception déséquilibrée des flux financiers en fonction du sens de versement alors que les parties les envisagent comme équivalentes et symétriques.

**380.** Dernier « dérivé de crédit » délicat, le « credit linked note » prend la forme d'un emprunt obligataire. L'acquéreur d'un titre consentira un prêt par la remise des fonds de l'achat du titre. Il sera remboursé à échéances préfixées jusqu'au terme du contrat, sauf en cas de survenance d'un événement de crédit. Cet acheteur de titre, vendeur de protection<sup>885</sup> (assureur), percevra périodiquement de son acheteur de protection (assuré) des mouvements

---

<sup>885</sup> En réalité, la forme de ce « dérivé de crédit » imposerait de parler d'assureurs au pluriel au vu de leur souscription par une multitude d'investisseurs, personnes physiques ou morales, profanes ou professionnels. Par simplification, nous emploierons le singulier.

monétaires. Ces sommes se décomposent en plusieurs fractions de nature différente. Une partie correspond au remboursement du capital avancé lors de la souscription des titres. Une autre rémunère le service de mise à disposition du capital. Elle équivaut à des intérêts. Enfin, une dernière partie récompense la protection offerte contre une éventuelle arrivée d'un événement de crédit. L'acheteur de protection propose évidemment un taux d'intérêt bonifié par rapport à la même opération sans transfert de risque. Seule cette différence coïncide véritablement avec une prime d'assurance. Elle seule devrait alors servir d'assiette à la taxe. Pour autant, la rédaction de l'article 991 du code général des impôts vise « *le montant des sommes stipulées au profit de l'assureur* » et « *tous les accessoires dont celui-ci bénéficie directement ou indirectement du fait de l'assuré* ». Elle n'exclut pas la prise en considération de l'ensemble des versements périodiques effectués. Ceci vaudrait pour le remboursement du capital, les intérêts de l'avance et bien sûr la rémunération du transfert de risque. La difficulté émerge au travers de l'objectif poursuivi. Il n'est pas d'obtenir un financement, mais de bénéficier immédiatement d'un capital susceptible de rester partiellement ou totalement entre les mains de l'assuré selon la date de survenance d'un événement de crédit. Ce système supprime le risque de contrepartie pour le vendeur de risque. Une quotité de la somme que perçoit l'acheteur de risque - assureur n'est finalement, pour partie, que la restitution de sa prestation. Si la taxe soumet toutes les sommes reçues de l'assuré par l'assureur, l'ensemble du remboursement perçu par l'assureur y sera astreint. Une taxation globale de ces flux, y compris sur sa propre prestation, pourrait s'imposer. Intuitivement, elle ne serait pas équitable. La solution peut-elle venir d'une interprétation à la lettre de ce dispositif législatif ? Le législateur ajuste le texte aux sommes versées « au profit » de l'assureur. Elle ne se comprendrait pas uniquement dans le seul sens de « destiné à », mais viserait les sommes dont l'assureur tire profit. Celui-ci ne tire assurément aucun profit ou bénéfice de la restitution du capital qu'il avait fourni par avance. Il ne fait que rentrer dans ses fonds. Cette somme n'est qu'une mise à disposition par avance et conditionnelle de l'indemnité d'assurance. Elle ne restera définitivement à disposition de l'assuré que si un événement de crédit prévu au contrat surgit. Le versement initial n'est finalement que l'indemnité d'assurance maximale de l'obligation de règlement auquel contribuera l'assureur si l'événement surgissait au tout début du contrat. Elle diminuera petit à petit au fur et à mesure de la baisse de l'importance du risque potentiel. Elle n'est que la reconnaissance périodique de la diminution monétaire de la couverture de l'assureur reflétant la baisse de l'amplitude des pertes susceptibles d'être subies. Dès lors, cette restitution ne matérialise pas un avantage perçu par l'assureur qui ne tire aucun profit de la restitution de sa prestation. Cette taxe ne doit pas atteindre la prestation de l'assureur, même s'il se la voit restituer, mais des sommes versées au titre des engagements initiaux de l'assuré.

Le propos se doit d'être plus nuancé pour la part des intérêts qui rémunère l'immobilisation et le coût du capital. Ils indemnisent la fourniture conditionnelle et anticipée de la prestation d'assurance. Ils constituent un accessoire particulier versé au profit de l'acheteur de risque. Elle ne sera pas dispensée de la taxe sur la convention d'assurance, selon nous, même en invoquant son caractère accessoire à la restitution de la prestation d'assurance. Elle est une somme supplémentaire versée par l'assuré à l'assureur. Enfin, cette taxe peut indiscutablement s'appliquer pour le surcroît de rémunération offert en échange de la couverture. Elle correspond à une prime d'assurance.

**381.** L'article 1001 du Code Général des Impôts énonce les taux à appliquer à la base imposable de cette taxe sur les conventions d'assurances. Les « dérivés de crédit » qui couvrent le risque de crédit n'entrent pas dans l'une des cinq premières catégories spécifiquement mentionnées. Ils s'insèrent dans la sixième catégorie qui mentionne « *toutes autres assurances* » et qui se voit imposer un taux de 9 %. Cet article dispense les conventions imposées du droit de timbre et offre un enregistrement gratuit lorsque cette

formalité est requise. Mais le gain est minime pour les « dérivés de crédit » qui ne subissent en ce moment aucune imposition de cette nature.

Cette taxe n'est actuellement pas recouvrée. Dans l'hypothèse d'une qualification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance, l'Administration Fiscale pourrait à bon droit en réclamer le paiement pour les contrats futurs, mais également pour les contrats présents voir passés en fonction des règles de prescriptions. Les redressements nécessaires seraient de plus alourdis par les pénalités, amendes et intérêts de retard. Cet ensemble de règles fiscales peut jouer un rôle dans la menace qui pèse à terme sur l'existence des « dérivés de crédit ».

c. Conséquence indirecte : la disparition à terme de ces contrats.

**382.** La disparition à terme des « dérivés de crédit » est envisageable s'ils devaient être qualifiés de contrat d'assurance. Ils se verraient appliquer toute une série de règles qui seraient autant de frein et de dissuasion à leur utilisation : l'application du droit fiscal, les règles de formation et d'exécution du contrat d'assurance. Cette perte d'intérêt sera révélée par une comparaison avec l'étude du contrat d'assurance-crédit qui est la version proposée par les sociétés d'assurance de longue date pour lutter contre le risque de crédit.

$\alpha$  - La dissuasion entraînée par l'application du droit fiscal.

**383.** La qualification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance entraîne leur soumission au régime juridique de l'assurance. Les contractants se verraient appliquer le régime fiscal adéquat. Les milieux financiers se montrent très réfractaires à tout surcoût, en particulier ceux d'origine étatique. En l'occurrence, une pénalisation des versements du vendeur de protection de 9 % est de nature à accabler la rentabilité et profitabilité dégagés de ces outils. Ils seraient rendus beaucoup moins séduisants. La perte d'attractivité sera proportionnelle à l'envergure de l'assiette imposable. Plus l'interprétation des textes sera compréhensive envers l'Administration fiscale, plus augmenteront les réticences des opérateurs à les employer. Rappelons nous les interrogations posées par le « credit linked notes »<sup>886</sup>.

$\beta$  - La dissuasion entraînée par les règles de formation du contrat d'assurance.

**384.** Mais le droit fiscal n'est pas le seul sur le banc des accusés. Le droit des assurances fait l'objet d'une législation détaillée et contraignante pour protéger les assurés. Certaines de ces dispositions sont en contradiction flagrante avec la conception actuelle de conclusion des « dérivés de crédit » par les financiers. L'alignement des « dérivés de crédit » sur le droit des assurances exigerait la disparition de ces contradictions. Ce renoncement serait de nature à en réduire l'attrait. Les contraintes légales de forme bordant la création de la convention d'assurance divergent totalement de celles suivies par les partenaires créant un « dérivé de crédit ». L'assureur doit préparer une convention comportant obligatoirement les mentions de l'article L. 112-4 du

---

<sup>886</sup> V. supra § 380.

code des assurances. Les clauses d'exclusions de couverture doivent apparaître sur la convention en « *caractères très apparents* ». Il ne pourrait qu'en aller de même pour les « dérivés de crédit ». Cette condition est satisfaite dès lors que « *grâce à leur très grande lisibilité, la teneur de ces mentions ne puisse pas échapper à l'assuré* »<sup>887</sup>. A défaut, ces clauses n'ont pas été effectivement portées à la connaissance de l'assuré et lui sont inopposables<sup>888</sup>. L'article L. 112-2 du code des assurances leste un peu plus les formalités en imposant impérativement à l'assureur la fourniture préalable d'« *une fiche d'information sur le prix et les garanties avant la conclusion du contrat* ». Son deuxième alinéa oblige l'assureur à transmettre à son contractant soit un exemplaire du projet du contrat avec toutes ses pièces annexes, soit une notice d'information très détaillée et précise sur cette convention. Ces obligations légales sont à l'opposé de la pratique en matière de « dérivés de crédit » telle que nous l'avons décrite précédemment. Elles accablent la procédure en temps, formalités et débours coûteux là où la finance concilie souplesse et rapidité. Actuellement, la formalisation des contrats de « dérivés de crédit » ne s'astreint pas à ces contraintes. Ces astringences ne sont néanmoins pas insurmontables car les opérateurs des « dérivés de crédit » peuvent s'y adapter. Mais elles réduisant l'attrait qu'ils peuvent exercer.

*γ - La dissuasion entraînée par les règles d'exécution du contrat d'assurance.*

**385.** Mais certaines règles relatives au fond du droit n'offrent aucune possibilité d'adaptation. Elles sont de nature à faire disparaître certaines stratégies et objectifs poursuivis lors de la conclusion des « dérivés de crédit ». Le droit des assurances offre un socle commun à l'ensemble des contrats d'assurances avant de se scinder en diverses tranches dotées de régimes juridiques adaptés. La première distinction « fondamentale »<sup>889</sup> est celle des assurances de dommages et de personnes. Elle se focalise sur l'objet du risque couvert. La personne de l'assuré est l'objet de la protection dans les assurances de personnes. Les assurances de dommages couvrent son patrimoine. Les « dérivés de crédit » couvrent un patrimoine, celui de l'acheteur de protection, et non une personne. Ils entrent dans la catégorie des assurances de dommage. Il est admis que les assurances de dommages se voient astreindre au principe indemnitaire<sup>890</sup>. Il trouve sa source dans l'article L. 121-1 du code des assurances : « *l'assurance relative aux biens est un contrat d'indemnité ; l'indemnité due par l'assureur à l'assuré ne peut pas dépasser le montant de la valeur de la chose assurée au moment du sinistre* ». Le montant de la prestation de l'assureur ne peut pas dépasser le montant du préjudice subi. Ce principe s'appliquera alors aux « dérivés de crédit ». Son objet est d'éviter l'enrichissement de l'assuré lors de la survenance d'un événement dommageable. Il peut, au mieux, bénéficier d'une situation identique à celle prévalant avant le dommage. Mais elle ne peut jamais être meilleure. Le législateur a voulu bloquer la route à toute intention spéculative. Or justement, les « dérivés de crédit » autorisent la poursuite d'objectifs spéculatifs. D'autres aboutissent par un enrichissement lorsqu'ils prévoient le versement d'une somme forfaitaire qui s'avèrera supérieure à la perte définitivement subie. L'application du code des assurances aboutira à proscrire une telle

<sup>887</sup> Cass. civ., 14 mai 1946, arrêt *Cie d'assurance la mutuelle du Turf c/ Bruche*, D. 1946 J. p. 281 note P. L.-P..

<sup>888</sup> Cass. com., 27 fév. 1996, arrêt *soc. Valem Mecap c/ Dame Rouvier et a.*, RCA av. 1996 n° 136 p. 12 et chron. 16 p. 2 d'Hubert GROUDEL ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 2 déc. 2003, arrêt *soc. transport GRG c/ soc. AIG Europe et a.*, RGDA 2004 p. 44 note L. MAYAUX.

<sup>889</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (1<sup>o</sup> généralités) », Rép. Civ. D. n° 42 p. 9.

<sup>890</sup> V. infra § 402.

motivation. Tous les « dérivés de crédit » spéculatifs ne pourront subsister en la forme. Cela signifiera soit réduction au préjudice effectivement subi par les vendeurs de protection du montant versé, soit suppression de toutes les dispositions débouchant à l'exécution de la protection sans préjudice. Que deviendront les « dérivés de crédit » conclus sans couverture réelle, sans détention du sous-jacent ? Le droit des assurances amènera à la disparition des contrats passés en ce sens. Ils perdront tout intérêt pour les spéculateurs et le monde financier. Les philosophies des « dérivés de crédit » et de l'assurance sont différentes. A ce propos, l'assurance propose déjà sa version de lutte contre le risque de crédit, l'assurance-crédit. Les différences sont flagrantes.

*δ - La dissuasion entraînée par la disparition de la philosophie  
des « dérivés de crédit » à partir de l'étude du contrat  
d'assurance-crédit.*

**386.** Les « dérivés de crédit » et l'assurance ne sont pas insufflés par le même état d'esprit. Les créateurs des « dérivés de crédit » recherchent prioritairement la souplesse et l'adaptation du contrat afin d'obtenir l'instrument le plus proche de leurs besoins. Les deux parties organisent en concertation le contenu de leur « dérivé de crédit » ; généralement, le vendeur de risque fait prévaloir ses desiderata. Cette situation est moins fréquente au sein des contrats d'assurance. Si la négociation n'est pas exclue, c'est souvent l'assureur, équivalent de l'acheteur de risque, qui prévoit l'essentiel de la protection et ses modalités. La souplesse des « dérivés de crédit » s'exprime également par la multiplication des stratégies offertes. Les contrats d'assurance n'ont pour objectif que de protéger les assurés. L'assurance dédaigne les stratégies d'arbitrage et bien sur de spéculation. L'intérêt de l'assuré n'est que de se protéger. Ceux poursuivis par les contractants d'un « dérivé de crédit » foisonnent. En passant sous le giron du droit des assurances, les « dérivés de crédit » perdent un nombre impressionnant d'entre eux. Terminées les possibilités d'investissements dans des secteurs de crédit fermés aux investisseurs autres que les sociétés d'assurances et de diversification des portefeuilles. Le résultat se répète pour tous les intérêts qui ne sont pas spécifiquement poursuivis par une société d'assurance en qualité de vendeur de protection. La souplesse des « dérivés de crédit » est fortement amputée. Le développement de la bancassurance relativisera cette évolution. Les établissements de crédit monteront des structures avec la capacité juridique nécessaire pour accomplir de telles opérations, à savoir un département assurance sous forme de société à laquelle sera transférée l'activité des « dérivés de crédit ». Mais cela ne résoudra pas totalement l'intégralité des difficultés. Par ailleurs, cette création n'est pas forcément à la portée de tous les établissements de crédit ni des autres investisseurs. Cette solution reste lourde et coûteuse.

**387.** Cette divergence de philosophie sera extrêmement bien mise en évidence par la façon dont les sociétés d'assurances appréhendent le risque de crédit à travers le prisme de l'assurance<sup>891</sup>. Nous en profiterons pour mesurer les disparités entre l'assurance crédit et les « dérivés de crédit ». Mais il ne faudrait pas pour autant en déduire l'exclusion des « dérivés de crédit » des contrats d'assurances. Ils seraient une chance d'extension de leur activité risque de crédit complétant le secteur de l'assurance crédit qui se particularise par un domaine limité. Cette assurance-crédit est un palliatif au défaut de recouvrement de créances. Elle est « une opération d'assurance souscrite par des commerçants auprès d'une compagnie

---

<sup>891</sup> Guillaume DE TARDE, « les bases théoriques et pratiques de l'assurance crédit en France », RGAT 1930 p. 475.

d'assurance pour se garantir contre le risque normal de perte de leurs créances sur des personnes physiques ou morales de droit privé, également commerçantes »<sup>892</sup>. Elle est restreinte à la protection des créances commerciales. Elle comporte le risque de non-paiement d'une créance exigible et les facilités de paiement accordées par un commerçant à l'un de ses confrères. Les « dérivés de crédit » couvrent un plus large spectre de créances<sup>893</sup>.

Le mode de sélection des créances à protéger est totalement différent. L'acheteur de protection d'un « dérivé de crédit » est maître du jeu. Il sélectionne les créances dont il ne veut plus assumer le risque<sup>894</sup>. Pour l'assurance-crédit, c'est l'assureur qui détient le pouvoir de décision. Il s'attribue, et se voit accorder, un pouvoir décisionnel indiscutable et prépondérant. L'assuré doit tolérer que ce contrat s'applique à la totalité de son poste créances clientèles<sup>895</sup>. L'assurance-crédit prodigue une protection globale là où un « dérivé de crédit » organise une protection chirurgicale sur une créance, un portefeuille de créances ou une entité de référence précise. Si ce principe de globalité de l'assurance crédit souffre d'exceptions, elles dépendent de la volonté exclusive de l'assureur. Il sélectionne les créances qu'il accepte d'intégrer sous le parapluie de sa protection en accordant un agrément qui sont de deux sortes. L'un, général, se fondera sur une garantie calculée pour un montant global à l'intérieur duquel la garantie est automatiquement donnée, sous certaines réserves et conditions. Cette possibilité est intitulée : « *limite des clients non dénommés* ». Si l'encours à l'égard d'un client venait à dépasser cette garantie générale, l'assuré doit suivre une procédure de demande d'agrément individuel (« clients dénommés ») en signifiant la limite financière désirée. Son sort est laissé à l'entière discrétion de l'assureur. Il l'accordera totalement, partiellement ou la rejettera. L'assuré pourra, selon l'évolution commerciale relationnelle, demander l'accroissement, la diminution ou la suppression de la garantie. L'assureur communiquera une liste des clients à qui l'assuré devra s'interdire d'accorder un crédit même sur l'encours général. A défaut, la couverture est perdue. L'assureur dispose d'un véritable pouvoir de triage des créances à l'inverse des modalités de fonctionnement des « dérivés de crédit ».

**388.** Les « dérivés de crédit » mettent à la disposition des contractants une gamme beaucoup plus florissante de faits générateurs de protection. L'assurance-crédit s'en tient aux seuls cas d'insolvabilité constatée<sup>896</sup> : la saisine des Tribunaux de Commerce pour l'ouverture d'une procédure collective, la conclusion d'un accord amiable entre créanciers et débiteurs,

---

<sup>892</sup> Jean-André PIETRI, « assurance des risques d'entreprises », édition Francis Lefebvre 1994 n° 9205 p. 609. V. : « en affectant à une compagnie anonyme ou mutuelle spécialisée dans cette branche une prime forfaitaire, mensuelle ou annuelle, tel industriel ou commerçant ou bien même tel particulier obtient la garantie du remboursement total ou partiel des crédits accordés par lui à sa clientèle quelconque ou à un débiteur nominativement désigné, en cas de défaillance et d'insolvabilité de ces derniers », R. VANARD, « l'assurance contre les risques du crédit et les problèmes juridiques qu'elle soulève », RGAT 1930 p. 276 ; « l'assurance crédit, dans son acception la plus générale, a pour but de couvrir un industriel ou un commerçant contre les risques d'insolvabilité de ses débiteurs ou si l'on veut encore, contre les risques de défaillance de ceux de ses clients auxquels il a accordé des crédits » ou « l'assurance crédit a pour but, en se basant sur la loi des grands nombres et sur le principe de la division des risques, de garantir contre les risques d'insolvabilité de certains débiteurs déterminés, les crédits ouverts par une banque à un industriel ou à un commerçant » : Jean DELMAS, « étude du crédit dans ses rapports avec l'assurance », Rev. critique de législation et de jurisprudence 1924 p. 556 ; Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », op. cit. ; Nicolas LEBLOND, « une assurance méconnue : l'assurance-crédit », RLDC n° 73 de juil.-août 2010 p. 30.

<sup>893</sup> Le montage d'un « credit linked note » pour un portefeuille de prêts immobiliers particuliers d'un établissement de crédit allemand impossible à retranscrire en France par l'assurance crédit.

<sup>894</sup> En s'astreignant, pour attirer les investisseurs, à le rendre attractif sous peine de ne pas trouver d'investisseurs ou d'acquitter une prime trop élevée. D'où le panachage de créances de diverses qualités plutôt qu'un panier composé uniquement de créances « douteuses ».

<sup>895</sup> Globalité qui se répercutera défavorablement sur la prime calculée sur des créances dont les débiteurs ont peu de chance d'être l'objet d'une défaillance.

<sup>896</sup> Sur cette notion : R. VANARD, « l'insolvabilité au sens de l'assurance crédit », RGAT 1933 p. 770.

sous réserve de l'obtention de l'accord de l'assureur. Autre événement admis, la présentation d'un procès verbal de carence dressé en vertu d'un titre exécutoire passé en force de chose jugée. Pour les faibles créances, une insolvabilité présumée est reconnue. La garantie n'est invocable qu'après un délai de manquement contractuellement fixé. Ce délai court dès la transmission de la créance aux services de l'assureur. L'assurance-crédit ne peut être actionnée lorsque le défaut de paiement sera consécutif à la survenance d'un risque de catastrophe naturelle ou d'un risque politique. Cette exclusion pourra être ignorée par les « dérivés de crédit » si les parties le souhaitent.

**389.** L'assureur détient un pouvoir d'ingérence dans la relation assuré / débiteur et par répercussion dans la politique commerciale de l'assuré. L'assureur influencera le processus décisionnel d'octroi des crédits car il exercera une surveillance sur l'évolution et sur la qualité des débiteurs. Selon les prévisions conventionnelles, il pourra à tout moment dénoncer ou réduire la limite d'encours sur tel ou tel client<sup>897</sup>. Ce pouvoir ne pourra que se répercuter sur le comportement de l'assuré à l'égard de sa relation commerciale. L'assureur dénoncera à l'assuré les mauvais payeurs, l'assuré devant alors se garder de leur consentir des facilités. L'assureur peut conditionner sa garantie à la régularisation périodique des dettes par les clients. L'assuré devra s'abstenir de livrer un débiteur qui ne se serait pas intégralement libéré du paiement des précédentes fournitures sous peine de perdre la garantie<sup>898</sup>. L'assureur peut même remplacer le créancier en utilisant ses propres services de recouvrement. L'ensemble des sommes perçues sera reversé à l'assuré et déduite automatiquement de la prestation de l'assureur. S'il fournit sa prestation, il deviendra subrogé dans les droits de l'assuré. Les assureurs détiennent un pouvoir d'ingérence dans les relations commerciales. Or les « dérivés de crédit » excluent d'octroyer le moindre droit d'immixtion du vendeur de protection dans la relation sous-jacente.

**390.** Le calcul de la prestation de l'assureur diffère notablement de celui des « dérivés de crédit ». Les assureurs estiment que l'assuré doit conserver une partie des pertes supportées. Le but avoué est de le responsabiliser afin qu'il ne développe pas une attitude désinvolte vis à vis des commodités accordées<sup>899</sup>. La différence est frappante avec les « dérivés de crédit ». Les règles sont clairement différentes entre les « dérivés de crédit » et assurance-crédit.

**391.** Ces développements montrent que la soumission des « dérivés de crédit » au droit des assurances est une source d'inquiétude très sérieuse, beaucoup plus sérieuse qu'une requalification en opération de banque. A terme, cette requalification alignera les « dérivés de crédit » sur les contrats d'assurance traditionnels<sup>900</sup> sans aller jusqu'à les niveler jusque l'assurance-crédit. Obligés de se conformer aux dispositions législatives impératives, la liberté octroyée par les « dérivés de crédit » régressera. Toutes les dissuasions finiront par se

---

<sup>897</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 22 nov. 1989, arrêt *soc. Charroy c/ défense automobile et sportive*, RCA janv. 1990 n° 49 p. 15 qui rejette tout caractère potestatif tant que cette décision repose sur le résultat de vérification de la situation financière des clients, sur des « circonstances objectives, susceptibles d'un contrôle judiciaire ».

<sup>898</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 18 déc. 1990, arrêt *Assurance mutuelle agricoles de Savoie c/ S.A. Viard Vial*, RGAT 1991 n° 6 p. 170 note Jérôme KULLMANN.

<sup>899</sup> Le meilleur taux de remboursement ne sera au mieux que de 85 % des montants impayés : Jean-André PIETRI, « assurance des risques d'entreprises », op. cit. n° 9290 p. 617.

<sup>900</sup> Lors du recensement des « dérivés de crédit », nous avons écarté certains mécanismes clairement identifiés en le justifiant par l'idée qu'ils n'étaient qu'un montage complexe regroupant divers instruments dont un « dérivé de crédit ». Il en est un qui adjoint un « dérivé de crédit » à la titrisation afin de la sécuriser, la rendre plus attractive et l'adapter aux exigences du marché. Cette idée est confirmée par l'existence d'une variante de ce montage remplaçant le « dérivé de crédit » par une assurance-crédit (avec les limites qui en résultent). Par exemple : la titrisation d'Arcelor de mars 2003 portant sur 2 milliards d'euros de créances commerciales : Frédérique GARROUSTE, « l'assurance crédit renoue avec la croissance », O.F. n° 757 du 3 nov. 2003 p. 39.

cumuler pour provoquer un désintéret. Tous les avantages permis dans la gestion du risque de crédit seront pour partie annihilés. Néanmoins, certains arguments ont été avancés pour réduire ce risque de requalification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance.

## B. Les arguments avancés pour écarter cette attraction.

**392.** Les « dérivés de crédit » comprennent les éléments caractéristiques et distinctifs du contrat d'assurance. La doctrine, notant cette proximité, a finalement repoussé ce danger grâce à divers arguments. Jusqu'à présent, la comparaison a porté sur l'assurance et les « dérivés de crédit » en général. Si leur définition générale laisse entendre que l'assimilation à un contrat d'assurance est possible, l'examen plus profond de chaque branche des « dérivés de crédit » laisse finalement douter du rapprochement. En revanche, pour d'autres, il faudra se référer à ces arguments doctrinaux pour tenter de les différencier.

### 1. Problème écarté de façon radicale : les « dérivés de crédit » ne ressemblant pas à l'assurance.

**393.** Les éléments essentiels du contrat d'assurance sont le risque, la prime et une prestation de l'assureur. Le risque est indéniablement présent dans chaque famille des « dérivés de crédit ». Aucun ne peut se targuer de ne pas en détenir. Pour autant, certains « dérivés de crédit » ne ressemblent pas, dans leur structure, à l'assurance. Des doutes surviennent sur la présence d'une prime ou d'une prestation de l'assureur chez certains « dérivés de crédit ».

#### a. Les « dérivés de crédit » sans prime.

**394.** La définition générale des « dérivés de crédit » reconnaît leur caractère onéreux. Mais ce caractère onéreux<sup>901</sup> suffit-il à exprimer la présence d'une prime ? La taxe sur la convention d'assurance devrait s'appliquer sur la prime remise par l'assuré à l'assureur. Le législateur ne reprend pas ce terme. Dans le code général des impôts, il préfère évoquer « *les sommes stipulées au profit de l'assureur et de tous les accessoires dont celui-ci bénéficie directement ou indirectement du fait de l'assuré* ». Il évite toute limitation de l'assiette imposable ou de longs débats sur ce qu'il convient d'entendre par prime. Si certains « dérivés de crédit » organisent les flux monétaires de l'acheteur de protection au vendeur de protection, ils ne correspondent pas forcément à une prime. La prime est une somme d'argent versée par l'assuré. Elle correspond au prix du risque pris par l'assureur. Elle est facilement individualisable, reconnaissable et apparaît sous cette forme dans tous les contrats d'assurance, sans exception. L'assuré s'en dessaisi dès le début du contrat. Tous les « dérivés de crédit » ne prévoient pas la remise d'une prime sous cette forme. Dans un « credit spread forward », de telle somme versée obligatoirement par le vendeur de risque au vendeur de protection lors de la conclusion du contrat n'existe pas. Il instaure périodiquement un seul flux financier. Ce flux possède un sens de versement

---

<sup>901</sup> Nous évoquons « *un ou des versements définitifs de sommes d'argent d'importance variable et non équilibrée entre deux parties* ».

alternatif. Il est calculé selon la fluctuation de deux différentiels entre deux taux d'intérêt à des moments distincts. Dans l'hypothèse d'une hausse de ce différentiel, l'acheteur de risque devra fournir à sa contrepartie une prestation monétaire équivalente à cette différence. Cette somme ressemble à la prestation monétaire d'un assureur. Que recevra-t-il en échange de sa contrepartie ? Rien. Il n'y a alors aucune prime de concédée. Si plusieurs périodes sont prévues et que ce différentiel augmente de manière continue, le vendeur de protection ne bénéficiera d'aucun mouvement monétaire. Ainsi, il devient délicat de détecter une prime dans cette catégorie de contrat face à ces circonstances.

Si ce différentiel diminue, un versement naîtra de l'acheteur vers le vendeur de protection. Sommes-nous face à une prime ? Certainement pas. Ce flux traduit le resserrement de l'écart entre le rendement de la créance protégée et la créance de référence réputée sûre. Elle exprime l'idée que le risque redouté s'éloigne. Sa survenance devient moins probable. Ce flux présente une symétrie avec celui acquitté dans l'autre sens si une dégradation est entrevue. La même modalité de calcul fournit un mouvement monétaire dans un sens ou dans l'autre dont le quantum traduit une probabilité plus ou moins grande de concrétisation du risque. S'il n'est pas considéré comme une prime quand il émane de l'acheteur de risque, il ne peut pas l'être non plus sous prétexte que le paiement intervient dans l'autre sens. Ce paiement matérialise financièrement le risque plutôt que la représentation du coût d'une couverture calculée en fonction de la probabilité de matérialisation du risque. La prime manque à ce « credit spread forward ».

**395.** Le « total rate of return swap », avec son mécanisme à double détente, repose sur la même problématique. Il n'y a aucun versement de prime dès l'accord trouvé entre les parties. La première détente monétaire vise la rentabilité de la créance tandis que la seconde préserve le capital de la créance. L'acheteur de protection fournit régulièrement, durant l'application de la convention, les intérêts qu'il reçoit de la créance protégée. Ce transfert des intérêts de la créance protégée n'est pas une prime. Ce niveau de taux d'intérêt n'est pas fixé en fonction de la probabilité de survenance d'un risque. Il reçoit en contrepartie le taux d'intérêt fixe ou variable préalablement fixé dans cette convention par le vendeur de protection. Il ne peut pas être une prime puisque il émane de celui qui offre sa protection. L'un des versements assure une rentabilité minimale de la créance contre un renoncement à toute amélioration profitant à sa contrepartie. Ces flux financiers inverses ont la même nature. Aucun n'est le prix de cette protection. La deuxième détente reprend la même philosophie et même mécanisme que les « credit spread forward ». Elle concerne la valeur finale de la créance. Elle intervient en fin de contrat en érigeant un versement alternatif, en faveur de l'acheteur de protection pour la diminution de la valeur de la créance ou en faveur du vendeur de protection en cas d'appréciation de cette valeur. Il n'existe pas de prime dans cet instrument.

**396.** Les autres « dérivés de crédit » contiennent une prime dans leurs mécanismes. Celle du « credit linked note » n'est pas immédiatement apparente. Elle est localisée dans le taux d'intérêt complémentaire qui rémunère la prise de risque. La majoration s'apprécie par rapport à l'émission des mêmes titres sans ce transfert de risque. Cette majoration de taux d'intérêt se traduira par le versement périodique supplémentaire d'une somme d'argent. Elle correspond aux caractéristiques de la prime du contrat d'assurance. Enfin, tout doute peut être ôté pour les deux derniers instruments. Le « credit default swap » et le « credit spread option » imposent le paiement d'une somme d'argent par le vendeur de risque au profit de l'acheteur de risque. Cette somme est même appelée prime. Elle se veut la rémunération du risque accepté. A ce stade, il est d'ores et déjà possible d'écarter les « credit spread forward » et les « total rate of return swap » de toute confusion avec les contrats d'assurances.

b. Les « dérivés de crédit » sans prestation de l'assureur.

**397.** L'assuré doit bénéficier d'une prestation de l'assureur sous la forme d'une somme monétaire ou de prestation matérielle compensant les effets de la survenance de l'événement. Cette prestation est indéniablement présente au sein des « credit default swap ». Mais les « credit linked note » peuvent laisser plus dubitatif. Lorsque survient l'événement, le vendeur de protection n'agit pas ni ne donne rien. Il renonce au remboursement des sommes versées lors de la souscription des titres. Le « credit linked note » demande la fourniture par l'assureur de la somme maximale de sa prestation dès le début de la convention. Et là se marque une différence avec la prestation classique d'un assureur. Il est constant que cette prestation ne se réalise qu'après la survenance de l'événement aléatoire. Il n'existe pas d'exception. La prestation de l'acheteur de risque d'un « credit linked note » n'a ni les mêmes caractéristiques ni la même nature que la prestation de l'assureur. De surcroît, sa description ne ressemble pas à une opération d'assurance classique. En effet, il use d'un mécanisme d'emprunt sous la forme d'émission de titres, d'essence obligataire la plupart du temps. Un assureur n'avance pas de sommes d'argent à ses assurés. D'ailleurs, ils répugnent à déboursier toute somme tant que le risque n'est pas définitivement avéré et que les conséquences patrimoniales ne sont pas définitivement quantifiables. Par exemple, des auteurs excluent de l'assurance-crédit certains risques, tel que celui de non-paiement à l'échéance, incompatibles avec « *le bon état d'esprit de l'assurance* »<sup>902</sup> car ils les considèrent comme des opérations de trésorerie. Des discussions se sont déroulées sur le moment du paiement de l'indemnité d'assurance dans les polices d'assurance-crédit diffusées auprès des établissements de crédit. Ces derniers préféraient une couverture partielle, un règlement provisoire dès le premier manquement de paiement à l'échéance calculé d'après un pourcentage de l'évaluation de la perte définitive. Ils estimaient être face à un révélateur de la future défaillance du débiteur et de la survenance imminente du risque. Les sociétés d'assurances s'y opposaient tant que le risque n'est pas devenu définitif, car cette défaillance ne pouvait qu'être une simple difficulté ponctuelle sans incidence. Elles traduisaient cette exigence comme un mécanisme d'avance sur trésorerie antagonique avec le contrat d'assurance. Finalement, une transaction décida d'un règlement provisoire intervenant à une date très proche de celle de l'insolvabilité du débiteur et chiffré sur la base de la perte éventuelle du créancier. La prestation d'assurance ne s'exécute qu'après la concrétisation du risque. Dans la meilleure hypothèse, lorsque les contractants disposent d'une certaine influence, un règlement provisoire mais partiel peut être prévu. Or l'acheteur de risque d'un « credit linked notes » consent à une avance de trésorerie en empruntant les outils de financement incompatibles avec l'assurance selon les titulaires de ce monopole<sup>903</sup>. C'est pourquoi il ne peut être considéré comme une convention d'assurance.

**398.** Le flux monétaire du « credit spread forward » peut-il se voir qualifier de prestation d'assurance ? Cette somme peut aussi bien être prodiguée par l'acheteur que par le vendeur de protection. Elle n'est pas l'application d'une prestation de l'assureur en faveur de l'assuré. Enfin, il paraît inenvisageable d'attribuer une qualification alternative de prime<sup>904</sup> ou de prestation de l'assureur selon le sens du versement monétaire. Le contrat d'assurance prévoit toujours le paiement d'une prime et l'exécution éventuelle d'une prestation par l'assureur, et non l'exécution d'une unique prestation par n'importe laquelle des parties selon l'évolution d'un aléa comme le spécifie le « credit spread forward ». La même problématique contamine le « total return swap ». La prestation d'assurance ne se dévoile pas. La partie du

---

<sup>902</sup> Jean DESBROSSES, « l'assurance crédits et les banques », RGAT 1930 p. 866.

<sup>903</sup> Jean DESBROSSES, « l'assurance crédits et les banques », loc. cit. p. 866 ; Guillaume DE TARDE, « les bases théoriques et pratiques de l'assurance crédit en France », loc. cit. p. 475.

<sup>904</sup> D'autant que ce flux est lié à l'exécution du risque et non au paiement du service rendu de protection.

contrat qui duplique le mécanisme du « credit spread forward » duplique aussi les mêmes explications. L'obligation monétaire versée par le vendeur de protection tout au long de son exécution n'est pas cette prestation. Elle est la transformation pécuniaire d'un taux d'intérêt périodique qui n'est pas subordonnée à la survenance d'un risque. L'exclusion de la qualification d'assurance aux « credit spread forward » et aux « total return swap » se confirme.

**399.** Le « credit spread option » comporte un risque et une prime. Quid de la prestation de l'assureur ? Apparemment, il semble y en avoir une. Le risque, la dépréciation de la créance, se mesurera selon l'évolution du taux. S'il se réalise, le vendeur de risque percevra une indemnité égale à la valeur de la créance avant l'évolution défavorable. Mais ceci ne le transforme pas en contrat d'assurance. Cette somme sera reçue contre remise du sous-jacent. La convention consacre en réalité le droit de l'acheteur de protection à vendre cette créance à prix préfixé si cette valeur se déprécie. Il dispose d'une option de la céder ou pas. Plutôt que de se reposer sur la seule volonté du bénéficiaire du choix, les parties introduisent dans ce mécanisme un aléa dépendant de l'évolution de son cours. Sa structure ressemble à celle de la promesse unilatérale de vente qui n'est certainement pas un contrat d'assurance.

Au terme de ces développements, alors que l'étude générale des « dérivés de crédit » pouvait laisser craindre une requalification en contrat d'assurance, l'étude au cas par cas de ces contrats permet de l'évacuer. Si tous sont onéreux et envisagent un risque, ils ne comprennent pas forcément une prime et une prestation d'assurance au sens du droit des assurances. Enfin, certaines conventions reposent sur des agencements différents des assurances. Le « credit linked notes », le « credit spread forward », le « credit spread option » et le « total return swap » ne sont pas des contrats d'assurance. Mais nous n'avons pu en exclure le « credit default swap ».

## **2. Le cas particulier du « credit default swap ».**

**400.** Le « credit default swap » reprend tous les attributs du contrat d'assurance. Sa construction se calque sur celui-ci. La prime préalablement versée rémunère le risque pris. La prestation de l'assureur compense la survenue avérée du risque. Mais la doctrine a refusé de voir des contrats d'assurance chez les « dérivés de crédit ». Ces arguments sont maintenant superflus pour la plupart d'entre eux. Mais ils conservent à présent leur pertinence pour les « credit default swap ». Or leur efficacité n'est pas avérée. La façon dont la jurisprudence procède à la requalification de certaines conventions en contrat d'assurance confirme leur peu de pertinence. Enfin, il semble que le doute soit insufflé par quelques dispositions d'origine légale ou réglementaire.

### **a. Les arguments mis en exergue pour éviter cette requalification.**

**401.** La doctrine poursuit deux variantes de raisonnement pour écarter les « dérivés de crédit » des difficultés provoquées par cette confrontation avec le droit des assurances. Ils reposent sur des éléments communs. Le premier est de compléter la notion de contrat d'assurance par l'intégration d'autres traits caractéristiques, qui ne font pas consensus. Les « dérivés de crédit » ne comporteraient pas ces traits essentiels supplémentaires caractéristiques du contrat d'assurance. Ils échapperaient de la sorte à l'assimilation. L'autre variante reprend ces éléments supplémentaires et les intègre non au contrat d'assurance, mais à l'opération d'assurance. Il est relevé qu'une lecture littérale de

l'article L. 310-2 du code des assurances appose la protection du monopole aux « opérations d'assurances »<sup>905</sup>. Ainsi, les « dérivés de crédit » dépourvus de ces éléments ne seraient pas des opérations d'assurance seules protégées par le monopole. Ils seraient opportunément soustraits à l'attraction et requalification de l'assurance et aux risques juridiques subséquents. Quelle serait alors la distinction juridique entre contrat et opération d'assurance ? Le contrat d'assurance ne serait qu'une partie du tout qu'est l'opération d'assurance. Il ne serait que la vision microéconomique de l'assurance en restant centré sur la relation assureur-assuré. Il ne serait que le support juridique de l'opération d'assurance qui, doté d'une approche macroéconomique, embrasse les nécessités de l'organisation économique générale de l'assurance<sup>906</sup> avec ces fameux traits caractéristiques de l'assurance.

#### *α - Le principe indemnitaire.*

**402.** La première nécessité organisationnelle de l'opération d'assurance part du postulat qu'elle protège le patrimoine de l'assuré. Cette protection implique le remplacement de l'assuré dans la situation antérieure à celle de l'arrivée du risque. La prestation de l'assureur ne doit pas lui procurer une quelconque plus-value. L'assuré ne devra jamais recevoir plus que ce qu'il a perdu. Ce postulat fonde le célèbre principe indemnitaire de l'assurance qui refuse que l'assuré puisse tirer un profit de la survenance du risque. Les « dérivés de crédit » ne sont pas encadrés par ce principe en permettant aux parties de poursuivre un but spéculatif irréductible à l'assurance. Ils ne peuvent être une opération d'assurance. Autre conséquence, cette interdiction de tirer profit de la situation redoutée réclame forcément un dommage effectivement subi par l'assuré. Il recevra une évaluation pécuniaire de l'importance de ce dommage. Si un événement redouté se manifeste sans se concrétiser par des pertes pour l'assuré, il ne pourra revendiquer aucune garantie ni bénéficier de la prestation de l'assureur. La protection accordée par les « dérivés de crédit » est centrée sur la survenance d'un événement spécifié au contrat ou sur la comparaison d'une évaluation de cours sans que soit systématiquement pris en compte la matérialisation d'un préjudice. Il n'y a pas forcément perte. Or le principe indemnitaire présuppose deux aspects indissociables. Le premier est que la prestation de l'assureur n'est due que si un préjudice découle de la concrétisation du risque. Le deuxième est que si un préjudice survient, l'assuré ne doit pas recevoir plus que son appauvrissement. Le cumul d'indemnités provenant de plusieurs contrats d'assurance est exclu. Dans cette hypothèse, il sera procédé, pour chaque indemnité à verser, à la déduction de toutes celles déjà perçues à ce titre par l'assuré afin de réparer exactement le préjudice supporté. Le « credit default swap » assimilé à une opération d'assurance ne pourrait donner lieu à une indemnisation supérieure. La couverture du même actif sous-jacent par plusieurs contrats de « credit default swap » imposerait alors d'arranger une indemnisation débouchant à un dédommagement supérieur à la perte. Les « dérivés de crédit » ne s'embarrassent pas de telles considérations. Chaque contrat donne lieu à dénouement indépendamment des autres. Faut-il pour autant en conclure,

---

<sup>905</sup> Art. L. 310-2 du code des assurances : « sous réserve des dispositions de l'article L. 310-10, les opérations d'assurance directe définies à l'article L. 310-1 ne peuvent être pratiquées sur le territoire de la république française que etc. ».

<sup>906</sup> « L'opération d'assurance se traduit par la formation d'un contrat, relation juridique entre deux personnes. Elle est alors considérée et traitée comme un acte unique, indépendamment de l'ensemble économique au sein duquel elle se situe économiquement et techniquement » : Jérôme KULLMANN, « caractère général de l'opération d'assurance », Lamy ass. 2010 n° 2 p. 8.

comme la doctrine majoritaire<sup>907</sup>, que ce principe indemnitaire permet d'écarter l'assimilation du « credit default swap » à l'assurance ?

**403.** Selon nous, la réponse est clairement négative. Ce principe indemnitaire ne saurait être un mode de différenciation efficace. D'abord, tous les « credit default swap » ne sont pas spéculatifs. Imaginons un contrat subordonnant expressément une protection du vendeur de risque à un événement démontrant indéniablement l'incurie du débiteur de la créance protégée<sup>908</sup>. Imaginons aussi ce même contrat mesurant une indemnisation à hauteur de la perte de valeur de la créance protégée. Rien ne le distingue d'un contrat d'assurance. D'ailleurs, même les auteurs qui invoquent cet argument ont conscience de ses limites. Ils estiment indispensable que les rédacteurs de la convention prennent la précaution « *d'éviter que ne soit établi un lien entre, d'une part, le préjudice que pourrait subir l'acheteur du dérivé et, d'autre part, le paiement dû par le vendeur* »<sup>909</sup>. Un raisonnement à contrario fait ressortir qu'un « credit default swap » indemnitaire est un contrat d'assurance. Il ne faudrait pas recourir à cet outil si le calcul de l'indemnité repose sur l'évaluation exacte du préjudice. Suivre systématiquement ce conseil produirait une conséquence pour le moins déconcertante. Il interdirait à l'acheteur de protection de souscrire cet instrument dans un pur but de couverture. De même, toutes les hypothèses dans lesquelles le « dérivé de crédit » ne couvre qu'une partie du préjudice encourent cette requalification. L'article L. 121-1 du code des assurances autorise les polices d'assurances qui laissent à la charge de l'assuré une partie du risque. Par précaution, il faudrait aussi éviter ce type de disposition pour les « credit default swap ». Ainsi, seraient touchés par cette problématique tous les « credit default swap » qui indemnisent totalement ou partiellement l'acheteur de protection. Dès lors, ne posent

---

<sup>907</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. pp. 148 et 149 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc. cit. n° 39 p. 912-8 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. B. p. 54 ; Bertrand PERIGNON, « le particularisme juridique des produits dérivés », loc. cit. p. 28 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 707 p. 639 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 88 p. 24 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 484 p. 472 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 420 p. 294 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 216 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 189 p. 91 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1116 p. 673 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 168 p. 257. Certains auteurs intègrent à la définition du risque celle de préjudice et par répercussion le principe indemnitaire : Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « dérivés de crédit et violation du monopole des assurances », loc. cit. et « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 et du seul Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 132 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 268 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 253 p. 189 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », loc. cit. n° 30 p. 32.

<sup>908</sup> Liquidation ou redressement judiciaire, moratoire, répudiation de la dette etc.

<sup>909</sup> « Une réelle autonomie doit notamment exister entre le fait générateur de cette obligation de paiement et le préjudice que pourrait subir l'acheteur de la protection du fait de l'événement de crédit » : Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45, « dérivés de crédit et violation du monopole des assurances », loc. cit. Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 278. « Des arguments militent cependant en faveur de la distinction de ces deux types d'instruments mais, là encore, seule une étude au cas par cas de ces opérations permettra de rendre un avis circonstancié sur cette question », ce qui traduit la friabilité de ces arguments : Patrick D'HÉROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50. Cette question s'est posée pour un simple « swap » : Alain GAUVIN et Philippe MARINI, « crise des subprimes, le résultat de l'obsolescence réglementaire », Rev. B. n° 696 de nov. 2007 p. 45.

aucune difficulté les conventions spéculatives qui prévoient une indemnisation supérieure au préjudice. Ces contrats sont ceux pour lesquels l'acheteur de protection n'est pas soumis au risque ou n'est pas ou plus détenteur de la créance. Comment qualifier certains contrats, tel que le « credit default swap digital », qui prévoient le versement d'une somme forfaitaire par le vendeur de protection en cas de réalisation du risque. Si cette somme s'avère supérieure au dommage de l'acheteur de protection titulaire des créances, la convention sera spéculative et échappera à la requalification. Inversement, si cette prévision est inférieure au dommage, elle pourrait être requalifiée. La qualification de la convention dépendra donc uniquement du rapport entre l'importance du dommage subi et de la somme forfaitaire prévue. Cette situation n'est pas satisfaisante puisqu'elle dénie toute sécurité juridique. Il est de plus difficile de savoir à l'avance si certaines conventions sont spéculatives ou non. Cette précaution de rédaction met en relief la faiblesse du raisonnement qui évoque le principe indemnitaire pour éviter la requalification des « credit default swap » en assurance. Cette difficulté n'est pas prête de s'amoinrir. L'ISDA, par ses conventions types, encourage maintenant l'insertion de seuils de matérialité. Ils provoquent le versement de la prestation de l'acheteur de risque lorsqu'ils sont franchis. Ils ajustent la protection aux seuls événements d'une certaine ampleur. Monsieur Alain GAUVIN, avec raison, estime que cette incitation s'assimile au principe indemnitaire du contrat d'assurance. Ces seuils de matérialité ressemblent aux franchises laissées à la charge de l'assuré du deuxième alinéa de l'article L. 121-1 du code des assurances<sup>910</sup>. Cette préconisation rend inexistant ce critère de distinction. Mais elle traduit les récriminations de certains vendeurs de protection qui se plaignent de devoir offrir une prestation lorsque l'acheteur de protection n'a subi aucune perte<sup>911</sup>.

**404.** Bien plus, les dernières avancées des conventions-cadres ISDA prévoient une procédure objective de dénouement monétaire des « credit default swap » par le biais de la procédure d'enchère<sup>912</sup>. Son objet est de se substituer au marché pour éviter les mouvements erratiques irrationnels. Le but affiché est de déterminer le prix final de l'actif sous-jacent après la survenance de l'événement, prix dénommé taux de recouvrement car il est exprimé en pourcentage du pair de l'actif. Ce système va organiser un règlement physique des titres qui permettra de dégager ce prix. Il s'effectue en plusieurs étapes. La première phase fait appel à un nombre restreint de professionnels intermédiaires, souhaitant acheter ou vendre de la protection sur cet actif. Ils fourniront une fourchette de prix à laquelle ils sont prêts à acheter et vendre des titres. Les offres d'achat seront classées par ordre de prix décroissant et les offres de vente par prix décroissant. Après ceci, sont retirés du tableau les ordres pour lesquels il existe une offre d'achat supérieure ou égal à une offre de vente car elles se rencontrent. Un taux de recouvrement intermédiaire sera ensuite calculé à partir de la moyenne de la moitié des meilleurs offres d'achat (les plus élevées) et de vente (les plus basses), c'est-à-dire celles qui sont les plus proches. Dans le mêmes temps, ces opérateurs ont fourni la quantité de titres qu'ils souhaitaient acquérir ou vendre pour dégager une tendance. La différence entre ordres de ventes et d'achat dégagera la tendance, appelée somme des positions nettes, et la quantité

---

<sup>910</sup> Alain GAUVIN, « la question récurrente de la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 211.

<sup>911</sup> V. l'affaire CONSECO supra § 43.

<sup>912</sup> Pour le détail de la procédure : Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », loc. cit. p. 15, qui décrivent la méthode et l'éclairent par des chiffres à partir de l'exemple de la faillite de Lehman Brothers ; Anne DUQUERROY, Mathieu GEX et Nicolas GAUTHIER, « crédit default swaps et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ? », Rev. Sta. Fin. n° 13 de sept. 2009 p. 79 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 49 ; Sébastien GRASSET et Claude DIMI, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », loc. cit. BJBPF § 46 p. 326. Pour une critique de ce processus : Satyajit DAS, « credit default swaps : innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 53.

de titres échangés mais aussi celle qui n'est pas couverte. Dans une deuxième phase, l'enchère sera ouverte à tout intéressé. Ils transmettront leurs ordres aux intermédiaires. Ces ordres viendront épuiser la somme des positions nettes selon un ordre décroissant à partir de la meilleure offre. Le dernier ordre qui l'épuise fixe le prix final de l'enchère qui servira de référence au dénouement monétaire. Par cette procédure, la perte effectivement supportée est dégagée de manière impartiale grâce à cette valeur de référence de l'actif après la survenance de l'événement de crédit. Elle permet de dégager, pour un actif, un prix final équitable pour tous car il sera publié. Elle évite toute inflation ou déflation amplifiée de la valeur de cet actif.

**405.** Une partie de la doctrine évite cet écueil délicat en globalisant les fonctions des « dérivés de crédit ». Ils sont tous, foncièrement, des outils de couverture et de spéculation<sup>913</sup>. Il serait vain de les distinguer selon le but recherché par les contractants. La réalité serait déformée. Il est impossible d'occulter cette fonction de spéculation propre à la nature des « dérivés de crédit ». Même si les parties l'écartent, les « dérivés de crédit », par essence, s'opposent au principe indemnitaire. Ce composant essentiel de l'opération d'assurance empêche tout risque de requalification. Il nous semble peu pertinent de raisonner ainsi. La requalification concernera un contrat de « dérivé de crédit ». Il sera soit indemnitaire, soit spéculatif, seuls ses dispositions propres permettront de le déterminer. La diversité des « dérivés de crédit » s'oppose aussi à tout raisonnement trop globalisant.

**406.** La faiblesse de l'argument indemnitaire est patente. Sa source provient certainement du postulat suivi. Le principe indemnitaire n'est pas un des éléments essentiels et caractéristiques de l'opération d'assurance. En effet, par un jeu de renvoi, il appert que l'expression « opération d'assurance » de l'article L. 310-2 du code des assurances ne peut se définir que par rapport aux activités accomplies par les entreprises soumises au contrôle de l'Etat que cite l'article L. 310-1 du même code. Le descriptif de ces activités renvoi aussi bien à la passation des assurances de personnes que des assurances sur les biens. Autrement dit, le domaine de l'opération d'assurance s'étale à tous les types d'assurances. C'est ici que réside une contradiction. L'article L. 121-1 du code des assurances, siège du principe indemnitaire, ne se localise que dans la partie des règles relatives aux assurances de dommages non maritimes. Il est ainsi libellé : « *l'assurance relative aux biens est un contrat d'indemnité* ». Il précise que cette indemnité « *ne peut pas dépasser le montant de la valeur de la chose assurée au moment du sinistre* »<sup>914</sup>. Ainsi, cette caractéristique qui a vocation à s'appliquer aux assurances de choses n'est pas essentielle à l'opération d'assurance qui désigne l'ensemble des assurances contemporaines sans se limiter aux assurances relatives aux

---

<sup>913</sup> Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. p. 13, transposant aux « dérivés de crédit » le raisonnement de Séna AGBAYISSAH et Marie-Annick LEPAGE suivi au sujet d'autres instruments financiers : « *les caps, floors et collars ont essentiellement une double fonction utilisable alternativement : une fonction de couverture et une fonction de spéculation. Ils ne peuvent être appréhendés, sur un plan conceptuel, que sous cette double fonctionnalité. Les réduire exclusivement, soit à des instruments de couverture, soit à des instruments de spéculation serait en faire une représentation partielle, escamotée et approximative. Les caps, floors et collars ont congénitalement les deux attributs fonctionnels précités qui participent sans aucun doute de leur essence. La fonction de spéculation est celle par laquelle ils se distinguent fondamentalement des opérations d'assurances. Elle fait radicalement échec au principe indemnitaire en vigueur dans les assurances de dommages* », « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », loc. cit. p. 224 ; opinion similaire de Jean BIGOT avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 247 p. 185.

<sup>914</sup> Principe appliqué sans défaillir par les juridictions : par ex. : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 9 mai 1972, arrêt *Les assurances nationales c/ la Mégisserie Veyret et Pivot SARL*, Bull. civ. I n° 126 p. 112 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 26 av. 2000, arrêt *C<sup>ie</sup> Axa assurance IARD c/ commune d'Auppegard*, RCA juil.-août 2000 n° 248 p. 24.

biens<sup>915</sup>. Si le législateur avait voulu lui donner un rôle central, sa place aurait été au sein du premier livre, titre un, qui traite des règles communes aux assurances de dommages non maritimes et aux assurances de personnes. Or non seulement il n'en est fait nulle mention à cet endroit, mais de plus, ce principe ne se retrouve pas parmi les règles dédiées à l'assurance des personnes. D'ailleurs, les assurances vie-décès, assurances de personnes, dont nous avons déjà fait mention, reposent sur la capitalisation. Le capital cumulé ne répare pas un dommage selon l'évaluation exacte du préjudice subi si l'événement envisagé survient, mais est proportionnel à l'investissement accompli par le souscripteur grâce aux versements des cotisations. Pour s'en convaincre, il n'est qu'à regarder les arguments publicitaires invitant à les souscrire pour compléter les retraites. Le calcul de la prestation ne se fera jamais à partir de la perte de revenus induite par la cessation d'activité, mais par la capacité à investir dont aura fait preuve le souscripteur. Le principe indemnitaire est bien absent dans ce type de contrat. La doctrine reconnaît que les assurances de personnes n'ont pas de caractère indemnitaire<sup>916</sup>. Le retenir comme critère de distinction entre « dérivés de crédit » et opération d'assurance n'est pas judicieux. Néanmoins, ce « dérivé de crédit » se rangerait dans les assurances de biens. Ce principe influencera le « credit default swap » qui devra se soumettre à son dictat. Il aura pour résultat final de provoquer la suppression de toutes les stipulations débouchant sur le paiement d'une indemnité supérieure au préjudice effectivement supporté aboutissant en définitive à une éradication de sa fonction spéculative. La subtilité de l'argumentation énoncée consiste à transformer une règle contraignante du régime de l'assurance sur les biens en un trait caractéristique du contrat d'assurance ou de l'opération d'assurance permettant de distinguer ce contrat des autres. Ceci revient en quelque sorte à mélanger la cause et les effets. Ce n'est pas parce qu'un « credit default swap » est spéculatif qu'il sera exonéré du régime juridique de l'assurance, mais parce qu'il se verra appliquer le régime juridique de l'assurance qu'on lui interdira d'être spéculatif. Le caractère indemnitaire n'est pas un trait caractéristique ni du contrat ni de l'opération d'assurance. Voyons le caractère suivant.

### *β - La mutualisation.*

**407.** La doctrine distingue aussi les « dérivés de crédit » de la qualification d'opération d'assurance en invoquant les moyens d'identifications techniques qu'elle juge indissociable de l'assurance. Elle remarque que la mutualisation est la pierre angulaire de l'organisation de l'assurance. Elle enlève le caractère aléatoire du contrat d'assurance pour l'assureur. Lorsque l'assureur accepte de fournir sa garantie, il se doit de le

---

<sup>915</sup> Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 25 p. 15 ; Marcel FONTAINE, « essai sur la nature juridique de l'assurance crédit », Bruxelles, C.I.D.C. 1966 n° 46 et 86, dont les opinions sont exposées par Roger PERCEROU, « la nature juridique, de l'assurance crédit, contrat d'assurance ou contrat de crédit », RGAT 1970 pp. 350 et 473.

<sup>916</sup> Guy COURTIEU, « assurances de personnes - assurance vie - le contrat d'assurance », J.-Cl. Resp. civ. ass. fasc. 515-10 n° 7 p. 4 ; Jérôme KULLMANN, « la prestation d'assurance », Lamy ass. 2010 n° 783 p. 328 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Philippe BAILLOT, Jérôme KULLMANN et Luc MAYAUX, « traité de droit des assurances, tome 4, les assurances de personnes », LGDJ 2007 n° 4 p. 3 ; Jean-Antoine CHABANNES et Nathalie GAUCLIN-EYMARD, « le manuel de l'assurance-vie », tome 1, l'argus édition 1998 p. 54 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n° 879 p. 740 ; Georges DURRY, « les grandes catégories d'assurances », Encyclopédie de l'assurance de François EDWALD et Jean Hervé LORENZI, op. cit. p. 524. De surcroît, l'assureur n'a aucun droit de subrogation et le cumul d'assurance est admis.

faire par « *la compensation des risques suivant les lois de la statistique* »<sup>917</sup>. L'assureur financera sa prestation, quand il sera tenu de l'apporter, à partir de l'ensemble des primes d'assurances récoltées auprès de toute la communauté de ses assurés. Elle supportera, *in fine*, la charge des risques par l'acquittement de la prime. Le quantum global de ces primes sera conditionné par le taux de survenance de chaque risque et le montant des engagements engendrés par leur réalisation. Pour fixer ce montant, l'assureur utilisera plusieurs moyens mathématiques, les probabilités et les statistiques. Ces éléments seront traités par le recensement passé des sinistres et de leurs coûts. Cette méthode est dénommée sous le vocable de « mutualisation » de l'assurance. L'assureur n'a plus qu'un rôle d'organisateur et d'intermédiaire de cette masse qu'il gère grâce aux conventions d'assurance. C'est ainsi que la plus grande majorité de la doctrine cite la mutualisation comme élément primordial de la définition de l'opération d'assurance<sup>918</sup>. La doctrine financière s'est déjà servie par le passé de ce critère pour distinguer l'assurance d'autres contrats financiers, notamment les produits dérivés<sup>919</sup>. En matière de « dérivé de crédit », et de « credit default swap », les auteurs ont cru y déceler une distinction d'avec l'assurance. Il est possible de lire que « *vu l'importance du montant nominal d'un swap de défaut, on ne peut considérer que les vendeurs de swaps de défaut raisonnent dans une pure logique d'assureur (on pourrait presque parler de réassurance) car la mutualisation des risques et la loi des grands nombres fonctionne mal* »<sup>920</sup>. Cet argument a été généralisé à l'ensemble des « dérivés de crédit » pour leur permettre de se soustraire à cette requalification<sup>921</sup>. Démuni d'une stratégie globale de mutualisation, les « dérivés de crédit » ne seraient pas des opérations d'assurances.

<sup>917</sup> Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », op. cit. n° 3 p. 8.

<sup>918</sup> Jérôme KULLMANN, « caractère général de l'opération d'assurance », Lamy ass. 2010 n° 2 p. 8 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n° 33 p. 40 ; Albert MEEUS, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », loc. cit. p. 243 ; R. BREHM, rapport final du comité européen des assurances, RGAT 1981 p. 274 ; Luc MAYAUX, « assurances terrestres (1° généralités) », Rép. Civ. D. n° 25 p. 6 ; Pierre PETAUTON, « l'opération d'assurance : définition et principes », dans « encyclopédie de l'assurance », op. cit. p. 427. Contra : Marcel FONTAINE, « essai sur la nature juridique de l'assurance crédit », op. cit. n° 46 et 86 dont la démonstration est résumée par Roger PERCEROU dans son article « la nature juridique, de l'assurance crédit, contrat d'assurance ou contrat de crédit », loc. cit. pp. 350 et 473 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Philippe BAILLOT, Jérôme KULLMANN et Luc MAYAUX, « traité de droit des assurances, tome 4, les assurances de personnes », op. cit. n° 92 p. 56 : « *le code des assurances ne fasse aucune allusion à cette notion [mutualité] pour la définition des opérations d'assurance* ».

<sup>919</sup> Pour les caps, floors et collars : Séna AGBAYISSAH et Marie-Annick LEPAGE, « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », loc. cit. p. 224 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 247 p. 185. Pour les « dérivés climatiques » : Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « les dérivés climatiques ou l'alchimie des temps modernes : comment faire de l'or avec de l'eau », loc. cit. B.&D. p. 3 § 41. Plus généralement en tant que mode de distinction entre les activités d'assurances et de couverture des risques des banques : Edouard SAUTTER, « les banques et les instruments de couverture des risques », dans « encyclopédie de l'assurance », op. cit. p. 1600.

<sup>920</sup> Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 125.

<sup>921</sup> Bertrand PERIGNON, « le particularisme juridique des produits dérivés », loc. cit. p. 28 : « *le dernier élément de l'assurance est la mutualisation des risques des assurés. Ce principe distingue également les « dérivés de crédit » des opérations d'assurance. En effet, l'effet de levier existant entre la prime et les flux susceptibles d'être versés est incompatible avec la mutualisation. Il n'est pas envisageable que les primes perçues puissent couvrir les obligations éventuelles du vendeur de protection. Si sous certains aspects des similitudes existent entre assurance et dérivé de crédit, le principe de mutualisation montre que les positions d'une compagnie d'assurance et d'un établissement vendeur de protection divergent quant aux techniques utilisées* » ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », loc.

**408.** Le caractère indispensable de la mutualité est soutenu par Messieurs PICARD et BESSON qui affirment qu'« *il ne peut jamais y avoir d'opération d'assurance à l'état isolé, limitée à un seul risque* ». De nombreux auteurs la citent<sup>922</sup> pour procéder à cette séparation de l'assurance d'autres contrats de couverture, qu'il soit de risque de crédit ou d'autre. Mais ce point de vu n'est pas infaillible. Il existe des opérations d'assurance à l'état isolé, ou tout au moins dont le faible nombre n'est pas révélateur d'une mutualisation. C'est le rôle traditionnel de la captive d'assurance qui est « *une société créée et contrôlée par une société commerciale ou industrielle à des fins d'assurance* »<sup>923</sup>. Cette captive est composée avec la volonté affichée de prendre en charge des risques d'une société mère ou d'un groupe de sociétés. Elle captera les primes d'assurance, normalement destinées à l'entreprise d'assurance, pour son propre compte. Elle se chargera de les gérer et placer, toujours pour son propre compte. Elle procédera éventuellement, en cas de survenance du risque, à l'indemnisation de la société à partir des fonds provenant de cette gestion. Les causes stimulant sa création sont variées. Elle peut être motivée par l'espérance d'économies par rapport à la passation d'un contrat d'assurance classique<sup>924</sup>, d'une plus grande maîtrise du risque par une plus grande implication des sociétés dans le suivi des mesures de prévention. La société mère peut espérer un accès direct au marché de l'assurance et profiter de dispositions fiscales. Parfois, le groupe industriel instaure cette captive en raison du refus de couverture de ses risques opposé par les sociétés d'assurances traditionnelles. Ces risques laissés de côté sont fréquemment les risques industriels, qualifiés de risques exceptionnels. Leur survenance est susceptible d'entraîner le paiement d'indemnités conséquentes et

---

cit. n° 39 p. 912-8 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. pp. 149 et 150 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 484 p. 472 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 809 p. 322 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 419 p. 293 ; Khadija MEDJAOU, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 217 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 88 p. 25 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 192 p. 92 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1116 p. 673 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 168 p. 258 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », loc. cit. n° 30 p. 32.

<sup>922</sup> Séna AGBAYISSAH et Marie-Annick LEPAGE, « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », loc. cit. p. 224 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 149.

<sup>923</sup> Jérôme KULLMANN, « étendu et engagement dans l'espace », Lamy ass. 2010 n° 2379 p. 973 et Maurice TRUFFERT, « les changements récents dans la réassurance », Lamy ass. 2010 n° 5159 p. 2423 ; Paul JAEGER, « l'assurance parmi les instruments de transfert des risques » dans « encyclopédie de l'assurance », op. cit. p. 1637 ; Philippe DUCHÉ, « origine et développement des captives », ibidem p. 1647 ; Bertrand PERIGNON, « les entreprises françaises prennent goût aux captives d'assurances », loc. cit. p. 38 ; Michel BRAUN, « les captives d'assurances, un outil de gestion des risques », O.F. n° 344 du 27 fév. 1995 p. 30 et n° 347 du 20 mars 1995 p. 26 ; Pascal KÉREBEL, « la captive de réassurance : une filiale bancaire à part entière », B. n° 566 de janv. 1996 p. 38 ; Bertrand MAHOT et Christian JIMENEZ, « les captives de réassurance : une nouvelle approche de la gestion des risques », R.E.F. n° 80 2005 p. 171 ; Pierre PICARD, « risques d'assurance et risques financiers », R.E.F. n° 80 2005 p. 15.

<sup>924</sup> Le poste assurance représente un coût pour une société. La prime est calculée selon le niveau de risque moyen de la mutualité et représentera un surcoût pour celle offrant un niveau de risque inférieur à cette moyenne. Son paiement lui fait renoncer à une source de profit, les produits financiers de son placement.

disproportionnées<sup>925</sup>. La taille mesurée du marché les rend sans commune mesure avec les primes récoltées ou à celles que les entreprises peuvent accepter de supporter. Ces sociétés ne répondent pas aux exigences de la mutualisation. Il sera répliqué que l'absence de prise en charge de ces risques est justement justifiée par l'impossibilité de les mutualiser. Les compagnies d'assurances ne peuvent les disperser sur un nombre suffisant d'assurés. Mais cet argument n'est pas recevable. L'action de la captive d'assurance est considérée comme une opération d'assurance. La mutualisation, qui n'est pas présente dans toutes les opérations d'assurance, n'est pas déterminante.

**409.** Mais alors, pourquoi tant insister sur la mutualisation ? Ses partisans estiment qu'une opération d'assurance à l'état isolé ne serait rien d'autre qu'une opération de jeu et de pari. Faire dépendre du seul hasard une convention, qui peut déboucher sur des versements monétaires largement déséquilibrés, ne peut être qu'un montage cherchant un gain ou une perte financière suite à un événement indépendant des parties. Mais cette justification oublie un peu rapidement la volonté des parties. L'opération de jeu et pari ne vise finalement qu'un gain financier issu d'un aléa, sans travail ni mérite des parties. Ceci teinte ce gain d'une certaine immoralité. Le contrat d'assurance, même conclu de façon isolée, est un contrat de sécurité pour l'une des parties. Il ne peut être une convention de jeu ou de pari. Rappelons que l'origine de l'assurance dommage, très ancienne, est maritime. Son fonctionnement historique, avant le développement des méthodes de transports modernes, ne dépendait pas forcément de la mutualisation ni d'une approche statistique poussée. Elles n'ont jamais été ramenées à des opérations de jeu ou de pari ni subies leur opprobre. Leur utilité dans le développement des échanges et du commerce maritime n'est pas contestée.

**410.** Si ce critère de mutualisation est inefficace parce qu'il est absent de certaines opérations d'assurance, il l'est inversement parce que la mutualisation peut effleurer chez les utilisateurs des « dérivés de crédit ». Il est fréquent qu'un opérateur soit contrepartie d'une multitude de « dérivés de crédit », multitude logique au vu de la concentration actuelle de leur marché. Dans ce cas, il élabore une tactique de conclusion des contrats en fonction de leurs objectifs. Il n'y a plus d'opération isolée. La conclusion des conventions répond à une conception de stratégie pensée et réfléchie de lutte contre le risque de crédit et de sa dispersion. Si une part de mutualisation se retrouve dans la conclusion de ces « credit default swap », plus rien ne les distingue de l'opération d'assurance. Un défenseur du critère se pose la question sans y répondre<sup>926</sup>. Ce paramètre est d'autant moins efficace que la mutualisation ne se réduit ni à l'opération d'assurance, ni aux « dérivés de crédit », mais peut se déployer sur l'ensemble des instruments financiers<sup>927</sup>.

**411.** Autre critique à porter à son crédit, la mutualisation occasionne plus d'interrogations qu'elle n'apporte d'éclaircissements. La première est la manière de la reconnaître avec certitude. A partir de quand sommes-nous face à une mutualisation ? Incontestablement, la présence d'une unique opération est insuffisante. Mais au-delà, comment procède-t-on ? Quel est le seuil quantitatif ou qualitatif qui donne naissance à la condition de mutualisation ? Cette interrogation concerne tout autant les « dérivés de crédit »

---

<sup>925</sup> Durant les années 1990, les assureurs se sont détournés du risque de pollution de l'environnement : Bertrand PERIGNON, « les entreprises françaises prennent goût aux captives d'assurances », MTF n° 63 de sept. 1994 p. 38.

<sup>926</sup> « 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 (de dérivés de crédit) étaient conclues ! » : Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13.

<sup>927</sup> « La mutualisation est-elle l'apanage de l'assurance ? Il faut rappeler que le fonctionnement de la plupart des instruments financiers repose sur le principe de la mutualisation : la somme des gains compense la somme des pertes (tout en conservant une utilité économique globale). Donc l'assurance n'a pas l'exclusivité de la mutualisation, mais elle sait l'organiser de façon sophistiquée » : Paul JAEGER, « encyclopédie de l'assurance », op. cit. p. 1638.

que les contrats d'assurance. Songeons à une société d'assurance nouvellement immatriculée, agréée et respectueuse de toutes les contraintes normatives. Au tout début de la création de son portefeuille de clientèle, comment qualifier les conventions d'assurances signées ? En l'absence de mutualité, ce n'est pas une opération d'assurance. Ce n'est même pas un contrat d'assurance en suivant le raisonnement intégrant la mutualité au contrat. Pourtant, cette société respecte toutes les normes pour exercer cette activité. Cette dénégation ne serait motivée que par un simple manque de développement de la clientèle. En transposant le raisonnement appliqué aux « dérivés de crédit », cette société serait dispensée de respecter le droit des assurances<sup>928</sup> ! N'exerçant pas encore d'opérations d'assurance, elles ne peuvent porter atteinte au monopole des assureurs.

Mais que dire des conventions conclues avant que ne soit atteint le seuil de mutualité ? Ces conventions s'alignent-elles sur ce régime ou pas ? Ces anciennes conventions seraient-elles touchées par un effet rétroactif du franchissement de seuil qui les intégrerait au statut apporté par ce franchissement ? Celles opératoires au moment du franchissement du seuil, puisqu'elles participent toujours à l'émergence de la mutualité, devraient se voir qualifier d'opérations d'assurance. Mais celles dont le terme est échu ne s'y associent pas et ne risquent plus d'y contribuer. La précaution serait évidemment de s'astreindre dès le départ à ce régime juridique pour éviter tout ennui par la suite. Par prudence, il faudrait procéder similairement pour les « credit default swap ».

**412.** Les effets provoqués par l'application concrète de ce raisonnement sont éclairants car pernicieux. Le principe induit de ce raisonnement est que la législation du droit des assurances ne s'applique qu'aux contrats d'assurance dont l'élaboration s'accomplit au sein de la mutualité de l'opération d'assurance. L'objectif recherché et exposé par les parlementaires, à savoir la protection des intérêts des assurés, est mis en pièces. Il suffirait de proposer des contrats d'assurances tout en évitant une dilution trop importante des risques, donc l'apparition d'une mutualisation, pour s'épargner les contraintes légales et réglementaires du droit des assurances. Les souscripteurs seront placés dans une situation moins favorable que ceux bénéficiant d'une opération d'assurance pour des contrats pourtant en tout point identique. La protection de la loi ne serait rien moins que vidée de son sens. Les sanctions deviendraient inapplicables. De plus, tout à chacun pourrait s'ouvrir cette activité sans souffrir contrôle ni offrir de garanties. Ils bénéficieraient d'un avantage économique concurrentiel indéniable et intolérable au regard des sociétés d'assurances régulièrement constituées.

**413.** Les moyens techniques indispensables à l'agencement de la mutualisation seraient une caractéristique symptomatique des opérations d'assurance. Les sociétés d'assurance recourent à une très grande échelle et de manière pointue aux probabilités et statistiques pour la gestion des risques. Mais elles n'en ont pas l'exclusivité. Les établissements de crédit prennent conscience, et sont invités, voir obligés, à agir de la sorte, de l'apport de tels outils dans la répartition et gestion des risques. Ils développent leur capacité d'archivage et leurs systèmes informatiques, tant matériel que logiciel et humain pour aboutir à une pleine efficacité de leur politique d'octroi des crédits, de gestion de leurs risques, des instruments financiers et évidemment des politiques de conclusion des « dérivés de crédit ». Cette différence présentée comme essentielle s'atténue. Ces systèmes, dotés de moyens humains et matériels suffisants, de procédures de suivies, font parties des paramètres à soumettre à l'appréciation des autorités de contrôle pour l'agrément du programme d'activité qu'elles veulent exercer. Ces exigences sont renforcées par la réglementation prudentielle de plus en plus exigeante. D'aucun soutiendront que cet effort n'est pas comparable vu l'expérience et

---

<sup>928</sup> Arnaud de LUMMEN explique que le « credit default swap » répond à la définition du contrat d'assurance mais échappe à la législation en matière d'assurance appliquée aux opérations d'assurance : Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

l'ancienneté des sociétés d'assurance. Les établissements de crédit chercheront à rejoindre ce niveau de perfectionnement d'autant que la réglementation les y oblige. De plus, si les sociétés d'assurance ont le droit au respect de l'antériorité, elles n'en usent que depuis un temps récent au regard des plus anciens contrats d'assurance<sup>929</sup>. L'opération d'assurance anciennement comprise n'intégrait nullement les lois de la statistique dans son mode opératoire. Le risque, la prime et la prestation d'assurance ont toujours été les dénominateurs communs incontournables de l'assurance.

**414.** Enfin, pour être un véritable critère de reconnaissance de l'opération d'assurance, ce critère doit être présent dans toutes les opérations d'assurance. Des doutes affectent les assurances vies mixtes de dernières générations qui reposent sur les techniques de capitalisation<sup>930</sup>. Elles n'ont pas besoin des probabilités. La prestation de l'assureur ne provient pas de l'actif constitué par le montant de l'ensemble des primes de la mutualité des assurés, mais de l'addition des montants des versements de l'assuré augmenté des bonifications par la gestion financière de l'assureur. Certaines conventions d'assurance sont nettement plus complexes, voir quelquefois spéculatives pour l'assuré : le contrat d'assurance sur la vie en unités de compte. Le capital constitué par les apports de l'assuré est converti en unités de compte. Les assureurs ne s'engagent sur le seul nombre des unités de compte et non sur leur valeur en euros. Ces unités fluctuent en fonction de valeurs de référence mobilières ou immobilières à partir des marchés financiers non garanties par les sociétés d'assurances<sup>931</sup>. A l'échéance, les droits du souscripteur sont mesurés à partir de la valeur atteinte par ces valeurs de référence. Ce mécanisme est rendu encore plus spéculatif par une innovation. L'assuré va souscrire un emprunt auprès d'un établissement de crédit en s'engageant à l'investir dans un tel contrat apporté en nantissement pour garantir ce prêt<sup>932</sup>. L'assuré espère

---

<sup>929</sup> Jean BIGOT, avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 14 p. 8 qui réfute la place des éléments techniques dans la définition de l'assurance : « *le calcul des probabilités n'est apparu que bien après la naissance de l'assurance* ». Jean BIGOT avec la collaboration de Philippe BAILLOT, Jérôme KULLMANN et Luc MAYAUX, « traité de droit des assurances, tome 4, les assurances de personnes », op. cit. n° 64 p. 34 sur l'absence de statistique et de tables de mortalité pour gérer l'assurance-vie. Sur l'histoire de l'assurance-vie et des techniques actuarielles : Jean-Antoine CHABANNES et Nathalie GAUCLIN-EYMARD, « le manuel de l'assurance-vie », op. cit. pp. 19 à 42.

<sup>930</sup> Ces contrats usent de techniques de capitalisation destinées à la création d'une « épargne ». De nombreux auteurs le relèvent même s'il conteste la qualification d'opération de capitalisation. Par ex. : « *l'évolution contemporaine des contrats d'assurance sur la vie qui a permis leur développement actuel ... a conduit les assureurs à faire appel à des techniques de gestion voisines des opérations de capitalisation* » : Jacques GHESTIN (fervent partisan de leur qualification en contrats d'assurance en raison de la présence d'un aléa) sous Cass. mixte du 23 nov. 2004 préc., JCP 2005 I n° 111 p. 253 et les opinions émises à cette occasion par François MÉLIN, JCP E 2005 J. n° 82 p. 84 ; Philippe GROSJEAN, P.A. n° 10 du 14 janv. 2005 p. 6 ; Hervé LÉCUYER, Dr. Fam. mars 2005 n° 6 p. 11 ; Alain BÉNABENT, RDC 2005 p. 297 ; Fabrice LEDUC et Philippe PIERRE, RCA fév. 2005 n° 3 p. 15. Précédemment : Frédéric LUCET, « la qualification du contrat d'assurance vie », Gaz. Pal. du 29 nov. 1997 p. 1551 ; Michel GRIMALDI, « réflexions sur l'assurance vie et le droit patrimonial de la famille », Defrénois 1994 n° 35 841 p. 737 et « l'assurance vie et le droit des successions », Defrénois 2001 n° 37 276 p. 3 ; Jérôme KULLMANN, « contrats d'assurance sur la vie : la chance de gain ou de perte », D. 1996 chron. p. 205 ; Hervé LÉCUYER, « assurance vie, libéralité et droit des successions : retour sur une question controversée », JCP N 2000 p. 656 ; Guy COURTIEU, « propos hérétiques sur un arrêt orthodoxe », RCA av. 1995 n° 18 p. 4 ; Jean AULAGNIER, « peut-on échapper à une réforme de l'assurance vie ? », JCP N 1996 p. 1744.

<sup>931</sup> Les articles A. 132-5 et s. du code des assurances précisent l'information à remettre à l'assuré.

<sup>932</sup> Guy COURTIEU, « Assurance sur la vie : de spéculations en spéculations... », RCA déc. 2007 n° 13 p. 7 ; Guy COURTIEU, « assurances de personnes - assurance vie - le contrat d'assurance », J.-Cl. Resp. civ. ass. fasc. 515-10 n° 54 p. 10 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Philippe BAILLOT, Jérôme KULLMANN et Luc MAYAUX, « traité de droit des assurances, tome 4, les assurances de personnes », op. cit. n° 570 p. 481 ; Jean-Antoine CHABANNES et Nathalie GAUCLIN-EYMARD, « le manuel de l'assurance-vie », op. cit. p. 66 ; Jean-Antoine CHABANNES, Nathalie EYMARD-GAUGLIN et Odile

que la valeur atteinte par les unités de compte dégagera une plus value après remboursement du capital et intérêts. La prestation de l'assureur et du risque sont indépendantes de la mutualité. La mutualisation s'apparente plus à un argument de contexte, de marché, qu'à un véritable critère juridique<sup>933</sup>. Or seul un critère juridique peut permettre de dégager les caractéristiques essentielles d'un contrat. La mutualité n'en est pas un et sa fiabilité est loin d'être éprouvée.

#### γ - Le sinistre.

**415.** D'autres idées plus éparées ont été émises pour caractériser un peu plus l'assurance. Monsieur Luc MAYAUX énonce que la définition de l'assurance « *met en avant quatre notions fondamentales : le risque, la prime, le sinistre et la mutualité* »<sup>934</sup>. Mais cette notion est difficile à manipuler car elle semble évanescence<sup>935</sup>. Certains estiment que « *le sinistre s'entend de la réalisation du risque* »<sup>936</sup>. D'autres l'expliquent comme « *la réalisation du risque, prévu au contrat, de nature à entraîner la garantie de l'assureur, sous l'obligation pour l'assuré (ou le bénéficiaire), à peine de déchéance (prévues au contrat), d'en faire la déclaration à l'assureur dans un certain délai et à charge, pour lui, de prouver le sinistre* »<sup>937</sup>. Le sinistre ne se réduit pas à sa seule survenance même si elle en est le préalable indispensable<sup>938</sup>. Une synthèse de la notion semble difficile. L'événement peut aussi bien être malheureux, tels que des catastrophes naturelles ou d'accident, qu'heureux, comme la natalité ou la nuptialité. La profusion de ces événements n'autorise finalement pas le rejet des « *credit default swap* » comme opération d'assurance. Le sinistre désigne, certes l'arrivée de l'événement, mais aussi toutes les conditions de fond et de forme conventionnelles dont la présence est indispensable au déclenchement de la protection de l'assureur. Elles sont, par exemple, les délais de carence, de déclaration de survenance du risque etc. Nous ne voyons pas en quoi le sinistre peut nous permettre de distinguer le contrat d'assurance des « *dérivés de crédit* » vu la manière dont sont encadrées les conditions de sa survenance. Enfin, il ne ressort pas comme un élément

---

BOITTE, « différentes catégories d'assurances de personnes », Lamy ass. 2010 n° 3700 p. 1654 ; Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n° 989 p. 858.

<sup>933</sup> Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 281 et avec Guillaume ELIET, « dérivés économiques, un nouvel instrument financier ? », loc. cit. dont l'opinion a évolué. Celle de Jean BIGOT n'est pas ferme car, dans le même ouvrage, il approuve la mutualisation comme élément de distinction de l'opération d'assurance du collars, caps et floors, et indique à l'occasion de l'étude des « dérivés de crédit » événement que « *ce pourrait être une opération d'assurance crédit, même si la mutualisation faisait défaut* », en précisant en note de bas de page que « *ce n'est pas une condition du contrat d'assurance* » : Jean BIGOT avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 247 et 253 pp. 185 et 190 ; Jean BIGOT avec la collaboration de Philippe BAILLOT, Jérôme KULLMANN et Luc MAYAUX, « traité de droit des assurances, tome 4, les assurances de personnes », op. cit. n° 92 p. 56 ; « *la mutualisation est un critère extrinsèque au contrat* » : Marc FAVERO, « de l'intérêt d'un nouveau contrat nommé : le contrat de transfert de risque », JCP E 2010 n° 1899 p. 13.

<sup>934</sup> Luc MAYAUX, « assurances terrestres (1° généralités) », Rép. Civ. D. n° 3 p. 3.

<sup>935</sup> Après examen, la Commission chargée de l'amélioration du langage de l'assurance de juin 1993 de la Fédération française des sociétés d'assurances le conserve sous condition d'emploi : l'annexe concernée du Lamy ass. 2010 n° 56 p. 35 et l'article de Marie-Hélène MALEVILLE, « le langage des contrats d'assurances : perspectives d'évolutions », loc. cit. p. 733.

<sup>936</sup> Hubert GROUDEL, « le contrat d'assurance », op. cit. p. 121.

<sup>937</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>938</sup> Véronique NICOLAS sous la direction de Jean BIGOT, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », op. cit. n° 1314 et s. p. 971 et s.

juridique typique de l'assurance puisqu'il dépend pour partie du seul bon vouloir des parties pour son intégration dans la convention d'assurance.

*δ - L'intérêt d'assurance.*

**416.** La doctrine<sup>939</sup> explique aussi que les « dérivés de crédit » ne répondent pas à la condition de l'intérêt d'assurance posée par l'article L. 121-6 du code des assurances. Il précise que « *toute personne ayant un intérêt à la conservation de la chose peut la faire assurer. Tout intérêt direct ou indirect à la non-réalisation d'un risque peut faire l'objet d'une assurance* ». Or certains acheteurs de protection ont intérêt à la survenance du risque, mais en plus, pour reprendre les termes de Monsieur Gilles KOLIFRATH, « *ce peut même être la finalité de son engagement* ». Pour ceci, les « dérivés de crédit » ne s'assimilent pas aux opérations d'assurance. Et ce rejet est d'autant plus fort que l'article L. 111-2 du code des assurances rend impératif sa présence. Les parties ne peuvent le modeler à leur gré. Mais il présente la faiblesse d'être une référence économique. C'est ce que démontre Jérôme KULLMANN<sup>940</sup> en étudiant les travaux préparatoires de la loi du 25 juillet 1930 relative au contrat d'assurance. Ces derniers insistent sur le fait que cette disposition doit être entendue largement et ne pas se révéler être une entrave aux besoins de l'économie. Il doit être possible de conclure une assurance dès qu'un élément patrimonial est susceptible d'être atteint directement, une perte nette, ou indirectement, un manque à gagner. Il n'est pas besoin d'être propriétaire de l'élément patrimonial assuré pour conclure cette convention<sup>941</sup>. Ramené au « credit default swap », il n'y aura nul besoin de détenir la créance ou l'actif sous-jacent pour que l'intérêt d'assurance existe. Vouloir protéger une créance proposée comme garantie peut justifier sa conclusion. De plus, pour des titres de créances financiers, la protection sera acceptée car un opérateur peut devenir très rapidement propriétaire de ces titres. Par l'achat à terme de l'une de ses valeurs, il peut avoir intérêt à conclure une assurance, peu importe s'il ne la conserve pas après être entré en sa possession. Ce milieu est coutumier de l'opération virtuelle qui provoque des résultats concrets de pertes ou de gains. Sa pertinence comme critère efficace est critiquée. Premièrement, il n'est pas universel car il n'englobe que les assurances de choses. Deuxièmement, dans l'esprit de Monsieur Gilles KOLIFRATH, l'intérêt d'assurance est en contradiction avec les « credit default swap » pour lesquels l'acheteur de protection espère que le risque se réalise pour percevoir l'indemnité. Il en découle deux observations : qu'en est-il lorsque l'indemnisation ne couvre que la perte encourue et n'apporte aucun profit ? Ensuite, ce critère ne semble être qu'une autre approche du principe indemnitaire. Les « credit default swap » spéculatifs sont mis en exergue. Or ce principe échoue à servir de critère de distinction efficace.

**417.** En conclusion, l'idée d'une distinction entre « credit default swap » et opération d'assurance n'est pas confirmée. Le principe indemnitaire, la mutualisation, les notions de sinistre et d'intérêt d'assurance manquent d'universalité. Ne restent que trois éléments qui caractérisent la convention d'assurance : la prime, le risque et la prestation de l'assureur. Les

---

<sup>939</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Ronald W. ANDERSON, « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 5. V. aussi Séna AGBAYISSAH et Marie-Annick LEPAGE, « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », loc. cit. p. 224.

<sup>940</sup> Lamy ass. 2010 n° 56 p. 35 ; Luc MAYAUX, « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D. n° 21 p. 6. Contra : Marcel FONTAINE, « essai sur la nature juridique de l'assurance crédit », op. cit.

<sup>941</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 fév. 2000, arrêt *C<sup>ie</sup> Cornhill France c/ soc. Locam et a.*, Bull. civ. I n° 47 p. 32, RCA av. 2000 n° 7 p. 4 et n° 139 p. 22 par Hubert GROUDEL, RGDA 2000 p. 504 note A. FAVRE ROCHEX.

« credit default swap » les comportent. Le droit des assurances pourrait s'appliquer. A cet égard, la position actuelle de la jurisprudence renforce notre analyse.

#### b. L'étude du raisonnement de la requalification par la jurisprudence.

**418.** Un mélange des genres, tel est le sentiment qui se dégage du droit des assurances. Ce mélange des genres affecte les définitions elles-mêmes par la substitution des vocables d'assurance, contrat d'assurance ou opération d'assurance. Ils sont souvent tous employés, à des degrés divers, comme des synonymes. Nos travaux ne sont peut-être pas exempts de tous reproches. Monsieur Hubert GROUDEL<sup>942</sup> estime que « *lorsqu'on cherche à définir le contrat d'assurance, en fait, on se trouve ramené à la définition de l'assurance elle-même* ». Ce mélange des genres contamine aussi la démarcation entre critères économiques et juridiques. Les critères économiques ne doivent pas décider de la qualification des conventions. Un troisième mélange des genres se réalise entre les éléments essentiels qualifiant une convention et les conséquences juridiques de cette qualification. Une convention d'assurance est soumise au principe indemnitaire constituant l'une des règles du régime juridique de la convention d'assurance et non parce qu'elle en est un élément constitutif essentiel.

**419.** L'étude de la jurisprudence nous conforte dans l'idée que ces arguments complémentaires ne peuvent servir à qualifier le contrat d'assurance. Ainsi, ils ne se réfèrent jamais au principe indemnitaire pour qualifier un contrat de convention d'assurance. Les décisions ne sont jamais motivées par l'introduction des notions de sinistre ou d'intérêt d'assurance. Enfin, elles s'abstiennent de citer la notion économique de mutualisation. La distinction entre contrat d'assurance et opération d'assurance n'apparaît pas. D'ailleurs, face à un litige, une juridiction saisie d'une convention d'assurance ne peut statuer que sur celle-ci. Comment pourrait-elle apprécier la mutualité ?

Les juridictions se concentrent sur les caractéristiques essentielles dégagées plus haut. Au sujet des contrats de défense en justice ou de protection juridique, la Cour d'Appel de Paris<sup>943</sup> déclare que « *l'assurance comporte trois éléments : le risque, la prime et la prestation de l'assureur* » avant de vérifier leur présence. La Cour de Cassation a toujours salué ce raisonnement. Elle vérifie que les Cours d'Appel ont caractérisé la présence d'un risque, d'une prime et d'une prestation de l'assureur<sup>944</sup>. Elle n'a pas étendu ce contrôle à des

<sup>942</sup> Hubert GROUDEL, « le contrat d'assurance », op. cit. p. 1 ; James LANDEL et Martine CHARRÉ-SERVEAU, « lexique des termes d'assurances », op. cit. ; Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », op. cit.

<sup>943</sup> Paris, 10 juin 1953, arrêt *Flandin et a., ordre des avocats à la cour de Paris c/ soc. G.I.C.A. et soc. Boulogne-Marée c/ Lloyd Contentieux*, D. 1953 J. p. 463, JCP 1953 II n° 7686 note A. BESSON, Gaz. Pal. 1953 I p. 427 et l'article de SUMIEN, « sociétés de défense et sociétés d'assurance », Gaz. Pal. 1953 2<sup>ème</sup> doct. p. 11 ; Lyon, 26 oct. 1950, arrêt *soc. Provençale de contre-assurance c/ Demoiselle Lacroix et Dupont*, D. 1951 J. p. 101.

<sup>944</sup> « *Mais attendu, tout d'abord, que la Cour d'Appel a relevé l'existence d'un risque constitué par le paiement de frais de procès, événement futur, incertain et indépendant de la volonté des parties, risque que ne supprime pas la clause d'arbitrage ; qu'elle a reconnu également l'existence du paiement d'une somme fixe et forfaitaire qui présente bien le caractère d'une prime et d'une prestation de l'assureur... représentée par le remboursement des honoraires d'avocats et des dépens taxables qui constitue bien un dédommagement et, par suite, une indemnité ; qu'en l'état de ces constatations, elle a pu considérer, sans dénégation ni contradiction, que les dispositions susvisées constituaient une convention d'assurance* » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 31 janv. 1956, arrêts *soc. G.I.C.A. c/ Flandin, ordre des avocats à la cour de Paris et Le Lloyd contentieux c/ soc. Boulogne-Marée et a.*, D. 1956 J. p. 589 note P. HÉBRAUD, JCP 1956 II n° 9298 obs. A.B., les grands arrêts du droit des assurances de Messieurs Claude-J BERR et Hubert GROUDEL, édition SIREY 1978 p. 14 ; Cass. civ., 18 janv. 1939, arrêt *C<sup>ie</sup> de Défense contre les*

recherches supplémentaires portant sur un seul des autres critères avancés par la doctrine. Si la justice n'a pas toujours qualifié les contrats d'assistance juridique en contrat d'assurance, les décisions étaient justifiées par l'absence de réunion des trois critères de référence<sup>945</sup>. Ainsi, ces autres critères sont inopérants. Les doutes sur la justesse de la requalification des « credit default swap » naissent en réalité de diverses indications légales ou réglementaires.

c. Les doutes légaux et réglementaires quant à une requalification des  
« credit default swap » en contrat d'assurance.

**420.** Des indices disséminés de ci de là au fil de dispositions législatives ou réglementaires introduisent des doutes quant à la crainte d'une requalification des « credit default swap »<sup>946</sup> en contrat d'assurance. L'apparition de contrats standardisés, de « credit default swap » surtout, sur les marchés financiers, admis et reconnus par les autorités de contrôle. Cette situation est impensable pour un contrat d'assurance. Néanmoins, cet argument est avant tout économique et non juridique. Beaucoup, même parmi les assureurs, soutiendront que tous les risques ne sont pas assurables<sup>947</sup>. Ces « dérivés de crédit », intervenant pour des risques rejetés par les assureurs, ne seraient pas des contrats d'assurance. Mais une fois encore se pose le problème de la globalité : quid des « dérivés de crédit » dont le risque sous-jacent est couvert par l'assureur ? De plus, la sélection des risques acceptés par les assureurs dépend de raisons essentiellement techniques ou économiques, et non juridiques. Ne serait-il pas envisageable de se replier sur la volonté des parties ? Ne serait-il pas possible d'estimer que les parties, à titre professionnel ou personnel, n'ont pas voulu conclure un contrat d'assurance en formant un « dérivé de crédit ». L'Additif Technique sur les « dérivés de crédit », en son article 7.2<sup>948</sup>, précise que « *chaque partie reconnaît et déclare qu'une opération sur événement de crédit ... ne peut être assimilée à une opération de garantie ou d'assurance* ». Cette volonté primordiale ne devrait pas être requalifiée en contrat d'assurance. S'en tenir de manière brute à cette affirmation méconnaît le rôle des magistrats. Ils sont tenus de ce devoir de requalification par la loi. Pour clore ce débat, nous pourrions avancer une raison empirique. Pendant longtemps, le législateur n'entendait pas contrarier l'innovation financière ni entraver ce secteur censé favoriser l'économie. Toutes les réformes, en la matière, vont dans le sens de la liberté et de l'assouplissement de la législation pour promouvoir l'attractivité la Place de Paris. Dès lors, comme pour l'assurance vie-mixte, il est probable que les magistrats, à défaut des membres

---

*accidents c/ Moreton*, D.P. 1939 I p. 91 obs. André BESSON, S. 1939 I p. 147, Gaz. Pal. 1939 I p. 554 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 av. 1979, arrêt *Sarl Coordination Routière c/ Rémon*, RGAT 1980 p. 50.

<sup>945</sup> Cass. civ., 11 fév. 1891, arrêt *C<sup>ie</sup> de contre-réassurances générales, Ponsolle et a. c/ Lemercier*, D.P. 1891 I p. 197 ; Cass. req., 4 fév. 1913, arrêt *soc. La Défense c/ Peyraud*, D.P. 1914 I p. 79 ; Cass. req., 5 mars 1935, arrêt *soc. mutuelle La défense fiscale c/ Demeure et Foeillet*, R.H. 1935 p. 193, S. I 1935 p. 361, Gaz. Pal. 1935 I p. 758 et arrêt *soc. mutuelle la défense fiscale c/ administration de l'enregistrement*, R.H. 1935 p. 233, S. I 1935 p. 361. Voir aussi : C.E., 18 mars 1932, arrêt *ministre des finances c/ soc. la défense fiscale*, Lebon 1932 p. 355.

<sup>946</sup> Ces indices s'appliquent généralement à tous les « dérivés de crédit ».

<sup>947</sup> Voir Michel ALBERT, « le rôle économique et social de l'assurance », dans l'Encyclopédie de l'assurance op. cit. p. 17 ; Raymond MICHEL, « les risques normaux et risques extraordinaires dans l'assurance des crédits commerciaux », RGAT 1936 p. 25. Cet argument massue a justifié l'apparition des cats bonds : Bertrand PERIGNON, « les cats bonds sortent de l'ombre », loc. cit. p. 49. Pour certains risques en matière de responsabilité civile : Jean BIGOT, « assurances de responsabilité : les limites du risque assurable », RGAT 1978 p. 169.

<sup>948</sup> Art. 7.2 de l'Annexe Technique Opérations sur Evénement de Crédit de la Fédération Bancaire Française.

du parlement, accepteront d'exclure les « credit default swap » des conventions d'assurance. Se replier sur un tel argument est faire preuve d'impuissance<sup>949</sup>.

**421.** L'étude de certains textes législatifs ou réglementaires laisse entrevoir la possibilité d'une exclusion de la requalification. En effet, la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>950</sup> a ouvert, grâce à divers renvois, la possibilité de recourir aux « dérivés de crédit » pour les OPCVM. Le fondement de cette autorisation est légalement incertain, car les renvois législatifs ne sont pas des plus clairs<sup>951</sup>, des indices laissés par le pouvoir réglementaire écartent ce risque. A l'origine, le décret n° 2003 - 1103 en date du 21 novembre 2003<sup>952</sup> donne explicitement l'autorisation d'employer les « dérivés de crédit » aux OPCVM. Il glisse une nouveauté dans l'article 4-6 du décret initial en accolant aux « dérivés de crédit » une qualification qui n'est pas celle du contrat d'assurance. Par un autre décret<sup>953</sup>, le pouvoir réglementaire évite l'emploi de l'expression « dérivés de crédit », mais use de la parabole d'instrument permettant « *de supporter les risques de crédit relatifs à une ou plusieurs entités de référence de toute nature* ». Il y accole également une qualification, sans rapport avec l'assurance, aboutissant à la qualification de contrat d'assurance. Mais des doutes persistaient. Ces textes s'en tiennent à l'appellation générique de « dérivés de crédit » ou d'outils destiné à « *supporter les risques de crédit* ». Ils ne précisaient pas la nature d'un tel outil ni le type de contrat à y inclure. Quant à l'expression « *d'instrument luttant contre le risque de crédit* », la législation française actuelle, en conformité avec les directives européennes applicables<sup>954</sup>, la reprend également pour fixer le périmètre de l'assurance. Aujourd'hui, la dissipation partielle de ces doutes résulte de l'actuel article R. 214-4 du code monétaire et financier visant toujours les OPCVM. Il autorise la conclusion des « dérivés de crédit » en en donnant une brève définition par leur fonction, ils « *permettent de transférer le risque de crédit lié à leur actif sous-jacent indépendamment des autres risques liés à cet actif sous-jacent* ». Néanmoins, cette définition demeure assez imprécise. Que faut-il y inclure ? L'assurance elle-même n'allège-t-elle pas les assurés d'un risque tout en les laissant exposés aux autres, comme l'évolution de la valeur monétaire du bien ? L'assurance comme les « dérivés de crédit » n'entraînent pas de transfert de propriété, et partant transfert de tous les autres risques.

**422.** La difficulté d'établir clairement la frontière de qualification est à double tranchant. Les sociétés d'assurances ont développé, par prudence, une pratique pour s'assurer qu'elles ne violent pas un autre monopole. Elles passent un accord de garantie financière ou de convention d'assurance de risque de crédit pour assumer la position adoptée par un

---

<sup>949</sup> Autre raison empirique invoquée par un auteur, ce risque de qualification toucherait l'ensemble des produits dérivés et des places financières, et « l'ampleur de ce risque tendrait à faire diminuer ses chances de réalisation » : Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28.

<sup>950</sup> J.O.R.F. du 2 août 2003 p. 13220.

<sup>951</sup> Les appréciations de la Commission des Finances du Sénat dans le rapport afférant à cette loi ; Thierry BONNEAU, « des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière », JCP E 2003 études n° 1325 p. 1470 ; Jean-Baptiste LENHOF, « la réforme des organismes de placement collectif », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 31 ; Philippe PORTIER, « les dispositions applicables aux OPCVM », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2003 p. 305.

<sup>952</sup> Décret modifiant le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, J.O.R.F. du 22 nov. 2003 p. 19837, décret dans la continuité de celui n° 2002-1439 du 10 décembre 2002 modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989, J.O.R.F. du 12 déc. 2002 p. 20487.

<sup>953</sup> Décret n° 2004-1255 du 24 novembre 2004 pris en application des art. L. 214-5 et L. 214-43 à L. 214-49 du CMF et relatif aux fonds communs de créances, J.O.R.F. du 26 nov. 2004 p. 20067.

<sup>954</sup> Directive n° 1973/ 239 CEE du conseil du 24 juillet 1973 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité de l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie et son exercice, JOCE n° L 228 du 16 août 1973 p. 3, soumet le risque de crédit à un agrément en tant qu'activité à part entière, exigence reprise à l'art. R.321-1 du code des assurances.

acheteur de risque intermédiaire qui ne supporte pas la charge définitive du risque de crédit<sup>955</sup>. Ainsi, n'apparaissant pas comme contrepartie du transfert initial des risques, elles ne peuvent se voir reprocher la violation d'un autre monopole. De cette prudence se déduit que ces « dérivés de crédit » ne sont pas des contrats d'assurance pour les professionnels de l'assurance.

**423.** La requalification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance est écartée pour tous les « dérivés de crédit », sauf le « credit default swap ». Il comprend en effet les traits caractéristiques de ces contrats. Ce régime juridique restreint fortement l'amplitude d'utilisation du « credit default swap » même si des indices éparpillés laissant à penser au refus de l'assimilation. En revanche, l'exclusion d'une requalification en opération de banque ne fait aucun doute. Les « dérivés de crédit » sont des contrats aléatoires. Or il en est un autre qui profite de quelques règles plus détaillées. Parmi ceux-ci, l'un se démarque par ses règles particulières de nature à poser toute une série de problème si les « dérivés de crédit » devaient être placés sous son égide.

---

<sup>955</sup> Alain GAUVIN, « cloisonnement des métiers financiers et transferts de risques cross-sectoriels », RDBF n° 1 de janv.-fév. 2003 p. 79.



Section II : La qualification des « dérivés de crédit » en jeux  
et paris : une qualification ôtant toute force  
obligatoire à ces conventions.

**424.** Les conventions de jeux et paris sont rangés au sein des contrats aléatoires en vertu de l'article 1964 du code civil. Le régime juridique accordé à ceci de particulier que les trois articles qui suivent cherche à leur enlever toute force obligatoire et contraignante. Il présenterait alors l'inconvénient majeur d'annihiler tout pouvoir contraignant normalement accordé à la volonté contractuelle. Nous verrons alors le lien entre ce régime juridique et les « dérivés de crédit » avant d'écarter ce rapprochement.

§ I - Les « dérivés de crédit » et le régime juridique des jeux et paris. es dangers  
homologies entre jeux et paris et « dérivés de crédit ».

**425.** Pour que le régime juridique des jeux et paris s'applique aux « dérivés de crédit », il est nécessaire de recenser les points d'achoppements entre les notions. Puis nous étudierons la méthode utilisée par le législateur pour supprimer toute force obligatoire à ce contrat.

A. L'homologie entre jeux et paris et « dérivés de crédit ».

**426.** Il faut, en raison du silence de la loi, se reporter vers la doctrine pour trouver une définition commune au jeu comme du pari. Ils sont « *deux contrats fort voisins par lesquels deux personnes se promettent sous condition une chose ou une somme d'argent, de telle sorte qu'une seule d'entre elles, indéterminée au départ, sera finalement créancière* »<sup>956</sup>. Cette première description peut s'adapter aux « dérivés de crédit » car sous certaines conditions, ils font de l'une des parties la créancière de l'autre. Néanmoins, nous ne pouvons demeurer sur cette définition imprécise qui pourrait s'appliquer à de nombreuses autres conventions. Le jeu ou le pari, même « *fort voisins* », arborent des disparités. Le jeu est une convention par laquelle deux ou plusieurs personnes s'engagent à remettre à celle d'entre elle qui gagnera, un objet déterminé ou une somme d'argent qui constitue l'enjeu de la partie à laquelle les joueurs se livrent personnellement<sup>957</sup>. L'article 1966 du code civil en fournit une liste énumérative afin de nous instruire sur sa nature : « *les jeux propres à exercer au fait des armes, les courses à pied ou à cheval, les courses de chariot, le jeu de paume et les autres jeux de même nature qui tiennent à l'adresse et à l'exercice du corps* ». Le pari est une convention par laquelle deux ou plusieurs personnes qui sont d'un avis contraire sur un sujet

<sup>956</sup> Jean-Louis MOURALIS, « jeu - pari », Rép. Civ. D. n° 1 p. 2.

<sup>957</sup> Alain BÉNABENT, « jeu et pari », J.-Cl. civ. art. 1965 à 1967 fasc. 20 n° 2 p. 5 ; Jean-Louis MOURALIS, « jeu - pari », Rép. Civ. D. n° 2 et 3 p. 2.

quelconque, s'engage à faire telle chose, ou à payer telle somme d'argent à celle dont l'opinion sera reconnue exacte<sup>958</sup>.

Que ce soit pour le jeu ou le pari, les parties sont en situation d'opposition. Celle qui aura raison se verra attribuer un objet, une somme d'argent ou l'exécution de l'engagement contracté par celle qui aura été mise en tort. Ces contrats se dénouent par la désignation d'un perdant et d'un gagnant en fonction d'un résultat que les parties ne connaissent pas. La perte ou le gain procuré par l'exécution de cette convention est inconnu lors de sa conclusion. Ils sont des contrats aléatoires comportant pour les deux parties une chance de gain comme de perte. Sans cette dernière, il n'y a ni jeu ni pari<sup>959</sup>. Ces contrats de jeux et paris, comme les « dérivés de crédit », sont des contrats consensuels, synallagmatiques, à titre onéreux, de gré à gré ou d'adhésion.

La différence entre le jeu et le pari réside dans la neutralité des parties dans la détermination du gagnant et du perdant. Dans les paris, « *la partie gagnante ne doit pas jouer un rôle actif dans la réalisation de l'événement* »<sup>960</sup>. Inversement, dans un jeu, les parties interviennent dans l'apparition de l'événement qui désignera le gagnant. Elles se confrontent lors d'une activité révélant leur adresse ou leur force. Indéniablement, les « dérivés de crédit » ne sont pas des jeux. L'événement déclenchant la « mise en jeu » de la protection doit être indépendant de la volonté ou de l'influence des parties, que ce soit de celle qui « gagne » comme de celle qui « perd ». Nous devons les comparer au pari.

**427.** Dans cette hypothèse, les ressemblances sont criantes<sup>961</sup> et ne s'arrêtent pas au seul caractère spéculatif des conventions<sup>962</sup>. L'acheteur et le vendeur de protection sont d'un avis et dans une situation d'opposition. Un acheteur de protection estime qu'un événement peut altérer la valeur ou le rendement de sa créance. Le vendeur de protection souhaite que cet événement déclencheur ne survienne pas. Un pari se reconnaît par l'engagement mutuel des parties à faire quelque chose ou verser une somme d'argent en faveur de celle des deux dont l'avis s'est avéré exact. Celle, dans un « dérivé de crédit », qui verra son opinion réalisée obtiendra de l'autre la prestation promise, la conservation de la prime offerte ou l'exécution de la protection sous la forme du versement d'une somme d'argent. Le fait que l'une des parties fournisse sa mise, la prime de protection, avant le dénouement du pari, n'est pas un

---

<sup>958</sup> Alain BÉNABENT, « jeu et pari », J.-Cl. civ. art. 1965 à 1967 fasc. 20 n° 3 p. 5. Définition similaire de Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNES et Pierre-Yves GAUTIER, « les contrats spéciaux », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 972 p. 575 ; Jean-Louis MOURALIS, « jeu - pari », Rép. Civ. D. n° 2 et 3 p. 2 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », Litec 6<sup>ème</sup> édition 2008 n° 546 p. 409 ; Marcel PLANIOL et Georges RIPERT, « traité pratique de droit civil français », tome n° 11, LGDJ 1953 n° 1200 p. 550 ; Valérie DA SILVA, « jeu et droit », JCP 2011 n° 1029 p. 1714.

<sup>959</sup> Les organisateurs d'un concours de slogan publicitaire n'avaient aucune chance de gain puisqu'ils étaient tenus de décerner le prix et les participants ne subissaient aucun risque de perte : Paris, 13 déc. 1974, arrêt *Epoux Sares c/ Bourgeois et a.*, D. 1975 J. p. 234 note S.E. FERGANI ; TGI Paris, 18 déc. 1974, jugement *ORTF c/ Dame Duriez-Maury et a.*, Gaz. Pal. 1975 1<sup>ère</sup> p. 258, RTDC 1975 p. 561.

<sup>960</sup> Alain BÉNABENT, « jeu et pari », J.-Cl. civ. art. 1965 à 1967 fasc. 20 n° 3 p. 5 et « les contrats spéciaux civils et commerciaux », Montchrestien 9<sup>ème</sup> édition 2011 n° 1351 p. 635 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Jean-Louis MOURALIS, « jeu - pari », Rép. Civ. D. n° 2 p. 2 ; S.E. FERGANI sous Paris, 13 déc. 1974, D. 1975 p. 236.

<sup>961</sup> Renaud LAPLANCHE : « *Les dérivés de crédit, comme d'ailleurs la plupart des produits dérivés, semblent bien, à la lecture de cette définition, constituer un pari* » : « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28.

<sup>962</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 139 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 83 p. 23 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 178 p. 85.

obstacle à cette qualification. Les deux éléments juridiques essentiels à la présence d'un pari s'expatrient dans les « dérivés de crédit ».

La ressemblance est de nature à entraîner pour les « dérivés de crédit » l'application du régime juridique singulier des jeux et paris.

## B. Le régime juridique spécifique des jeux et paris et les « dérivés de crédit ».

**428.** L'étude du régime juridique des jeux et paris met en évidence que la loi s'intéresse non seulement à la convention principale qualifiée de jeu ou de pari, mais également au sort de toutes les conventions qui autorise l'apparition de ce contrat.

### 1. Le sort des contrats de « jeux et paris » et les « dérivés de crédit ».

**429.** Le législateur se méfie du jeu et du pari. Il sanctionne spécifiquement ces contrats. Il sera ensuite nécessaire d'appréhender les conséquences de cette transposition pour les « dérivés de crédit ».

#### a. La force de la sanction.

**430.** Une constante accompagne les jeux et paris, la défiance du législateur qui les pense immoral<sup>963</sup>. A la différence des autres conventions, celle-ci n'a pas sa faveur. Il ne souhaite pas les voir se développer. C'est ainsi qu'il a introduit une disposition fort particulière à l'article 1965 du code civil qui énonce que « *la loi n'accorde aucune action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari* ». Un gagnant ne pourra pas agir en justice pour obtenir ce que lui doit le perdant. Il ne doit escompter aucune aide de la loi ou des tribunaux. Mais réciproquement, le perdant qui se serait exécuté ne peut pas non plus arracher le remboursement de sa prestation. L'article 1967 du code civil précise que « *le perdant ne peut répéter ce qu'il a volontairement payé* », sauf triche du gagnant. De la sorte, le législateur entend rendre neutre le droit face à ces contrats. Certes, il aurait pu en prévoir la nullité neutralisant ce contrat. Elle replacerait les parties dans l'état dans lequel elles se trouvaient avant la formation du contrat. Sanction forte, elle serait dissymétrique et injuste. Elle arrangerait systématiquement le perdant refusant de s'exécuter ou entendant récupérer l'objet du pari après l'accomplissement de son obligation. Alors qu'avec cette sanction, le législateur leur reconnaît une validité juridique, mais leur dénie toute force obligatoire. La sanction sélectionnée est plus égalitaire car elle instille une insécurité juridique permanente, ce dès après la formation des contrats, à l'égard des deux parties. C'est une manière plus insidieuse, mais aussi plus forte, comparée à la nullité, de leur dénier une place dans notre ordre juridique. Les juridictions leur offrent une efficacité redoutable en leur allouant un caractère d'ordre public<sup>964</sup> avec tous les effets consacrés.

---

<sup>963</sup> Pour l'historique et le détail du régime juridique de ces notions, V. les explications des auteurs préc.

<sup>964</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 nov. 1969, arrêt *soc. Palais de la Méditerranée c/ consorts Bourmendil*, JCP 1971 II n° 16728 note Alain BÉNABENT.

b. Conséquence de la transposition pour les contrats de « dérivés de crédit ».

**431.** Ce régime juridique appliqué à un « dérivé de crédit » empêchera toute contrainte sur l'acheteur de protection au versement de la prime. Il ne saurait agir efficacement pour en obtenir la restitution. Il n'en irait pas autrement pour le vendeur de protection. Il ne saurait être judiciairement obligé d'exécuter sa prestation. Il ne pourrait agir en répétition s'il s'était acquitté de son obligation. Le propos doit être nuancé en ce que la rétention de la prime par l'acheteur de protection, chronologiquement antérieure à celle de sa contrepartie, incitera le vendeur de protection à s'abstenir d'exécuter ses engagements. Une exception est envisagée par l'article 1966 pour certains jeux auxquels la loi reconnaît une utilité sociale<sup>965</sup>. Il redevient alors possible d'agir en justice pour se faire verser son gain, si les sommes ne sont pas excessives. Cette dérogation ne peut bénéficier aux « dérivés de crédit ». La prime de protection, à plus forte raison la prestation du vendeur de protection, peuvent atteindre des montants importants forcément jugés excessifs. De toute façon, les « dérivés de crédit » ne peuvent être des jeux. Voyons à présent les conventions-connexes.

**2. Le sort des conventions connexes et ses implications sur les « dérivés de crédit ».**

**432.** Le législateur, pour améliorer l'efficacité de ses dispositions, et lutter contre le développement des jeux et paris, ne sanctionne pas que la convention elle-même, mais tous ce qui peut favoriser l'émergence de ces conventions, notamment les conventions connexes. Evidemment, il faudra s'interroger sur le sort des contrats favorisant l'émergence des « dérivés de crédit » s'ils sont vus comme une convention de jeu ou de pari.

a. Le sort des conventions connexes.

**433.** Ce régime juridique singulier s'étend aussi à l'ensemble des conventions connexes aux contrats de jeux et paris. Elles sont celles qui tendent soit à en favoriser la formation soit à en assurer l'exécution. Il n'est pas rare qu'un joueur malchanceux se voie octroyer un contrat de prêt afin de jouer ou de régler les pertes<sup>966</sup>. Autre exemple, un

---

<sup>965</sup> Pour un exemple de cette utilité sociale : Cour Royale d'Angers, 13 août 1831, arrêt *Jousse c/ Hertereau*, S. 1932 p. 269 qui refuse l'application de l'art. 1966 du code civil à un jeu de billard au motif que « *des considérations d'intérêt public ont évidemment déterminé les exceptions portées par cet article, et qu'on ne voit pas que de l'adresse et l'exercice d'un joueur de billard, il doive naître un soldat vigoureux, ou tout autre homme utile à la société* ».

<sup>966</sup> Sur la nature de documents qualifiés de « chèques » remis à des casinos qui ne constituent pas un simple moyen de paiement en raison de leur irrégularité. Ils couvrent une reconnaissance dette en raison d'une avance consentie en vue de jouer auxquels l'article 1965 du code civil est opposable : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 juil. 1988, arrêt *soc. Le Casino des Fleurs c/ M<sup>lle</sup> Hendricks*, Bull. civ. I n° 257 p. 177 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 22

joueur, trop occupé, va déléguer ce rôle à quelqu'un par le biais d'un mandat. Il va confier au mandant la mission et le pouvoir de souscrire au nom du mandataire un contrat de jeu et pari. Un joueur peut être incité à signer des contrats garantissant le paiement d'une dette de jeu. Ces contrats peuvent être des promesses de payer la dette apparue, un contrat de sûreté ou encore des compromis et transactions dont l'objet est une dette de jeu. Aucune action ne peut être introduite pour obtenir l'exécution des engagements.

b. Le sort des contrats entourant l'apparition d'un « dérivé de crédit ».

**434.** Les « dérivés de crédit » baignent dans un environnement contractuel développé. Un « dérivé de crédit » a besoin d'un sous-jacent, actif, créance ou autre qui porte un risque de crédit. Bien souvent, il naîtra de la présence d'une autre convention. Dans quelle mesure celle-ci sera affecté par ce régime juridique. Ensuite, certains « dérivés de crédit » naissent grâce à un environnement contractuel complexe qu'il serait intéressant de développer.

*α - Le contrat initiant le sous-jacent du « dérivé de crédit ».*

**435.** Par essence, un contrat de « dérivé de crédit » ne peut exister seul. Il est adossé à un sous-jacent issu d'une convention instaurant une créance. Sans cette convention, il n'y a pas de « dérivé de crédit » possible. Elles contribuent à l'apparition du « dérivé de crédit ». Ces conventions initiales indispensables contribuent de la sorte à la formation d'un « dérivé de crédit ». Seront-elles remises en question ? La question posée est plus délicate que pour celles conclues à l'occasion d'un contrat de jeu et pari « classique ». En effet, les sous-jacents des « dérivés de crédit » s'inscrivent en dehors de la simple volonté de mettre en place un « dérivé de crédit ». Leur neutralisation par l'article 1965 du code civil est capable de produire des effets indésirables surprenant. Que l'on songe aux conséquences qu'entraînerait la neutralisation d'un emprunt obligataire au motif qu'il est le sous-jacent d'un « dérivé de crédit » ! Or de cette crainte résulte l'idée que ce risque s'avère en définitif réduit. En effet, dans un contrat de jeu et pari, sont neutralisées les conventions qui ont pour objet de favoriser leur formation ou exécution. Le sous-jacent est initié de manière totalement indépendante de la mise en place et du fonctionnement du « dérivé de crédit ». Il poursuit son objectif propre. L'ambition recherchée par la création de ce sous-jacent, la créance, est de permettre le financement d'un opérateur économique. S'il sert ensuite de support à un « dérivé de crédit », ce n'était pas le but premier recherché. Dans le cadre de cette opération principale, nous ne sommes pas face à une volonté caractérisée de favoriser la création d'un contrat de jeu et pari sous la forme d'un « dérivé de crédit ». A cela, il faut ajouter que les contractants d'une convention favorisant un contrat de jeu et pari doivent avoir connaissance et conscience de ce dessein. Cette exigence de connaissance a été introduite expressément pour les contrats de prêts destinés à favoriser le jeu<sup>967</sup>. Celui qui représente un joueur a

---

nov. 1988, arrêt *soc. d'exploitation du Casino de Labaule c/ héritiers Delprat*, Bull. civ. I n° 328 p. 223 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 mai 1992, arrêt n° 89-21903 *soc. d'exploitation des cours et thermes d'Enghien c/ Papon*, inédit Légifrance ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 oct. 1992, arrêt n° 91-11043 *SA Casino De Trouville c/ Zilber*, inédit Légifrance ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 3 juin 1998, arrêt n° 96-13047 *SMAR c/ Ghattas*, inédit Légifrance ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 25 fév. 2003, arrêt n° 00-11838 *soc. Forge Thermal c/ M<sup>me</sup> X*, inédit Légifrance.

<sup>967</sup> Le prêteur doit savoir que la somme avancée est destinée au jeu (il le sait lorsqu'il n'est pas étranger au jeu) : Cass. req., 30 mai 1838, arrêt *Agent de change de Paris c/ créanciers Bureaux*, S. 1838 1 p. 753 ; Cass. Req., 19 déc. 1881, arrêt *D. C. c/ Deville et a.*, S. 1882 1 p. 262 ; Cass. Req., 4 juil. 1892, arrêt *Chigot c/*

conscience de favoriser un contrat de jeu, comme celui qui apporte et profite d'une garantie. Là encore, tel n'est pas le cas des parties au sous-jacent. L'émetteur d'obligations sollicite un financement. Les emprunteurs cherchaient à obtenir des crédits pour réaliser leurs projets. Ils ne cherchent pas à fertiliser le terrain permettant aux « dérivés de crédit » de croître. N'oublions pas que le « dérivé de crédit » offre le secret aux parties. Elle maintient dans les coulisses le débiteur du sous-jacent afin de ne pas nuire aux relations commerciales. Le débiteur n'avait pas conscience de conclure un contrat permettant par la suite de finaliser un « dérivé de crédit ». Et quand bien même cela serait<sup>968</sup>, l'objectif affiché est d'emporter un taux de financement plus bas. Les contrats connexes viennent en soutien d'une convention principale de jeu et pari, alors que le « dérivé de crédit » assiste une convention de financement. En conclusion, le sous-jacent ne peut pas être pris comme un contrat conclu en vue du jeu.

*β - L'environnement contractuel de formation du « dérivé de crédit ».*

**436.** La suppression de toute action au profit des conventions favorisant la formation des contrats de jeu ou de pari devrait affecter tous l'environnement contractuel permettant la création des « dérivés de crédit ». Deux séries de conventions nous interpellent. Les contrats d'ingénierie financière permettent la conclusion des « dérivés de crédit » au profit de personnes non professionnelles. Ces conventions sont passées entre un futur contractant d'un « dérivé de crédit » et un établissement financier dont le rôle se borne à organiser et mener à bonne fin la conclusion du contrat envisagé. Elles devraient être affectées par cette disposition. Ensuite, le « dérivé de crédit » se matérialise par tout un ensemble contractuel. En lui-même, il est symbolisé par la confirmation, mais avant, les parties ont encadrés leurs relations d'une convention-cadre et d'annexes techniques qui ont valeur contractuelle et sans lesquels l'émergence des « dérivés de crédit » ne se réaliserait pas. Indiscutablement, cet ensemble contractuel sera concerné cette impossibilité légale d'agir.

**437.** Les « dérivés de crédit » pourraient être requalifiés en jeu et pari. Ils sont issus de la sphère financière et boursière. Or depuis la conjonction de ces dispositions du code civil avec le développement du capitalisme boursier, des difficultés ont dû être surmontées. La principale était justement la requalification d'un certain nombre d'opérations de bourse en jeu et pari. Et c'est la solution vidant cette complication qui servira à sortir les « dérivés de crédit » de la sphère d'influence de l'article 1965 du code civil.

---

*Thibault*, S. 1892 p. 513, D. 1892 J. p. 500 ; Paris, 8 fév. 1917, arrêt *De B. c/ Isidore B.*, S. 1919 p. 60 ; Nancy, 27 mai 1953, arrêt *D. c/ Casino de Vittel*, D. 1954 p. 39 ; Cass. crim., 12 juin 1954, arrêt *soc. des eaux et thermes d'Enghien c/ Abitbol*, D. 1955 J. p. 43. Pour une association entre joueurs etc., la jurisprudence impose certaines conditions supplémentaires : le contrat de mandat doit préciser les pouvoirs consentis au mandant, qui sera la possibilité de conclure en son nom une convention de jeu et pari en désignant exactement le type de jeu. La jurisprudence y déroge lorsque le mandataire est un bénévole qui n'a participé à aucun risque ni à aucun bénéfice personnel : Cass. crim., 28 mai 1970, JCP 1971 II n° 16 728 note Alain BÉNABENT.

<sup>968</sup> Dans certains cas, l'émetteur d'un prêt à taux variable l'assortit immédiatement d'un « dérivé de crédit » afin de maintenir un taux d'intérêt en définitif bas.

## § II - Une confusion partiellement écartée.

**438.** Le problème moral sous-jacent à ces dispositions spécifiques du code civil est récurrent. Il s'est posé avec force lors de leur confrontation avec les services et produits financiers. Divers arguments ont servi à aplanir ces relations conflictuelles : l'évolution de la législation et la notion d'utilité économique.

### A. L'évolution de la législation.

**439.** Saisies des premiers contrats financiers à terme, les juridictions distinguaient entre les opérations boursières sérieuses, avec un dénouement physique, qu'elles validaient en les faisant échapper à l'article 1965 du code civil, et les autres, en dénouement monétaire, jugées non sérieuses, sanctionnées par cette disposition<sup>969</sup>. Pour faire échapper toutes les conventions boursières à cette disposition, le législateur les a légalisées selon la méthode du descriptif. Si cette méthode est précise, elle présente très vite des limites dans un domaine inventif. Elle réclame des textes d'adaptations à des cycles de plus en plus rapprochés mais toujours décalés face à l'innovation financière. Il manque une vision d'ensemble qui permettrait d'éviter ce suivisme législatif. Le mouvement de fond est d'offrir une sécurité juridique aux opérations sur les marchés financiers pour les soustraire à l'orbite de l'article 1965 du code civil<sup>970</sup>. La première disposition est l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 28 mars 1885 qui a reconnu la légalité de tous ces marchés pour le faire échapper aux dispositions de l'article 1965 du code civil<sup>971</sup>. Mais un siècle plus tard, sa portée était devenue trop peu rayonnante. La loi l'a actualisé en ajoutant les marchés sur taux d'intérêt à ceux bénéficiant déjà d'une dérogation<sup>972</sup>. Après maintes évolutions de la loi, de nombreux mécanismes sont à présent protégés par une disposition du code monétaire et financier. Nous y reviendrons ultérieurement<sup>973</sup>. Voyons maintenant l'argumentation de l'utilité économique.

---

<sup>969</sup> Après avoir admis puis réfuté l'utilisation des instruments boursiers à terme (Cass. civ., 26 fév. 1845, arrêt *Cresp c/ Coste*, D.P. 1845 1 p. 101), la jurisprudence décidait que les opérations sur les marchés à terme se résolvant par la remise des marchandises contre paiement étaient sérieuses et devaient éviter les foudres de l'article 1965 du code civil. L'inverse était prôné pour les opérations se terminant par le simple paiement du différentiel de cours à l'échéance du contrat car les parties n'entendaient pas conclure un contrat de vente. L'opération était considérée comme fictive et assimilée à un pari : Ch. crim., 19 janv. 1860, arrêt *Jarry, Lévy-Crémieu et a. c/ agents de change de Paris*, D.P. 1860 p. 40.

<sup>970</sup> Sur l'historique de la légalisation des marchés à terme : Souley AMADOU, « la loi de modernisation des activités financières et la légalité des marchés dérivés : chronique d'une clarification rebelle », BJBPF juil.-août 1997 p. 547 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 83 p. 23 ; S.E. FERGANI sous Paris, 13 déc. 1974, D. 1975 p. 236.

<sup>971</sup> L'art. 1<sup>er</sup> de la loi du 28 mars 1885 énonce que « *tous les marchés à terme sur effets publics et autres ; tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du code civil, lors même que ces marchés se résoudraient par le simple paiement d'une différence* ».

<sup>972</sup> Art. 8 de la loi du 11 juil. 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, J.O.R.F. du 12 juil. 1985 p. 7855 ; Pierre-Antoine BOULAT, « l'article 8 de la loi du 11 juillet 1985 légalisant les marchés à terme sur taux d'intérêts, ou la confusion érigée en principe législatif », D. 1985 p. 89.

<sup>973</sup> V. infra § 907.

## B. La notion d'utilité économique.

**440.** Pour éloigner l'application de cette disposition, la doctrine<sup>974</sup> invoque traditionnellement l'argument de l'utilité économique de l'instrument défendu. Ces instruments ne sont pas simplement ludiques ou futiles. Ils allouent une couverture contre un risque. Pourtant, ils s'opposeraient aux seuls instruments de spéculation assimilables à des jeux et paris. Nous ne reviendrons pas sur l'aspect illusoire de la distinction entre instrument de couverture et de spéculation. Elle n'est pas adéquate pour des outils qui offrent alternativement ou cumulativement cette fonction selon les objectifs poursuivis par chacune des contreparties. La doctrine explique souvent qu'une opération de couverture est réalisée grâce à la volonté de spéculation de la contrepartie. De plus, peut-on dire aujourd'hui que le jeu et pari n'a pas d'utilité économique ? Le jeu est une industrie et un secteur économique à part entière. Il s'intègre dans le secteur du loisir. Les enjeux de l'activité des casinos sont couramment rappelés. Ce secteur provoque des jalousies. Les dépenses des français auraient été évaluées à environ vingt et un milliard d'euros pour l'année 2008. L'ouverture à la concurrence a même été imposée. En dénier l'utilité économique devient un non-sens au regard de ses implications fiscales, touristiques, d'infrastructures etc. Enfin, la spéculation est aussi perçue comme un moteur déterminant et motivant de n'importe quelle activité économique. La philosophie capitaliste la juge indispensable et utile à la création de richesse<sup>975</sup>.

**441.** Monsieur FAVERO<sup>976</sup> pourfend aussi cette idée. Il étudie les théories économiques élaborées afin d'expliquer le fonctionnement des mécanismes boursiers, notamment sur l'alternance des cycles de croissance et de récession. Il estime que seules celles dites du « chaos » se vérifient : il n'existe aucune élucidation rationnelle des cycles boursiers observés. Seul le hasard est maître du jeu à la bourse. Les opérations boursières ne sont que des jeux et paris qu'il conviendrait en conséquence de légaliser. Il remplace la démarche actuelle qui interdit les « jeux et paris » et procède à des exceptions par celle qui consiste à les déclarer par principe licite puis à écarter ceux faits dans des circonstances proscrites, tel les « *tripots clandestins* ». Cette pensée est avantageuse. Elle envisage un principe de protection générale et harmonise le droit avec l'état de la société au regard de la diversité des types de jeu et pari autorisés et réglementés par des dispositions législatives et réglementaires<sup>977</sup>. C'est le raisonnement suivi par une décision de la Cour d'Appel de Paris du 4 juillet 1967 : les opérations de bourses sont des opérations licites, les remises de sommes d'argent destinés à en conclure échappaient aux règles de l'exception de jeu<sup>978</sup>.

---

<sup>974</sup> Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 140. D'autres avancent ce critère de couverture tout en nuancant son efficacité : Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. et, pour une nuance encore plus marquée, « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 226 et s., avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45. Argument déjà soutenu pour les instruments boursiers des marchés à terme : Léon LACOUR sous Cass. civ., 22 juin 1898, arrêt *Devos c/ Richard*, D.P. 1899 I p. 5.

<sup>975</sup> L'étude du droit face à la spéculation traduit l'ambivalence entre la méfiance et la motivation économique : Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », op. cit. n° 70 et s. p. 159 ; Jean-François ROUGÉ, « la spéculation : règles du jeu », P.A. du 6 août 1993 n° 94 p. 16 ; Dominique PONTON-GRILLET, « la spéculation en droit privé », D. 1990 chron. XXVIII p. 157 ; Marc FAVERO, « de la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu », JCP E 2005 étude n° 405 p. 424.

<sup>976</sup> Marc FAVERO, « de la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu », loc. cit. p. 424.

<sup>977</sup> Outre les références générales sur le régime des jeux et paris, voir les multiples exceptions : Bertrand MATHIEU, « les jeux d'argent et de hasard en droit français », P.A. n° 6 du 8 janv. 1999 p. 8.

<sup>978</sup> Paris, 4 juil. 1967, arrêt *Bastard c/ Audrain*, D. 1967 p. 721.

Encore plus intéressante était une décision du 16 mars 1999 rendue par la Première Chambre Civile de la Cour de Cassation<sup>979</sup>. Une société française avait conclu avec une consœur anglaise une convention à terme portant sur les cours du cacao sans que sa nature exacte soit précisée. La société française entendait faire obstacle à son exécution en invoquant l'exception de jeu. La Cour de Cassation a approuvé la cour d'appel d'avoir repoussé cette argumentation. Ce contrat était soumis au droit anglais qui ignorait l'article 1965 du code civil français. Elle prenait le soin de rajouter que puisque ce contrat tendait à garantir la stabilité des cours, il n'était pas non plus contraire à l'ordre public international. Il serait intéressant de connaître l'avis de la Cour de Cassation dans un cas typiquement français. Cet arrêt laisse entrevoir une possibilité sérieuse d'écarter l'application de cette exception de jeu pour tout contrat à terme qualifié de « produit dérivé » dès qu'un motif valable peut être soulevé. La ressemblance des « produits dérivés » avec les « dérivés de crédit » laisse ouverte la porte de la transposition de cette solution. Pour des « dérivés de crédit » standardisés proposés par les marchés financiers, leur conclusion sur les marchés financiers réglementés ne peut que repousser l'invocation de l'article 1965 du code civil.

**442.** La qualification de jeu et de pari apparaît de plus en plus marginale. Elle ne doit pas inquiéter les « dérivés de crédit ». Aujourd'hui, ce souci est dépassé grâce à l'introduction d'une disposition dans le code monétaire et financier.

Ainsi, les « dérivés de crédit » ne s'assimilent pas à des qualifications susceptibles de remettre en cause l'efficience des « dérivés de crédit » tels qu'ils sont actuellement conclus. Ils ne s'assimilent pas aux jeux et paris. Ils échappent au monopole des opérations de banques et de l'assurance. Les doutes subsistent uniquement pour le « credit default swap » qui reprend les mêmes traits caractéristiques que le contrat d'assurance.

Une qualification unique, adaptée à tous les « dérivés de crédit », ne nécessite pas seulement une satisfaction entre la définition de cette notion et celle générale des « dérivés de crédit ». Si cette dernière semble autoriser une proximité, l'étude au regard de chaque membre de ces « dérivés de crédit » montre souvent l'inadaptation du rapprochement. Voyons maintenant les qualifications qui n'engendrent pas de restrictions conséquentes pour la conclusion des « dérivés de crédit ».

---

<sup>979</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 16 mars 1999, arrêt *soc. de Loisy et Gelet c/ soc. Drexel Brunham Lambert*, Bull. civ. I n° 94 p. 62, Defrénois 1999 art. 37079 n° 92 p. 1324.



## **Chapitre II : Les qualifications sans restriction conséquentes** **quant à l'usage des « dérivés de crédit ».**

**443.** Les qualifications susceptibles de remettre en cause l'utilisation factuelle des « dérivés de crédit » ont été écartées. Il en existe de nombreuses autres qui ne produisent pas cet effet. Nous distinguerons dans un premier temps les « dérivés de crédit » de ces notions voisines avec toujours en tête cette ligne de conduite, chaque notion abordée ne doit pas seulement correspondre à la définition générale des « dérivés de crédit », mais doit impérativement s'adapter à chacune des branches composant cette famille. Face à l'imagination des financiers et à de tels succès sur la place, le législateur décide d'inscrire ces nouveaux mécanismes, avec plus ou moins de bonheur, à l'appareil législatif. Ce suivisme s'effectue par l'élaboration de règles plus ou moins complètes par l'intégration de nouvelles qualifications et régimes juridiques pour partie sous la pression de l'Union Européenne. C'est ainsi qu'est née l'instrument financier dont la place est de plus en plus importante.

### *Section I : Distinction des « dérivés de crédit » de notions voisines.*

**444.** La volonté de se prémunir contre le risque de contrepartie est ancienne. Face à une efficacité variable souvent dépendante des circonstances, les moyens employés s'accroissent sans cesse. A cet égard, les praticiens, commerçants et financiers n'attendent pas l'intervention du législateur pour envisager et développer des instruments utiles à leurs besoins. Ces pratiques se généralisent d'autant plus rapidement qu'elles sont judicieuses. Dans cet état d'esprit, ils ont développé des stipulations destinées à protéger l'exécution des engagements attendus par l'un des contractants de l'autre. Elles offrent une protection pour le créancier d'une obligation. En ce sens, elles sont voisines. Ainsi, la pratique a développé des outils et des notions voisines des « dérivés de crédit ». Néanmoins, le législateur a aussi adoptées certaines dispositions qui poursuivent cet objectif. Il est impossible de ne pas en dire quelques mots. Ce fil rouge entre pratique et législation nous servira de distinction, même si ce fil est devenu ténue.

#### § I - Les mécanismes issus de la pratique.

**445.** Les mécanismes à présent étudiés sont tous nés de la pratique. Aujourd'hui, les cantonner dans cette seule sphère est une erreur juridique. Le législateur a, devant leur succès, décidé de consacrer dans les textes certains d'entre eux. Ces instruments imaginés par la pratique sont au nombre de trois que la jurisprudence fut longtemps la seule à reconnaître.

Nous pénétrerons successivement dans les royaumes des lettres d'intention, du crédit documentaire et des garanties à premières demandes.

### A. Les lettres d'intention.

**446.** Les lettres d'intention sont nées durant les années 1970, en même temps que les produits dérivés. Elles cherchent à conforter la position d'un créancier. Nous le vérifierons au sein de leur présentation avant de voir les critères de distinction entre elles et les « dérivés de crédit ».

#### 1. Présentation des lettres d'intention.

**447.** Ces lettres d'intention n'ont été définies que fort récemment par l'article 2322 du code civil suite à la volonté exprimée dans l'article 7 de l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés. Il indique que « *la lettre d'intention est l'engagement de faire ou de ne pas faire ayant pour objet le soutien apporté à un débiteur dans l'exécution de son obligation envers son créancier* ». Elle se présente sous la forme d'un document que procure une personne tierce à un créancier afin de le rassurer, selon des termes tout à fait variables, quant aux engagements contractés à son égard par un actuel ou futur débiteur. Elle est connue sous de multiples dénominations telles que « lettre de confort », « lettre de patronage », « lettre d'apaisement », « lettre de parrainage » etc. Les auteurs<sup>980</sup> insistent en général sur les liens unissant le confortant et le débiteur. Le confortant est souvent

---

<sup>980</sup> Philippe SIMLER, « lettres d'intention », J.-Cl. civ. art. 2322 fasc. 85 ; Dominique LEGEAIS, « lettre d'intention », J.-Cl. B. fasc. 741 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « lettres d'intention », Lamy Dr. fin. 2009 n° 3787 p. 1755 ; Jacques MESTRE, Dominique VELARDOCCIO, « lettres d'intention », Lamy soc. com. 2010 n° 2122 p. 10559 ; Laurent AYNÈS et Pierre CROCQ, « les sûretés, la publicité foncière », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 360 p. 163 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », Litec 9<sup>ème</sup> édition 2010 n° 555 p. 399 ; Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », op. cit. n° 997 p. 528 ; Anne-Sophie BARTHEZ et Dimitri HOUTCIEFF, « les sûretés personnelles », traité de droit civil Jacques GHESTIN, L.G.D.J. 2010 n° 1410 p. 1021 ; Denis MAZEAUD, « variations sur une garantie épistolaire et indemnitaire, la lettre d'intention », in prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 341 ; Jacques TERRAY, « la lettre de confort », Rev. B. n° 393 de mars 1980 p. 329 ; Jean-Pierre BERTREL, « les lettres d'intentions », Rev. B. n° 465 d'oct. 1986 p. 895 ; Michèle DE VITA, « la jurisprudence en matière de lettre d'intention », Gaz. Pal. du 24 oct. 1987 doct. p. 667 ; Raymonde BAILLOD, « les lettres d'intention », RTD com. 1992 p. 547 ; Jean-Louis MEDUS, « l'émission irrégulière d'une lettre de confort par une société anonyme et sa sanction », BJS juin 1994 p. 597 ; Anne SCHOLLEN, « les lettres de parrainage ont-elles toujours de bonnes intentions ? », RDAI n° 7 de 1994 p. 793 ; Bertrand SAINT ALARY, « la lettre d'intention », Rev. Dr. pat. juil.-août 1995 p. 30 ; Jean Michel DAUNIZEAU, « la pratique des lettres d'intention dans un contexte international », B.&D. n° 42 de juil.-août 1995 p. 3 ; Les auteurs d'un dossier spécial « les lettres d'intentions : de l'engagement d'honneur au cautionnement déguisé » dans Rev. Dr. pat. n° 67 de janv. 1999 p. 45 et s. : Bernard MONASSIER, « lettre d'intention : présentation », p. 46, Annie BAC, « la lettre d'intention ou le dilemme liberté/sécurité », p. 49, Jean-Pierre DUMAS, « le point sur la jurisprudence relative à la lettre d'intention », p. 53, Alain CERLES, « la lettre d'intention dans les pratiques bancaires », p. 57, Jacques MESTRE, « observations de clôture : les lettres d'intention, une zone d'aménagement contractuel », p. 61 ; Sébastien JAMBORT, « les lettres d'intention sont-elles mortes ? », BJS juin 2007 § 184 p. 669 ; Philippe SIMLER, « le nouvel article 2322 du code civil et le régime de la lettre d'intention », RJDA 7/2008 p. 739 ; Cathy POMART, « la lettre d'intention après l'ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés », P.A. n° 63 du 27 mars 2008 p. 26.

une société mère ou détient une participation chez le débiteur appelé à bénéficier du crédit<sup>981</sup>. Ces lettres sont protéiformes, à commencer par de leurs architectures. Un auteur<sup>982</sup> considère qu'elles se décomposent en deux parties qu'il dénomme « argument de vente » et « engagement ». La prépondérance de l'une des parties sur l'autre déterminera la force des obligations contenues dans ces lettres. Leurs rédactions concrètes permettront de déterminer cette prééminence. La jurisprudence et la doctrine<sup>983</sup> ont discerné quatre catégories de lettres d'intentions pourvues d'autant d'effets juridiques différents. Celles qui comprennent les contraintes juridiques les plus fortes ont été requalifiées en caution s'il ressort de ses termes que le rédacteur de la lettre « *par une manifestation non équivoque et éclairée de sa volonté déclare se soumettre envers le créancier à satisfaire à l'obligation du débiteur si celui-ci n'y satisfait pas lui-même, se rend caution de cette obligation* »<sup>984</sup>. A l'autre bout de la chaîne, d'autres n'embrassent aucune espèce d'engagement. Elles n'occasionnent aucune reconnaissance d'obligation juridique<sup>985</sup>. Les deux autres sont des catégories intermédiaires d'où se dégage une obligation de faire ou de ne pas faire. Une telle obligation sera tantôt de moyens<sup>986</sup>, la personne engagée promettant de tout mettre en œuvre pour parvenir à un résultat sans pouvoir le garantir. Sa responsabilité contractuelle nécessitera la démonstration d'une faute de sa part. Elle sera tantôt de résultat<sup>987</sup> si le confortant s'engage à arriver à un résultat précis. Le seul fait d'échouer provoquera sa responsabilité contractuelle.

<sup>981</sup> Ou par une société commercialement liée ou par un dirigeant de société à titre personnel.

<sup>982</sup> Jacques TERRAY, « la lettre de confort », loc. cit. p. 329.

<sup>983</sup> Michèle DE VITA, « la jurisprudence en matière de lettre d'intention », loc. cit. p. 667 ; Michel MONTANIER, « la lettre d'intention », rapport C. Cass. 1987 p. 72 ; Ibrahim NAJJAR, « l'autonomie de la lettre de confort », D. 1989 chron. XXXII p. 217 ; Pierre VILLEROIL, « la lettre d'intention à l'épreuve de la jurisprudence de la cour de cassation », B.&D. n° 43 de sept.-oct. 1995 p. 3 ; Stéphane PIEDELIÈVRE, « l'efficacité des lettres de confort », Rev. Dr. pat. n° 34 de janv. 1996 p. 56 ; Marine RAMSPACHER et Sophie SEGOND, « les lettres d'intentions constituent-elles des garanties au sens de l'article 98 de la loi du 24 juillet 1966 ? », D.S. mars 1996 chron. 4 p. 1 ; Marie-Elisabeth MATHIEU-BOUYSSOU, « contribution à l'étude de la lettre de confort, engagement de faire le nécessaire », RDBF n° 1 de janv.-fév. 2003 p. 60.

<sup>984</sup> Principe posé par l'un des arrêts fondateurs : Cass. com., 21 déc. 1987, arrêt *S.A. de droit espagnol Viuda de José Tolra c/ soc. régionale de développement du Languedoc-Roussillon (SODLER)*, Bull. civ. IV n° 281 p. 210, Rev. Soc. 1988 p. 398 note Hervé SYNDET, D. 1989 p. 112 note J.-P BRILL, JCP 1988 II 21113 avec les conclusions de l'avocat général Michel MONTANIER, B. n° 481 de mars 1988 p. 361 chron. Jean-Louis RIVES-LANGES, RDBB n° 7 de mai-juin 1988 p. 101 obs. Monique CONTAMINE-RAYNAUD, RCDIP 1989 p. 344 note Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER, RTD com. 1988 p. 271 n° 14 obs. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIE.

<sup>985</sup> Paris, 30 av. 1984, RTDC 1985 p. 730 note Jacques MESTRE ; Paris, 30 av. 1985, B. n° 452 de juil. 1985 p. 754 note Jean-Louis RIVES-LANGES ; Bordeaux, 16 oct. 1985, arrêt *SA SEPIME c/ International Westminster Bank PLC*, D. 1989 J. p. 436 ; Paris, 4 mai 1993, arrêt *SA Montcocol et a. c/ CIN et a.*, BJS juil. 1993 § 212 p. 729 note Philippe DELEBECQUE.

<sup>986</sup> Paris, 16 janv. 2001, arrêt *Varasi c/ Banca Nazionale del Lavoro*, RDBF n° 2 de mars-av. 2002 n° 57 p. 76 ; Versailles, 7 mars 2002, arrêt *Caisse fédérale de crédit mutuel du centre c/ ICM*, BJS juil. 2002 § 175 p. 784 note Paul LE CANNU ; Paris, 19 nov. 2002, arrêt *SA Société Générale c/ SA Financière Askéa Fédéral*, BRDA 03/2004 n° 6 p. 4 ; Cass. com., 18 mai 2005, arrêt *BASF Système d'impression c/ SA Danel*, RDBF sept.-oct. 2005 n° 173 p. 22 note Alain CERLES, BJS nov. 2005 § 272 p. 1226 note Jean-François BARBIÉRI, Rev. Dr. pat. n° 145 de fév. 2006 p. 131 obs. Laurent AYNES et Philippe DUPICHOT ; Cass. com., 15 juin 2005, arrêt *SA Balmain et a. c/ W et a.*, BJS nov. 2005 § 273 p. 1227 note Jean-François BARBIÉRI.

<sup>987</sup> Cass. com., 21 déc. 1987 préc. expose que « *malgré son caractère unilatéral, une lettre d'intention peut, selon ses termes, lorsqu'elle a été acceptée par son destinataire, et eu égard à la commune intention des parties, constituer à la charge de celui qui l'a souscrite un engagement de faire ou de ne pas faire pouvant aller jusque l'obligation d'assurer un résultat, si même elle ne constitue pas un cautionnement* ». Sur l'obligation de résultat : Cass. com., 26 fév. 2002, arrêt *soc. Exel Industries c/ Banque Populaire de Bourgogne*, Bull. civ. IV n° 43 p. 43, D. Aff. 2002 p. 1273 obs. Alain LIENHARD et p. 3331 S.C. n° 1 note Laurent AYNES, RDBF n° 2 de mars-av. 2003 n° 93 p. 129 note Alain CERLES, JCP E 2002 I n° 918 p. 1003 note Dominique LEGAIS, BJS 2002 § 135 p. 607 obs. Jean-François BARBIÉRI, D.S. juin

**448.** La majorité des études sont antérieures à l'adoption de cet article 2322 du code civil. Elles ne procèdent pas à une analyse juridique entre elles et les « dérivés de crédit » bien que toutes deux confortent un créancier vis à vis d'un débiteur. Elle campe des relations contractuelles entre trois personnes. Préliminairement, un « dérivé de crédit » pourrait être utilisé afin de conforter les engagements pris dans une lettre d'intention. Il propose une protection dans l'hypothèse où l'engagement écrit de la lettre d'intention serait transgressée. Bien évidemment, il conviendrait de traduire en terme d'événement et de sous-jacent l'engagement pris. A fortiori, ce « dérivé de crédit » pourrait se substituer à une lettre d'intention. Le confortant prendrait la place d'un vendeur de protection. Il offrirait une indemnisation dans l'hypothèse où le débiteur ne s'exécuterait pas. Cette créance servirait alors de sous-jacent de référence. Mais les différenciations sont les plus fortes.

## **2. Les critères de distinction.**

**449.** Les « dérivés de crédit » ne peuvent pas traduire la très grande nuance de rédaction des lettres d'intention. Ils ne pourront jamais être permutés avec une lettre d'intention dénuée de tout engagement juridique. De même, la force juridique obligatoire d'un « dérivé de crédit » ne se module pas selon qu'il implique une obligation de faire de moyen ou de résultat. Les obligations sont fermes. De plus, le confortant aurait le rôle du vendeur de protection et le créancier celui de l'acheteur de cette protection. Le créancier acheteur de protection doit acquitter une prime pour en bénéficier. Dans une lettre d'intention, le créancier dont le soutien est attendu n'achète pas de protection. Il n'entend pas en payer le prix. La lettre d'intention est pour lui une « protection » gratuite même si elle ne l'est nullement pour l'émetteur. La lettre d'intention s'oppose au caractère systématiquement onéreux du « dérivé de crédit ». Ensuite, dans un « dérivé de crédit », l'acheteur de protection - créancier adopte l'initiative de se protéger. Or il est le récipiendaire de l'action dans une lettre d'intention qu'il se contente de recevoir. Il reste passif. L'initiative provient du confortant. Cette lettre d'intention est toujours un préalable à l'obtention du crédit. Un « dérivé de crédit » peut se nouer ou se dénouer à tout moment de la vie du sous-jacent. Dans

---

2002 n° 105 p. 9 obs. Thierry BONNEAU, JCP 2002 I 162 p. 1566 n° 13 obs. Philippe SIMLER, RTD com. 2002 p. 525 n° 12 chron. Michel CABRILLAC ; Cass. com., 9 juil. 2002, arrêt *soc. Lordex c/ soc. La Rhénane*, Bull. civ. IV n° 117 p. 126, D. 2002 A.J. p. 2327 obs. Alain LIENHARD et 2003 J. p. 545 note Bruno DONDERO, RDBF n° 5 de sept.-oct. 2002 n° 181 p. 257 note Dominique LEGEAIS et n° 2 de mars-av. 2003 p. 126 note Alain CERLES, P.A n° 115 du 10 juin 2003 p. 11 note Bénédicte GUIDERDONI, JCP 2002 I n° 188 p. 2229 n° 9 obs. Jean-Jacques CAUSSAIN, Florence DEBOISSY et Guillaume WICKER, JCP II 10 166 p. 1914 note Gwennhaël FRANÇOIS, Defrénois 2002 art. 37644 p. 1614 n° 93 note Rémy LIBCHABER ; Cass. com., 17 déc. 2002, arrêt *Fondation communautaire pour l'enseignement et l'éducation c/ crédit national SA*, RDBF n° 2 de mars-av. 2003 § 73 p. 99 com. Alain CERLES ; Cass. com., 16 nov. 2004, arrêt *Belhassem c/ Société Générale*, JCP E 2005 n° 915 p. 1006 n° 11 note Philippe SIMLER ; Cass. com., 19 av. 2005, arrêt *SA financière Askea fédéral c/ société générale*, JCP E 2005 pan. n° 824 p. 909, RTD com. 2005 n° 16 p. 582 com. Dominique LEGEAIS, JCP 2005 I n° 185 p. 2108 n° 11 obs. Philippe SIMLER, BJS n° 11 nov. 2005 § 270 p. 1223 note Jean-François BARBIÈRI ; Cass. com., 19 av. 2005, arrêt *soc. Maxi Livres*, BJS nov. 2005 § 271 p. 1224 note Jean-François BARBIÈRI ; Lyon, 4 juin 2009, arrêt *soc. Bayerische Hypo und Vereinsbank AG c/ soc. Emball'iso*, RJDA 10/2009 n° 892 p. 811 et sur pourvoi Cass. com., 17 mai 2011, arrêt *soc. Emball'iso c/ soc. Bayerische Hypo und Vereinsbank AG*, D. 2011 p. 1404 note Xavier DELPECH, BRDA 11/2011 n° 17 p. 9, RLDA n° 62 de juil.-août 2011 n° 3544 note V.M., BJS juil.-août 2011 § 281 p. 551 note Jean-François BARBIÈRI, con. conc. cons. n° 8/9 août-sept. 2011 n° 185 p. 13 note Laurent LEVENEUR, JCP 2011 n° 863 p. 1429 note Alexandre DUMERY, RDBF juil.-août 2011 n° 136 p. 38 note Alain CERLES ; Cass. com., 20 oct. 2009, arrêt *La vie Claire c/ Wesanen*, RDBF n° 1 2010 n° 13 p. 43 note Alain CERLES, RTD com. 2010 p. 773.

la lettre d'intention, le « garant » engage un soutien en faveur du débiteur afin qu'il obtienne le crédit nécessaire. Un « dérivé de crédit » se focalise sur le créancier autour de qui se noue ce contrat. Le débiteur ignore cette relation. Il n'a pas vocation à intervenir directement entre le vendeur et l'acheteur de risque. Il n'apparaît pas comme un bénéficiaire direct du « dérivé de crédit » même si son introduction peut influencer le processus d'octroi de financement. Enfin, le « dérivé de crédit » est un contrat synallagmatique alors que la lettre d'intention est avant tout un engagement unilatéral. Les « dérivés de crédit » ne sont pas des lettres d'intention.

## B. Le crédit documentaire.

**450.** En dépit de son intitulé, il n'est pas besoin d'une longue parenthèse pour juger que le crédit documentaire n'a aucun rapport avec les « dérivés de crédit ». Il concilie efficacement les intérêts des parties qui souhaitent une concomitance parfaite entre la livraison d'une marchandise et la remise de son prix, chose rarement possible en l'état des relations d'affaires internationales<sup>988</sup>, ne serait-ce qu'en raison des distances. Le crédit documentaire esquive les problèmes de divergence des systèmes juridiques nationaux des parties et les aléas politiques des relations internationales. Il solutionne les problèmes de distance du commerce international. Il est une forme de crédit. Un banquier s'engage, à la demande d'un client, à verser à un tiers bénéficiaire une somme d'argent, à accepter ou négocier une lettre de change contre remise de différents documents en représentation du prix d'une prestation commerciale<sup>989</sup>. Ces documents représentent l'exécution de la prestation de l'une des parties qui lui ouvre le droit au paiement. L'exemple incontournable est celui de la livraison de la marchandise. Un contrat de base agence les relations commerciales entre les parties. Il invite le débiteur de la prestation monétaire à la réaliser sous la forme d'un crédit documentaire souple dans ses modalités. Il peut être à paiement différé (présence d'un délai entre la remise des documents et le transfert du paiement), révocable ou irrévocable (le banquier peut retirer son engagement), accepté et/ou confirmé ou non (une deuxième banque de la même nationalité que le vendeur s'engagera à garantir le paiement de la banque initiale)<sup>990</sup>. Il tolère une grande liberté dans la désignation contractuelle des documents. Son

---

<sup>988</sup> La Chambre de Commerce Internationale émet des règles et usances : Jean PUECH, « les différentes fonctions du crédit documentaire selon les nouvelles règles et usances 1983 », *RJCom* n° spécial 1985 p. 18 et « crédits documentaires : les différents modes de réalisation selon les règles et usances 1983 », *B.* n° 439 de mai 1984 p. 581 ; Claude MARTIN, « le crédit documentaire, la fraude et la révision de 1983 des règles et usances relatives aux crédits documentaires », *RDAl* 1985 p. 371 ; Jean-Pierre MATTOU, « les apports des règles et usances uniformes 500 au droit des crédits documentaires », *B.&D.* n° 35 de mai-juin 1994 p. 3 ; Ligia Maura COSTA, « le donneur d'ordre et les nouvelles règles et usances uniformes relatives au crédit documentaire », *RDAl* n° 3 1995 p. 361 ; Eric A. CAPRIOLI, « la loi applicable aux contrats de crédit documentaires, approche de droit comparé », *RDAl* n° 7 de 1991 p. 905 ; Dossier réuni par Nicolas MATHEY, *RDBF* de juil.-août 2008, « le crédit documentaire en 2008 » et « réflexions critiques sur les nouvelles RUU 600 », p. 59, Jean STOUFFLET, « la banque désignée pour la réalisation d'un crédit documentaire », p. 62, Jamel BACCAR, « crédit documentaire et obligation bancaire d'information du donneur d'ordre », p. 66, Dominique DOISE, « crédits documentaires et financements de certaines opérations d'achat et revente de marchandises », p. 70, Éric A. CAPRIOLI, « le crédit documentaire face aux technologies de l'information », p. 73.

<sup>989</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », *op. cit.* ; Jean STOUFFLET, « crédit documentaire », *J.-Cl. B.* fasc. 1080 et avec Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », *op. cit.* n° 862 p. 458 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », *op. cit.* n° 274 p. 284.

<sup>990</sup> Pour ces adaptations : Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « crédit documentaire », *Lamy Dr. fin.* 2009 n° 4963 p. 2139 ; G. FRIEDEL, « remarques sur l'engagement du banquier dans le crédit documentaire irrévocable », in dix ans de conférences d'agrégation, études de droit commercial offertes à

maître mot est l'efficace qui explique son succès. Respectueux de cet état d'esprit, les magistrats freinent la faculté pour le banquier et le débiteur final de s'opposer à l'exécution du crédit documentaire. Ils ne la neutralisent que par le seul dépassement des délais pour la fourniture des documents, la remise de document non conforme révélée par une simple vérification formelle<sup>991</sup> ou la fraude<sup>992</sup> portant uniquement sur les documents. La sécurisation repose sur les documents démontrant la livraison. Il méprise l'évolution des relations commerciales entre les parties<sup>993</sup>. Le seul point commun entre ces notions est encore d'offrir une certaine sécurité.

**451.** Pour le reste, il diverge radicalement d'un « dérivé de crédit ». Il est un instrument de financement, un crédit au sens traditionnel du terme<sup>994</sup>. Il est soumis au risque de crédit combattu par les « dérivés de crédit »<sup>995</sup>. Il matérialise au plan international de l'exception d'inexécution. L'obligation principale de l'acheteur, payer le prix, est suspendue à la preuve fournie par le débiteur de l'exécution de son obligation de la livraison. Il ne peut se muter en un instrument de spéculation, de couverture du rendement ou de la valeur d'une créance. Le crédit documentaire n'est pas un contrat aléatoire. De plus, il est appréhendé comme une clause essentielle du contrat commercial, c'est-à-dire du contrat principal. Ce n'est jamais le cas dans le contrat dans un « dérivé de crédit » totalement indépendant de la relation sous-jacente. Dès lors, l'amalgame entre ces contrats sera repoussé.

---

J. HAMEL, Dalloz 1961 p. 535 ; Charles BONTOUX, « réflexions sur un type de crédit documentaire : le crédit à paiement différé », B. n° 433 de nov. 1983 p. 1285 ; Philippe BOURIN et Pierre Yves BERARD, « la confirmation silencieuse des crédits documentaires », B.&D. n° 40 de mars-av. 1995 p. 3.

<sup>991</sup> Cass. Com., 7 janv. 2004, arrêt *soc. Cinex c/ Crédit lyonnais*, D. aff. 2004 J. p. 345, JCP E 2004 pan. rap. n° 301 p. 346, BRDA 03/2004 n° 18 p. 10 ; Cass. Com., 28 mars 2006, arrêt *SA CCF c/ M<sup>e</sup> Courtoux et Banque intercontinentale d'Afrique occidentale BIAO Côte-d'Ivoire*, P.A. n° 46 du 5 mars 2007 p. 8 note E.C. Pierre JASINSKI, « prolifération de l'irrégularité dans le crédit documentaire », Rev. B. n° 500 de déc. 1989 p. 1172 ; Khaled KAWAN, « la fraude dans le crédit documentaire, confusion ou cohésion ? », RDAI n° 6 de 1991 p. 797 ; Jean HESBERT, « le labyrinthe des conditions non documentaires dans les opérations de crédit documentaire », P.A. n° 195 du 1<sup>er</sup> oct. 2001 p. 4 ; Jamel BACCAR, « l'examen de la complétude des documents dans le crédit documentaire », RLDA n° 25 de mars 2008 p. 29.

<sup>992</sup> Cass. com., 29 av. 1997, arrêt *soc. Automobiles Peugeot c/ soc. Facon Deutschland et a.*, RDBB n° 63 d'oct. 1997 p. 215 n° 3 chron. de Francis J. CREDOT et Yves GÉRARD, JCP E 1997 II n° 976 p. 167 note Jean STOUFFLET confortant les opinions de Jean-Pierre MATTOU et A. PRÜM, « mise en œuvre de l'adage « *fraus omnia corrumpit* » dans le crédit documentaire irrévocable réalisable à terme », DPCI 1988 p. 107 ; Samuel EPSCHTEIN, « les crédits documentaires et la fraude », B. n° 373 de mai 1978 p. 587 ; Manon POMERLEAU, « la fraude du bénéficiaire du crédit documentaire irrévocable, étude comparative en droit commercial international », Cah. Jur. et fiscaux de l'exportation 1984 p. 13.

<sup>993</sup> Cass. com., 14 oct. 1981, arrêt *SA Discount Bank c/ Téboul*, D. 1982 J. p. 301 note Michel VASSEUR, JCP 1982 II 19815 obs. Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, RJCom 1982 p. 253 note Jean-Pierre SORTAIS ; Cass. com., 14 mars 1984, arrêt *S.A. Avip c/ Crédit du Nord*, Bull. civ. IV n° 101 p. 86 ; Cass. com., 18 déc. 2001, arrêt *Crédit Agricole c/ Interamericana Transmarin*, Rev. Dr. pat. n° 106 de juil.-août 2002 p. 109 ; Pierre JASINSKI, « crédit documentaire : le principe de la séparation des documents et des marchandises », Rev. B. n° 477 de nov. 1987 p. 1011.

<sup>994</sup> Dominique LEGEAIS, « crédit documentaire », J.-Cl. com. fasc. 395 n° 8 p. 3 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « Crédit documentaire », Lamy Dr. fin. 2009 n° 4956 p. 2137 ; Jean STOUFFLET, « crédit documentaire », Rép. Com. D. ; G. FRIEDEL, « remarques sur l'engagement du banquier dans le crédit documentaire irrévocable », op. cit. p. 535 ; Charles BONTOUX, « le crédit documentaire est-il condamné ? », B. n° 410 d'oct. 1981 p. 1142 ; Jean PUECH, « les différentes fonctions du crédit documentaire selon les nouvelles règles et usances 1983 », op. cit. p. 18 ; Marc VAN DER HAEGEN, « le principe de l'inopposabilité des exceptions dans le crédit documentaire irrévocable », RDAI n° 7 1986 p. 708 ; Pierre JASINSKI, « les crédits documentaires dont le paiement ou le remboursement est assuré par des organismes financiers internationaux », Rev. B. n° 472 mai 1987 p. 444 ; Jean HESBERT, « le labyrinthe des conditions non documentaires dans les opérations de crédit documentaire », P.A. n° 195 du 1<sup>er</sup> oct. 2001 p. 4.

<sup>995</sup> Samuel EPSCHTEIN expose ce risque de perte lorsque l'organisme garant exécute sa prestation en présence d'une fraude : « les crédits documentaires et la fraude », B. n° 373 de mai 1978 p. 587.

### C. Les garanties à premières demandes.

**452.** Objet d'un engouement fantastique, la garantie à première demande est l'archétype du contrat développé par la pratique. C'est pourquoi nous reviendrons dans un premier temps sur cette notion pour identifier les points communs entre elle et les dérivés de crédit avant de différencier les notions.

#### **1. La notion de garantie à première demande et les points communs.**

**453.** Fruit d'une conséquente doctrine en tant qu'instrument bancaire destiné à régir les relations d'affaires internationales<sup>996</sup>, cette garantie, dite également « indépendante », après avoir été l'objet du seul encadrement jurisprudentiel, a finalement été consacrée sous l'appellation de garantie autonome par l'article 6 de l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés. Elle s'intercale maintenant à l'article 2321 du code civil ainsi rédigé « *la garantie autonome est l'engagement par lequel le garant s'oblige, en considération d'une obligation souscrite par un tiers, à verser une somme soit à première demande, soit suivant des modalités convenues* ». Elle arrange les relations entre trois personnes. Le premier lien est la relation contractuelle synallagmatique de base. L'une des parties doit apporter une prestation contre rémunération de l'autre. Pour assurer l'exécution de la par le débiteur monétaire, celui-ci va consentir une garantie à première demande. Par celle-ci, un garant, souvent un établissement bancaire, en échange d'une rémunération et d'un dépôt financier par le débiteur monétaire donneur d'ordre, s'engagera à payer au bénéficiaire, le créancier, un certain montant. Ce montant équivaldra à la créance du contrat principal. Il sera transféré dès la demande du créancier bénéficiaire. Ce créancier sera de la sorte dispensé d'établir préalablement sa créance. Il lui épargne la contrainte d'engager une procédure judiciaire longue, coûteuse, aléatoire selon les pays, avant l'obtention d'un quelconque

---

<sup>996</sup> Instrument difficilement réglementé par les Règles Uniformes de la Chambre de Commerce Internationale (Règles et usances RUGD n° 458) de 1997 entrant en vigueur en 2000 : Philippe SIMLER, « les règles uniformes de la CCI relatives aux garanties sur demandes », P.A. n° 58 du 13 mai 1992 p. 25 ; Michel VASSEUR, « les nouvelles règles de la CCI pour les garanties sur demande », RDAI n° 3 1992 p. 239 ; Stéphane PIEDELIÈVRE, « remarques sur les règles uniformes de la CCI relatives aux garanties sur demande », RTD com. 1993 p. 615 ; Jean-Pierre MATTOUT et André PRUM, « les règles uniformes de la CCI pour les garanties sur demande », B.&D. n° 30 de juil.-août 1993 p. 21 ; Thierry DE GALARD, « les nouvelles règles uniformes de la CCI relatives aux garanties sur demande (1992) », RDAI n° 6 de 1993 p. 759 ; Jean-Pierre LENDAIS, « les règles de la CCI sur les garanties à première demande », Gaz. Pal. 1994 2 doct. p. 853.

Règles uniformes de la CCI RUGD n° 758 entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juil. 2010 : Stéphane PIEDELIÈVRE, « les nouvelles règles de la CCI relatives aux garanties à première demande », RTD com. 2010 p. 513 ; Dominique LEGEAIS, « règles et usances en matière de garantie autonome », RDBF juil.-août 2010 n° 140 p. 64 ; Jean-Pierre MATTOUT, « la révision des règles uniformes de la chambre de commerce internationale relative aux garanties sur demande », D. 2010 p. 1297.

La Commission des Nations Unies pour le Droit Commercial International : Jean STOUFFLET, « la convention des nations unies sur les garanties indépendantes et les lettres de crédit stand-by », RDBB n° 50 de juil.-août 1995 p. 132 ; Stéphane PIEDELIÈVRE, « le projet de convention de la commission des nations unies pour le commerce international sur les garanties indépendantes et la lettre de crédit stand-by », RTD com. 1996 p. 633.

paiement. L'efficacité est sa motivation principale. En droit interne français, elle évite l'écueil des règles jugées trop protectrices du cautionnement<sup>997</sup> qui en réduisent l'efficience par les échappatoires offerts.

**454.** Instrument au moins tripartite<sup>998</sup>, cette sûreté repose sur une structure contractuelle identique au « dérivé de crédit ». Un garant s'engage à payer une somme définie dans le contrat. Cette somme représente tout ou partie de la dette du donneur d'ordre. L'originalité et la puissance de ce contrat, source de distinction d'ailleurs radicale d'avec le cautionnement dont l'objet est la dette principale, descendent de son caractère autonome. La loi le valorise dans le nouvel article 2321 alinéa trois du code civil comme suit : « *le garant ne peut opposer aucune exception tenant à l'obligation garantie* »<sup>999</sup>. En interdisant le droit d'invoquer

---

<sup>997</sup> Sur les déficiences du cautionnement face à ses concurrents : Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « la lettre de garantie internationale », RTD com. 1980 p. 1 n° 3 ; Jacques TERRAY, « le cautionnement : une institution en danger », JCP 1987 I n° 3295 ; Christian MOULY, « pour la liberté des garanties personnelles », Rev. B. n° 478 de déc. 1987 p. 1166 ; Jean-Jacques DAIGRE, « les substituts du cautionnement : de la lettre à la garantie, la revanche de la liberté », JCP E 1992 supplément n° 44 p. 3. Sur les risques généraux : Lucien-M MARTIN, « sûretés traquées, crédit détraqué », B. n° 346 de déc. 1975 p. 1133 ; Philippe SIMLER, « les solutions de substitution au cautionnement », JCP 1990 I n° 3427, JCP E 1990 II n° 15659 ; Martine BEHAR-TOUCHAIS, « le banquier et la caution face à la défaillance du débiteur », RTDC 1993 p. 737 ; Alain CERLES, « le risque lié aux garanties », B.&D. n° 50 de nov.-déc. 1996 p. 10 ; Gaël PIETTE, « les faiblesses du cautionnement », RLDA n° 31 d'oct. 2008 p. 103.

<sup>998</sup> Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « garanties indépendantes », Lamy Dr. fin. 2009 n° 3811 p. 1763 ; Philippe SIMLER, « garanties autonomes », J.-Cl. civ. art. 2321 fasc. 10 à 15 et J.-Cl. com. fasc. 387 et 390 et « cautionnement, garanties autonomes, garanties indemnitaires », Litec 4<sup>ème</sup> édition 2008 n° 842 p. 851 ; Jean STOUFFLET, « garanties indépendantes : garantie bancaire internationale », J.-Cl. B. fasc. 610 ; Stéphane PIEDELIÈVRE, « garantie à première demande », Rép. Com. D. ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 209 p. 211 ; Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », op. cit. n° 779 et 1002 pp. 418 et 530 ; Yves POULLET, « les garanties contractuelles dans le commerce international », DPCI sept. 1979 p. 387 ; Jean STOUFFLET, « garanties bancaires à première demande », JDI 2 1987 p. 265 ; Laurence MOATTI, « la garantie bancaire à première demande dans les opérations de commerce international », Jour. not. 1989 art. 59737 p. 649 ; Jean-Loup COURTIER, « la garantie à première demande : une nouvelle sûreté pour les créanciers », P.A. n° 61 du 23 mai 1994 ; Anne-Sophie BARTHEZ et Dimitri HOUTCIEFF, « les sûretés personnelles », op. cit. n° 1218 p. 851.

<sup>999</sup> Définition jurisprudentielle traditionnelle : « *n'est pas sérieusement contestable le caractère autonome de la garantie résultant de la stipulation par laquelle le garant, dans la limite d'un montant déterminé, s'engage à payer toute somme réclamée par le bénéficiaire, sans pouvoir différer le paiement ni soulever d'exception* » : Cass. com., 12 juil. 2005, arrêt SAS Acemia Industrie c/ SA banque populaire Atlantique, Bull. civ. IV n° 160 p. 172, JCP E 2005 pan. n° 1442 p. 1633 ; Cass. com., 20 déc. 1982, arrêt Banque de Paris et des Pays-Bas c/ Creusot-Loire-Entreprises et a., Bull. civ. IV n° 417 p. 348, D. 1983 J. p. 365 note Michel VASSEUR, RTD com. 1983 p. 446 n° 8 chron. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, Gaz. Pal. 1983 p. 110 note Alain PIEDELIÈVRE, JDI 1983 p. 811 note A. JACQUEMONT, JCP C.I. 1983 II n° 14 001 p. 331 chron. Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET ; Cass. com., 8 déc. 1987, arrêt Crédit commercial de France c/ SA Sorelec, Bull. civ. IV n° 261 p. 196, D. 1988 S.C. p. 240 obs. Michel VASSEUR et 274 obs. Laurent AYNES, RTD com. 1988 p. 480 n° 11 chron. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ ; Cass. com., 2 fév. 1988, arrêt soc. Toit et Joie c/ Banque de placement et de crédit et a., Bull. civ. IV n° 55 p. 39, RDBB n° 8 de juil.-août 1988 p. 133 note Monique CONTAMYNE-RAYNAUD, RTD com. 1988 p. 479 n° 10 obs. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, RTDC 1988 p. 794 n° 2 note Monique BANDRAC, D. 1988 S.C. p. 239 note Michel VASSEUR et p. 274 note Laurent AYNÈS ; Paris, 23 av. 1998, arrêt soc. coopérative Banque Populaire Bretagne Atlantique c/ SA Fiat Auto France, jurisdata 1998-021155 ; Cass. com., 6 mai 2003, arrêt SA Quillery c/ CRCAM de l'Oise et a., JCP E 2004 n° 515 p. 574 note Frédéric GUERCHOUN ; Cass. com., 12 juil. 2005, arrêt soc. Burton Steel c/ BNP Paribas, Bull. civ. n° 161 p. 172, rapport C. Cass. 2005 p. 320, D. 2005 A.J. p. 2214 note Xavier DELPECH et p. 3094, JCP E 2005 n° 1443 p. 1633, JCP 2005 I n° 185 p. 2108 n° 10 obs. Philippe SIMLER, RTD com. 2005 p. 823 n° 12 note Dominique LEGEAIS.

Sur l'autonomie : Jean-Louis RIVES-LANGE, « les garanties indépendantes et le rôle des banques », Rev. B. n° 468 de janv. 1987 p. 11 ; Christophe LEGUEVAGUES, « garanties autonomes en droit interne : à la recherche de l'autonomie », Rev. Dr. pat. av. 1997 p. 34 ; Marie-Hélène MALEVILLE, « le point sur la

l'opposabilité des exceptions, elle simplifie l'application de cette sûreté. Certains auteurs<sup>1000</sup> expliquent que « *la garantie autonome n'est pas en rapport avec l'obligation principale* ». La garantie trouve sa cause dans un autre contrat de base, il en est totalement déconnecté pour son exécution. Il possède un caractère automatique impitoyable qui ne peut que déboucher sur le paiement. Une décision a même décidé que le caractère autonome d'une garantie à première demande exclut la connexité entre la créance du garant à l'encontre du débiteur et toute créance de celui-ci à l'encontre du garant<sup>1001</sup>.

Les « dérivés de crédit » détiennent une indépendance face à l'exécution du contrat ayant créé la créance sous-jacente<sup>1002</sup>. L'exacerbation de cette autonomie des « dérivés de crédit » se couronne par la possibilité de les rendre totalement confidentiel, spéculatif, de poursuivre ou nouer pour chacun des contractants des relations totalement émancipées. Le débiteur ou l'entité de référence dont se détourne le vendeur de risque ignore la création du « dérivé de crédit ». Elle est onéreuse car elle donne lieu à une rémunération en faveur de celui qui s'engage. Si ces deux catégories d'instruments présentent des similitudes, à commencer par l'objectif d'améliorer la situation d'un créancier dans le recouvrement de sa créance, elles contiennent aussi d'importantes différences.

## **2. La différenciation des notions.**

**455.** Le paiement de la garantie autonome dépend uniquement de la demande du bénéficiaire. Elle est capitale. La notification de la survenance d'un événement de crédit déclencheur de la protection formulée par le vendeur de protection est importante, mais pas autant que la demande d'exécution envoyée par le bénéficiaire de la garantie autonome pour obtenir l'exécution de l'engagement du garant. La protection du « dérivé de crédit » est conditionnée soit à la survenance d'un événement de crédit, soit à l'évolution de taux. Dans cette dernière hypothèse, l'absence de manifestation de volonté pour provoquer le déclenchement de la protection est patente.

---

confusion entre cautionnement et garanties autonomes, du contentieux de la qualification à la prévention », JCP E 2002 n° 1117 p. 1233 ; Maggy PARIENTE sous Cass. com., 9 juin 2004, arrêt *CRCAM de l'Orne c/ soc. Guyomarc'h*, Rev. soc. 2004 p. 894.

<sup>1000</sup> Laurent AYNÈS et Pierre CROCQ, « les sûretés, la publicité foncière », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 337 p. 152 ; Axelle BERNUT-POUILLET, « garanties internationales : les aspects pratiques de leur constitution et de leur mise en jeu », B.&D. n° 71 de mai-juin 2000 p. 12. Certains précisent que cette « *indépendance de la garantie par rapport au contrat n'est pas naturelle* » : Bruno LEURENT, « garanties bancaires et arbitrages », RDAI n° 3 1990 p. 401 ou n'est que « *relative* » : Arnaud RACLET, « la garantie à première demande, une garantie autonome... mais pas trop ! », RDBF n° 4 de juil.-août 2001 p. 254 ; Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « les rapports entre la garantie à première demande et le contrat de base en droit français », études dédiées à Renée ROBLOT, aspect actuel du droit commercial français, LGDJ 1984 p. 413 ; Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », J.-Cl. com. fasc. 387 n° 26 p. 11. Voir le rappel d'ensemble de la situation : Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », Litec 9<sup>ème</sup> édition 2010 n° 481 p. 353 ; Gaël PIETTE, « la rédaction d'une garantie autonome, conseils pratiques pour éviter la requalification en cautionnement », P.A. n° 151 du 30 juil. 2010 p. 10. ; Anne-Sophie BARTHEZ et Dimitri HOUTCIEFF, « les sûretés personnelles », op. cit. n° 1219 p. 852. Pour une atténuation de cette indépendance : Pascal PUIG, « les garanties autonomes », PA. n° 63 du 27 mars 2008 p. 9.

<sup>1001</sup> Cass. com., 19 déc. 2006, arrêt *SA Natexis Banques populaires c/ Libert*, RDBF mars-av. 2007 n° 53 p. 13 note Francis J. CRÉDOT et Thierry SAMIN, D. 2007 p. 158 note Alain LIENHARD.

<sup>1002</sup> La confusion entre garantie à première demande et la rédaction de certains « dérivés de crédit » est possible, encore que selon lui, seuls les « *credit default swap* » sont concernés : Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit.

La jurisprudence exige que le quantum de la somme à verser à l'occasion d'une garantie autonome soit envisagé de manière déconnectée de l'exigibilité et de la valeur de la dette. Elle peut être déterminée par avance de manière forfaitaire<sup>1003</sup>. Elle ne doit surtout pas faire référence à un engagement de payer la dette du débiteur<sup>1004</sup>. Une somme calculée selon l'évolution du contrat principal au moment de l'exécution de la sûreté serait considérée comme accessoire à ce contrat principal. La sûreté ne serait plus une garantie indépendante<sup>1005</sup>. Le « dérivé de crédit » ne se cantonne pas uniquement à une évaluation forfaitaire de la protection. Il peut l'axer sur la perte enregistrée sur le contrat principal. Une garantie autonome améliore la situation d'un créancier, mais jamais au point de concourir à

<sup>1003</sup> Un indice de l'autonomie est la prévision contractuelle d'une somme d'un montant déterminé et limité : Cass. com., 12 juil. 2005, arrêts préc. L'obligation doit être définie « de manière à ce que son exécution puisse avoir lieu sans référence à ce que doit le débiteur principal » : Pierre-Nicolas FERRAND et Philippe BILLOT, « les garanties autonomes », O.F. n° 429 et 430 des 2 et 9 déc. 1996 pp. 26 ; Philippe SIMLER, « cautionnement, garanties autonomes, garanties indemnitaires », op. cit. n° 936 p. 947.

<sup>1004</sup> Alain CERLES, « garanties bancaires : contre le mélange des genres », RDAI du 30 av. 1998 n° 115 p. 746 commentant à cette occasion les décisions de Cass. com., 9 déc. 1997, arrêt *SA Fiat Auto France c/ Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel et a. c/ SCI Parimo* ; Gaël PIETTE, « la rédaction d'une garantie autonome, conseils pratiques pour éviter la requalification en cautionnement », P.A. n° 151 du 30 juil. 2010 p. 10 ; Cass. com., 13 déc. 1994, arrêt *M<sup>me</sup> Magnetti c/ Caisse régionale de Crédit agricole mutuel du midi et a.*, Bull. civ. IV n° 375 p. 309, D. 1995 J. p. 209 note Laurent AYNÈS et rapport du Conseiller Référendaire de Monsieur Henri LE DAUPHIN, JCP 1995 I n° 3851 p. 252 n° 11 chron. Philippe SIMLER et Philippe DELEBECQUE, Defrénois 1995 art. 36040 p. 421 n° 36 note Laurent AYNÈS, con. conc. cons. mars 1995 n° 51 p. 7 note Laurent LEVENEUR, RTD com. 1995 p. 458 obs. Michel CABRILLAC, RDBF n° 50 de juil. 1995 p. 150 n° 1 note Monique CONTAMINE-RAYNAUD ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 13 mars 1996, arrêt *Commune de Lezignan-Corbières c/ Crédit Lyonnais*, JCP 1997 I 3991 n° 11 chron. Philippe SIMLER et Philippe DELEBECQUE, RDBB n° 55 de mai-juin 1996 p. 123 n° 2 note Monique CONTAMINE-RAYNAUD ; Cass. com., 11 mars 1997, arrêt *soc. Fiat auto France c/ Caisse régionale de Crédit agricole mutuel de Paris et de l'Île-de-France et a.*, Bull. civ. IV n° 67 p. 60, JCP 1997 IV n° 987 p. 153, JCP E 1997 pan. n° 472 p. 167, RDBB n° 61 de mai-juin 1997 p. 123 n° 1 note Monique CONTAMINE-RAYNAUD, RTD com. 1997 p. 302 n° 13 note Michel CABRILLAC ; Cass. com., 30 janv. 2001, arrêt *Société Générale Alsacienne de banque c/ C<sup>ie</sup> française de l'Afrique occidentale*, Bull. civ. IV n° 25 p. 22, D. 2001 S.C. p. 3426 obs. Adrienne HONORAT, Defrénois 2001 art. 37427 p. 1319 note Stéphane PIEDELIÈVRE, BJS mai 2001 § 119 p. 484 note Hervé LE NABASQUE ; Cass. com., 11 juin 2002, arrêt *C<sup>ie</sup> européenne de crédit c/ Vergottiny*, Bull. civ. IV n° 101 p. 110, RDBB n° 5 de sept.-oct. 2002 n° 176 p. 254 note Dominique LEGEAIS, D. 2003 S.C. p. 343 obs. Didier R. MARTIN, JCP E 2003 n° 395 p. 467 n° 13 chron. Jean STOUFFLET, D. 2002 S.C. p. 3332 obs. Laurent AYNÈS, JCP E 2002 Pan. rap. n° 1209 p. 1358 ; Cass. com., 8 oct. 2003, 2 arrêts *Crédit Lyonnais c/ soc. Fougerolle Borie et SADIIV c/ soc. Rover France*, RDBF n° 1 2004 p. 21 obs. Alain CERLES, RJDA 3/2004 n° 361 p. 326 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 6 juil. 2004, arrêt *Chambon c/ Balber*, Bull. civ. I n° 199 p. 167, D. 2004 J. p. 2373, JCP E 2004 Pan. Rap. n° 1353 p. 1462, RDBF n° 5 de sept.-oct. 2004 n° 196 p. 324 obs. Dominique LEGEAIS, RJDA 1/2005 n° 76 p. 60 ; Paris, 21 fév. 1992, arrêt *Massa c/ Cegebail*, Defrénois 1992 art. 35303 n° 68 p. 818 note Laurent AYNÈS, JCP E 1992 pan. 435 p. 142, JCP N 1993 II p. 172, D. 1993 S.C. p. 108 note Michel VASSEUR.

<sup>1005</sup> Cass. com., 28 janv. 1992, arrêt *Banque Yapi c/ banque Paribas et a.*, Bull. civ. IV n° 35 p. 28, JCP 1992 I n° 3583 p. 225 n° 12 chron. Philippe SIMLER et Philippe DELEBECQUE, JCP E 1992 I n° 156 p. 284 n° 33 obs. Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET et pan. n° 392 p. 129, D. 1992 S.C. p. 234 note Michel VASSEUR, Defrénois 1992 art. 35303 p. 818 n° 68 note Laurent AYNÈS ; Paris, 12 fév. 1993, arrêt *soc. Cégébaïl c/ Grozier*, RTD com. 1993 p. 555 n° 14 chron. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, D. 1993 I.R. p. 121 ; Aix-en-Provence, 19 mai 1993, arrêt *Boulet c/ C<sup>ie</sup> générale de location d'équipement*, JCP 1993 IV n° 2571 p. 313 obs. Alain SERIAUX, JCP E Pan. 1387 p. 442 ; Cass. com., 8 juin 1993, arrêt *soc. Fiatgeotech c/ M. Sureau*, Bull. civ. IV n° 225 p. 160, JCP 1993 I n° 3717 n° 10 note Philippe DELEBECQUE et Philippe SIMLER, D. 1993 S.C. p. 313 note Laurent AYNÈS, D. 1995 S.C. p. 11 note Michel VASSEUR, Defrénois 1993 art. 35617 p. 1061 n° 102 note Laurent AYNÈS, RJDA 12/1993 n° 1075 p. 895 ; Cass. com., 18 mai 1999, arrêt *soc. Banque du Caire c/ soc. Technip et a.*, Bull. civ. IV n° 102 p. 83, JCP 1999 II n° 10 199 p. 2044 note Jean STOUFFLET, D. Aff. 2000 J. p. 113 note Yves PICOD, B.&D. n° 69 de 1999 p. 58 ; Cass. com., 27 juin 2000, arrêt *soc. Marseillaise de crédit c/ soc. Fiat Auto France*, RDBF nov.-déc. 2000 n° 225 p. 355 note Jean-Pierre MATTOUT.

son enrichissement. Toute sûreté se contente d'indemniser au plus son bénéficiaire du total de la perte subie. L'opposition avec un « dérivé de crédit », autant de couverture que spéculatif, est flagrante<sup>1006</sup>.

**456.** Le « dérivé de crédit » est faussement triangulaire. Le débiteur de la créance sous-jacente n'a aucun lien avec celui qui accorde sa protection en tant que preneur de risque. La seule partie qui se rapproche le plus de la qualité de donneur d'ordre dans un « dérivé de crédit » est le bénéficiaire de la protection. Le garant serait le vendeur de protection, or ce dernier est loin d'être systématiquement un organisme bancaire. Celui qui sollicite la protection pour une garantie autonome est le débiteur de l'obligation de payer alors qu'il en est le créancier pour un « dérivé de crédit »<sup>1007</sup>. Parfois, pour un « dérivé de crédit », le demandeur de protection n'est même pas lié au débiteur, à l'actif de référence ou à l'entité de référence<sup>1008</sup>. C'est pourquoi certains textes, comme les conventions-cadres, excluent de qualifier les « dérivés de crédit » en garantie autonome<sup>1009</sup>.

Enfin, après l'enclenchement d'une garantie à première demande, la dette du débiteur bénéficiaire est éteinte. Le garant profite d'un recours contre le donneur d'ordre afin de se faire rembourser la somme déboursée<sup>1010</sup>. Le « dérivé de crédit » se distingue fortement car l'application de la protection n'éteint jamais la dette du débiteur<sup>1011</sup>. Le débiteur donneur d'ordre est tenu de rembourser le garant et de le rémunérer pour le service rendu. Le débiteur sous-jacent n'aura jamais, en l'absence de transmission des titres, à indemniser le vendeur de protection et encore moins à rémunérer celui qui apporte sa protection. Les points de ressemblance s'évaporent encore plus entre garantie autonome et « dérivés de crédit » sur variation.

Bien que nés de la pratique, ces instruments sont surtout commerciaux, ce qui n'est pas le cas des « dérivés de crédit » régnant sur la finance. Voyons maintenant les outils nés d'une intervention législative.

## § II - Les mécanismes d'origine législative.

**457.** La réforme des sûretés de l'année 2006 a intégré dans le giron législatif certains des outils nés de la pratique financière. Cette réforme a aussi soutenu la distinction

---

<sup>1006</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 115 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 248 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. p. 298.

<sup>1007</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 117, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 248 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45.

<sup>1008</sup> Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 93 p. 26 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 215 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 424 p. 298 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 804 p. 318.

<sup>1009</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; l'art. 7-2 de l'annexe technique opérations sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française précise que les parties reconnaissent qu'une telle opération « ne peut être assimilée à une opération de garantie ».

<sup>1010</sup> Christine CHAIGNE, Van Dai DO et Marie CHANG, « les garanties à première demande en droit français : les recours du garant après le paiement », P.A. n° 142 du 17 juil. 2002 p. 4.

<sup>1011</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 424 p. 298 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 211 et 212 pp. 100 et 101.

traditionnelle du droit des sûretés entre les sûretés personnelles et réelles. Elle va aussi gouverner nos travaux.

### A. Les sûretés réelles.

**458.** Les sûretés réelles sont celles par lesquelles un créancier obtient pour garantie de sa créance l'affectation d'un bien qui servira spécialement à le désintéresser si son débiteur s'avère défaillant. Cette liste légale déjà très variée a encore été agrandie lors de la dernière réforme. Le législateur y a adjoint par exemple le gage sur stock. Cet allongement ne prolongera pas cette étude puisqu'à aucun moment un « dérivé de crédit » n'a vocation à protéger un créancier par la remise ou l'affectation d'un bien. Si les « dérivés de crédit » prévoient parfois, à leur dénouement, le transfert des titres de créances sous-jacents, il ne se réalise qu'une fois la protection exécutée au profit de celui qui a protégé et non du créancier qui a été protégé par ce « dérivé de crédit ». En conséquence, ce transfert de propriété n'est certainement pas l'affectation d'un bien du débiteur ou d'un garant en protection du créancier. Les « dérivés de crédit » ne sont pas des sûretés réelles. Peuvent-ils dès lors être identifiés dans la seconde alternative ?

### B. Les sûretés personnelles.

**459.** La caution est la seule sûreté personnelle d'origine purement législative. Sa définition est inchangée. La dernière réforme s'est contentée de modifier la numérotation de la codification. La caution désigne une personne qui s'engage envers le créancier, à titre de garantie, à remplir l'obligation du débiteur principal, pour le cas où celui-ci n'y aurait pas lui-même satisfait d'après le nouvel article 2288 du code civil. Là encore, la proximité des instruments s'infère au regard de leur finalité.

Elle sera pourtant très facilement écartée pour certaines branches de « dérivé de crédit » qui ont une structure totalement différentes de la caution. Citons les « credit linked notes », « credit spread option » etc. La caution est un contrat unilatéral<sup>1012</sup> gratuit ou à titre onéreux. Elle se démarque de la nature synallagmatique et systématiquement onéreuse des « dérivés de crédit ». Pour les autres, certains des arguments soulevés à l'occasion de l'étude des garanties autonomes sont transposables. La mise en œuvre du cautionnement n'est pas limitée au seul cas de la défaillance du débiteur principal. Les articles 2305 et 2306 du code civil<sup>1013</sup> listent les recours de la caution qui a acquitté la dette du débiteur principal. Ils sont subordonnés à

---

<sup>1012</sup> Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « cautionnement », Lamy Dr. fin. 2009 n° 3535 ; Gaël PIETTE, « cautionnement », Rép. Civ. D. n° 23 p. 6 ; Dominique LEGEAIS, « cautionnement : formation », J.-Cl. com. fasc. 377 n° 1 p. 3 ; Marie-Élisabeth MATHIEU, « cautionnement », J.-Cl. B. fasc. 740 n° 7 p. 6 ; Philippe SIMLER, « cautionnement : définition, critères distinctifs et caractères », J.-Cl. civ. art. 2288 à 2320 fasc. 10 n° 75 et s. p. 26 et « cautionnement, garanties autonomes, garanties indemnitaires », op. cit. n° 55 p. 64 ; Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », op. cit. n° 965 p. 505 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », op. cit. n° 78 p. 65 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 214 ; Anne-Sophie BARTHEZ et Dimitri HOUTCIEFF, « les sûretés personnelles », op. cit. n° 39 p. 41.

<sup>1013</sup> Art. 2305 du code civil : « la caution qui a payé a son recours contre le débiteur principal, soit que le cautionnement ait été donné au su ou à l'insu du débiteur. Ce recours a lieu tant pour le principal que pour les intérêts et les frais ; néanmoins la caution n'a de recours que pour les frais par elle faits depuis qu'elle a dénoncé au débiteur principal les poursuites dirigées contre elle ». Art. 2306 du code civil : « la caution qui a payé la dette est subrogée à tous les droits qu'avait le créancier contre le débiteur ».

l'idée que le créancier voit sa créance éteinte à l'égard du débiteur. Tel n'est pas le cas pour les « dérivés de crédit ». A ce sujet, l'additif technique de la Fédération Bancaire Française prévoit que « *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* »<sup>1014</sup>. Le débiteur a un rôle actif dans la présentation de la personne de la caution alors que le créancier d'un « dérivé de crédit » a agit seul pour se procurer la protection d'un « acheteur de risque ».

**460.** L'intervention et la dette de la caution sont déterminées par la seule référence à la dette du débiteur principal. La dette du débiteur principal fixe le quantum de l'obligation de payer de la caution sauf engagement pour un montant limité. Cette philosophie se retrouve chez de nombreux contrats de « dérivés de crédit ». Cependant, aucun risque de confusion n'est à redouter car il est unanimement admis que la caution présente le caractère distinctif de l'accessoire<sup>1015</sup>. Ce caractère trace une ligne de séparation très claire entre « caution » et « dérivés de crédit ». Ce caractère accessoire signifie que le sort de l'obligation souscrite par la caution suit celui de la dette principale. Il empêche l'enrichissement du créancier puisque selon l'article 2290 du code civil « *le cautionnement ne peut excéder ce qui est dû par le débiteur, ni être contracté sous des conditions plus onéreuses* ». Il interdit toute spéculation ou enrichissement que tolèrent et encouragent les « dérivés de crédit ». Du reste, en cas de dépassement, cet article prévoit la réduction de l'obligation de la caution<sup>1016</sup> plutôt que la nullité de l'engagement de la caution.

Une autre manifestation de l'accessoire émerge du parallélisme dans le sort commun du contrat principal et de la caution. Outre les vices de consentement et de formation propre au contrat de caution, les impondérables qui atteignent le contrat principal ou la dette du débiteur se répercutent sur le contrat de caution. Il devient impossible d'actionner la caution lorsque le contrat principal encourt une cause de nullité absolue<sup>1017</sup> ou relative<sup>1018</sup>. La caution peut

---

<sup>1014</sup> Art. 7.3 de l'annexe technique opérations sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française.

<sup>1015</sup> Philippe SIMLER, « cautionnement : définition, critères distinctifs et caractères », J.-Cl. civ. art. 2288 à 2320 fasc. 10 n° 60 p. 24, « cautionnement : effet », idem fasc. 45 n° 2 p. 3 et « cautionnement, garanties autonomes, garanties indemnitaires », op. cit. n° 47 p. 52 ; Gaël PIETTE, « cautionnement », Rép. Civ. D. n° 12 et s. pp. 4 et s. ; Marie-Élisabeth MATHIEU, « cautionnement », J.-Cl. B. fasc. 740 n° 15 p. 10 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « cautionnement », Lamy Dr. fin. 2009 n° 3533 ; Laurent AYNÈS et Pierre CROCQ, « les sûretés, la publicité foncière », op. cit. n° 121 p. 27 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », op. cit. n° 63 p. 54 ; Anne-Sophie BARTHEZ et Dimitri HOUTCIEFF, « les sûretés personnelles », op. cit. n° 44 p. 45 ; Damien GRIMAUD, « le caractère accessoire du cautionnement », Editions des Universités Aix-Marseille 2001 ; Pierre-Michel LE CORRE, « cautions, coobligés et garants dans les procédures collectives d'aujourd'hui et de demain », Rev. Proc. Coll. sept. 2004 p. 181 ; Gaël PIETTE, « les faiblesses du cautionnement », RLDA n° 31 d'oct. 2008 p. 103 ; Gaël PIETTE, « la rédaction d'une garantie autonome, conseils pratiques pour éviter la requalification en cautionnement », P.A. n° 151 du 30 juil. 2010 p. 10.

<sup>1016</sup> Cass. com., 1<sup>er</sup> juil. 1997, arrêt *soc. Negma location c/ M<sup>me</sup> Grabinski et a.*, Bull. civ. IV n° 208 p. 183, JCP 1998 I n° 103 p. 73 obs. Philippe SIMLER, RJDA 12/1997 n° 1519 p. 1044.

<sup>1017</sup> Le cautionnement souscrit pour assurer l'exécution d'une convention secrète contrevenant à des dispositions d'ordre public d'agrément d'une cession d'un office notarial par le Gouvernement est nul en raison de la nullité radicale de cette convention : Cass. Req., 18 mars 1895, arrêt *Consorts Marquis c/ Marquis*, D.P. 1895 p. 346.

<sup>1018</sup> Cass. com., 17 nov. 1982, arrêt *Sarl SODAC et a. c/ soc. Shell française et a.*, Bull. civ. IV n° 357 p. 301 et Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 25 mai 1992, arrêt *M<sup>me</sup> X. c/ soc. Fina France*, Bull. civ. IV n° 154 p. 106 qui n'admettent la disparition du contrat de caution qu'à compter de la restitution de la somme prêtée suite à l'annulation du contrat de prêt ; Cass. com., 4 fév. 1986, arrêt *soc. Mobil Oil Française c/ Consorts Oliveira et a.*, Bull. civ. IV n° 1 p. 1 et Cass. com., 12 fév. 1991, arrêt *soc. Esso SAF c/ soc. Turpault et a.*, Bull. civ. IV n° 61 p. 42 : l'annulation d'un contrat à exécution successive n'entraîne la disparition du cautionnement que pour les seules obligations disparues de ce contrat et non pour celles subsistantes ; Aix-en-Provence, 28 juin 1984, Gaz. Pal. 1985 p. 165.

même demander la résolution du contrat principal<sup>1019</sup>. En tout état de cause, la créance et son étendue doivent être établies avant toute condamnation<sup>1020</sup>. Les remises de dettes<sup>1021</sup> ou transactions<sup>1022</sup> profitent à la caution qui bénéficie intégralement des règles de la prescription<sup>1023</sup>. Une inexécution partielle ou totale du créancier dans l'exécution du contrat principal peut bloquer ou réduire l'appel à la caution<sup>1024</sup>. L'article 2313 du code civil spécifie que « *la caution peut opposer au créancier toutes les exceptions qui appartiennent au débiteur principal, et qui sont inhérentes à la dette* ». Ces aspects n'apparaissent pas parmi les « dérivés de crédit ».

Autres effets de l'accessoire à défaut de clause contractuelle contraire, la caution peut demander, puisque son engagement est subsidiaire à la dette principale, que le créancier agisse d'abord à l'encontre du patrimoine du débiteur avant de se tourner vers elle. Ce droit est connu comme le principe de discussion mentionné aux articles 2298 et 2299 de ce code. Lorsqu'il existe plusieurs cautions engagées pour une même dette, l'une d'elle peut demander au créancier de diviser son action à l'égard des cautions dans la limite de leur contribution selon le principe de division exposé à l'article 2303 du code civil<sup>1025</sup>. Ces dispositions ne s'appliquent pas aux « dérivés de crédit » qui ne se caractérisent ni par l'accessoire ni par la subsidiarité. Le vendeur de protection ne peut jamais solliciter de l'acheteur de protection qu'il se paye d'abord sur le débiteur sous-jacent ou qu'il divise son action à l'égard d'autres vendeurs de protection. Les contrats se cumulent en toute indépendance. L'additif technique de la Fédération Bancaire Française le rappelle en niant tout lien direct ou indirect à l'égard du débiteur principal. Elle indique que le « dérivé de crédit » ne « *crée aucun lien direct ou*

---

Atténuation : la caution ne peut invoquer la nullité du contrat principal pour cause de dol, exception purement personnelle, qui ne protège que le contractant victime : Cass. ch. mixte, 8 juin 2007, arrêt *Velluz c/ Magrino*, Bull. civ. n° 5 p. 15, JCP 2007 II n° 10138 p. 35 note Philippe SIMLER, RDC 2007 p. 1226 obs. Dimitri HOUTCIEFF, BRDA 2007 n° 14 p. 8, P.A. n° 148 du 25 juil. 2007 p. 20 note Stéphane PRIGENT, RLDA sept. 2007 n° 19 p. 35 note Patrice BOUTEILLER et n° 1174 p. 40, B.&D. juil.-août 2007 p. 48 obs. JACOB, RTDC 2008 p. 331 n° 4 obs. Pierre CROCQ, D. 2007 A.J. p. 1782 obs. Valérie AVENA-ROBERDET, D. 2007 p. 2201 note Dimitri HOUTCIEFF, D. 2008 p. 514 note Lionel ANDREU, D. 2008 pan. p. 881 note Didier R. MARTIN, JCP E 2007 n° 1861 note Stéphane PIEDELIÈVRE, con. conc. cons. n° 11 de nov. 2007 n° 269 p. 17 note Laurent LEVENEUR, Dr. & Proc. n° 5 de sept.-oct. 2007 p. 295 obs. Yves PICOD, RLDC 2007 n° 41 de sept. 2007 p. 25 n° 2660 note Laurent AYNÈS, Rev. Dr. pat. 2007 n° 162 de sept. 2007 p. 85 obs. Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, RTD com. 2007 p. 585 n° 16 note Dominique LEGAIS.

<sup>1019</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 déc. 1988, arrêt *M. Fialon c/ Consorts Da Foncéca*, Bull. civ. I n° 368 p. 249, JCP 1989 IV p. 69, D. 1989 J. p. 166 note Laurent AYNÈS, Defrénois 1989 art. 34482 p. 428 n° 25 chron. Laurent AYNÈS, RDT 1989 p. 538 n° 9 chron. Jacques MESTRE et p. 598 obs. Monique BANDRAC.

<sup>1020</sup> Cass. com., 17 mars 1992, arrêt *Chevreux et a. c/ soc. Crédit chimique*, Bull. civ. IV n° 113 p. 83 ; Cass. com., 14 fév. 1989, arrêt *Racloz c/ soc. Cogel*, JCP E 1989 I n° 18402 p. 97 ; Cass. com., 14 mars 1989, arrêt *époux Mussy c/ banque fédérative de Crédit Mutuel*, Légifrance.

<sup>1021</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 oct. 1991, arrêt *époux Hédelin c/ Bâtiments Industriels des régions de l'Ouest et a.*, Bull. civ. I n° 285 p. 187, D. 1991 IR p. 270, Gaz. Pal. 1992 pan. p. 34, JCP 1992 I n° 3583 n° 6 chron. Philippe SIMLER et Philippe DELEBECQUE et IV n° 18 p. 2.

<sup>1022</sup> Cass. com., 22 oct. 1991, arrêt *époux Gaden c/ Banque internationale pour l'Afrique Occidentale Centrafrique et a.*, Bull. civ. IV n° 302 p. 209.

<sup>1023</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 14 mars 2000, arrêt *Lecoq c/ Banque hypothécaire européenne*, Bull. civ. I n° 93 p. 62, JCP E 2000 pan. rap. n° 23 p. 871 et chron. Philippe SIMLER et Philippe DELEBECQUE n° 10 p. 1657.

<sup>1024</sup> Cass. com., 30 nov. 1982, arrêt *époux Casta et a. c/ Caisse centrale de crédit hôtelier commercial et industriel*, Bull. civ. IV n° 384 p. 321, JCP 1983 IV n° 54, RTD com. 1983 p. 449 n° 10 chron. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ : pour un créancier banquier qui n'avait pas affecté les fonds prêtés au paiement direct des fournisseurs d'une société au mépris du contrat ; Cass. com., 23 mars 1981, arrêt *Dame Intsaby c/ époux Debain*, Bull. civ. IV n° 152 p. 120, JCP 1981 IV p. 207, Gaz. Pal. 1981 2 pan. p. 274 note Alain PIEDELIÈVRE.

<sup>1025</sup> Art. 2303 du code civil : « *néanmoins chacune d'elles peut, à moins qu'elle n'ait renoncé au bénéfice de division, exiger que le créancier divise préalablement son action, et la réduise à la part et portion de chaque caution* ».

*indirect ni aucun droit de recours à l'encontre de l'entité de référence, du sous-jacent de référence* »<sup>1026</sup>.

Le règlement par la caution de la dette du débiteur éteint cette dette pour le créancier et lui ouvre les voies d'action en remboursement envers le débiteur<sup>1027</sup>. Les « dérivés de crédit » excluent ce droit.

En l'absence de caractère accessoire, caractéristique déterminante du contrat de caution, la doctrine écarte avec raison toute confusion ou assimilation entre « dérivés de crédit » et cautionnement<sup>1028</sup>.

**461.** Les « dérivés de crédit » et tous les instruments abordés sont animés d'une volonté commune de limiter le risque de contrepartie. La plupart du temps, cette protection n'est accordée que sur un segment bien délimité ou reconnue avec une intensité variable de la force de la protection, ce qui permet de les distinguer facilement. Les « dérivés de crédit » ont le plus d'affinité avec la caution et la garantie autonome. Les « dérivés de crédit », au moins événement, se situent à la croisée des chemins entre ces deux garanties. Ils cumulent les avantages des deux systèmes en écartant leurs limites. Ils s'avèrent aussi efficace que la garantie à première demande dès que l'un des événements envisagés surgit (encore que des discussions à ce sujet peuvent naître). Ils écartent tous les effets provenant de l'accessoire du cautionnement. Mais ils n'interdisent pas de calculer le montant de la protection de l'acheteur de risque exactement sur celui de la perte, donc de la dette, ce qui est déconseillé en matière de garantie indépendante. Un « dérivé de crédit » événement s'offre le luxe d'ignorer tout à la fois la règle de l'accessoire tout en permettant de calcul le quantum de l'obligation de l'acheteur de risque sur la dette du débiteur principal. Mais une fois encore, ces observations semblent sans rapport avec les « dérivés de crédit » sur variation. Nous nous heurtons toujours à la difficulté de trouver une qualification globale à une famille de contrats multifonctionnels et structurés très différemment. Une seule dénomination couvre en réalité une multitude de contrats. L'échec de notre démarche s'explique pour partie par le fait d'avoir essentiellement étudié des qualifications qui ne présentent pas cette caractéristique. Notre recherche doit s'orienter vers une qualification susceptible elle aussi de grouper des contrats très différents. Une seule qualification offre aujourd'hui une hypothèse de travail intéressante, celle d'instrument financier.

---

<sup>1026</sup> Art. 7.3 de l'Annexe Technique opérations sur événement de crédit de la Fédération Bancaire Française ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 123 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 92 p. 26 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 209 p. 100.

<sup>1027</sup> Philippe SIMLER « cautionnement : extinction par voie principale, bénéfice de cession d'actions ou de subrogation », J.-Cl. civ. art. 2288 à 2320 fasc. 70 et « cautionnement, garanties autonomes, garanties indemnitaires », op. cit. n° 794 p. 795 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 12 juil. 2007, arrêt *Consorts Gory c/ M. Bernard et a.*, Bull. civ. I n° 264 p. 234.

<sup>1028</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. pp. 115 et s. et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 248 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », n° 39 p. 912-8 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Khadija MEDJAOU, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 214 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 423 p. 298 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 804 p. 317 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 209 p. 100.



Section II : La seule qualification législative envisageable :  
la notion d'instrument financier.

**462.** Qualification récente, la problématique de la définition de l'instrument financier est analogue à celle des « dérivés de crédit », elle n'existe pas. Le législateur s'est abstenu de dégager les critères caractéristiques de ces instruments. Il a préféré en donner une liste de plus étoffée. De nombreux outils se trouvent placés sous l'égide de cette appellation globale. Face à l'impossibilité de s'adosser à une définition générale<sup>1029</sup>, le seul raisonnement viable consistera à s'assurer que chaque « dérivé de crédit » s'insère dans l'une des différentes catégories d'outils décrites par les parlementaires. Une souplesse se fera jour puisque chaque membre des « dérivés de crédit » n'aura pas besoin d'être placé dans la même catégorie que les autres. Mais il est impératif que chacun d'entre eux trouve sa place dans cette liste. Après cette comparaison, le régime juridique applicable sera exposé avant que ne soit abordé les limites de cette qualification.

§ I - Le rattachement des « dérivés de crédit » à l'une des catégories d'instruments financiers.

**463.** En recourant à la méthode de la liste, la vision suivie est de pouvoir l'adapter très facilement aux innovations financières. Ainsi, cette liste a été à plusieurs reprises remaniée. La rupture essentielle dans son contenu provient d'une réforme introduite au cours du premier semestre de l'année 2007. En l'occurrence, pour en apprécier efficacement le contenu, il nous semble nécessaire d'en suivre l'évolution et de l'apprécier avant et après cette césure.

A. La notion d'instrument financier et les « dérivés de crédit » avant l'ordonnance du 12 avril 2007.

**464.** Le siège de l'instrument financier était alors l'article L. 211-1 du code monétaire et financier sur lequel nous reviendrons dans un premier temps. Ensuite, nous procéderons au travail de rattachement des « dérivés de crédit » à cette liste. Nous verrons qu'alors certaines difficultés restaient latentes. C'est pourquoi l'étude d'autres indices était nécessaire pour les dissiper.

---

<sup>1029</sup> Certains auteurs se sont essayés à avancer quelques caractères permettant d'identifier les instruments financiers en tant que notion conceptuelle : Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 289 ; Philippe GOUTAY, « la notion d'instrument financier », Rev. Dr. pat. n° 82 de mai 2000 p. 68.

## **1. L'article L. 211-1 du code monétaire et financier.**

**465.** L'article L. 211-1 du code monétaire et financier est la disposition phare de l'instrument financier. Par la méthode descriptive, le législateur cite de nombreux outils, de mécanismes ou contrats qu'il qualifie d'instrument financier. Cette démarche se déroule dans le premier paragraphe (I) de cet article ainsi rédigé : « *les instruments financiers comprennent :*

- 1. les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;*
- 2. les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créance qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;*
- 3. les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ;*
- 4. les instruments financiers à terme ;*
- 5. et tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, émis sur le fondement de droits étrangers ».*

Les « dérivés de crédit » se doivent tous de correspondre à l'une de ces catégories. A leur lecture, si certaines sont connues de longue date, il en est une qui souffre aussi d'interrogation, celle d'instrument financier à terme. Elle fait directement écho à celle d'instrument financier. Mais l'espoir de pouvoir s'en servir d'assise pour dégager les caractéristiques de l'instrument financier doit être balayé. Le législateur a là aussi perpétué la méthode descriptive, immédiatement, dans le second paragraphe de cette disposition. Etaient de tels instruments financiers à terme :

- « *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 instruments financiers à terme sur toutes marchandises, soit lorsqu'ils font l'objet, en suite de négociation, d'un enregistrement par une chambre de compensation d'instruments financiers ou d'appels de couvertures périodiques, soit lorsqu'ils offrent la possibilité que les marchandises sous-jacentes ne soient pas livrées moyennant un règlement monétaire par le vendeur ;*
  - 5. les contrats d'options d'achat ou de vente d'instruments financiers ;*
  - 6. tous autres instruments de marché à terme ».*

Ainsi, chaque « dérivé se devait d'être en mesure soit d'être jointe à l'une des premières catégories citées, et pour les instruments financiers à terme, de les rattacher à l'une de celles de ce second paragraphe. Effectuons ces rattachements.

## **2. Le travail de rattachement des « dérivés de crédit » aux instruments financiers.**

**466.** Certains « dérivés de crédit » n'ont jamais posé de problème de rattachement. Les certitudes étaient établies, sans contestation. En revanche, l'agrégation d'autres contrats s'avérait très délicate.

#### a. Les rattachements dépourvus d'incertitude.

**467.** Le « credit linked notes » est le « dérivé de crédit qui n'a jamais posé de difficulté de rattachement. En tant qu'instrument contemplé comme une obligation complexe ou un titre de créance négociable, il était raisonnablement, unanimement et justement vu par la doctrine comme des « titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créances qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition », soit le 2° du I de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier<sup>1030</sup>. Il est un instrument financier.

#### b. Les rattachements délicats.

**468.** En revanche, pour les autres « dérivés de crédit », l'idée générale était de les rattacher aux instruments financiers à terme, ce qui n'allait pas sans poser quelques interrogations sur la pertinence de cette démarche.

C'est le raisonnement suivi pour le « credit default swap »<sup>1031</sup> à condition de l'apparenter à l'un des mécanismes cités par le § II décrivant les instruments financiers à terme. Le 4° et 2°, dédiés aux contrats portant spécifiquement sur les marchandises ou les taux d'intérêts, sont exclus car ils ne sont pas les sous-jacents spécifiques des « credit default swap ». De plus, en concluant qu'un « credit default swap » n'est ni un contrat d'option, ni un contrat d'échange<sup>1032</sup>, nous évinçons les 5° et 3° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier<sup>1033</sup>. Il ne reste à notre disposition que le 1°, c'est à dire 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.

Si le « credit default swap » est bien un contrat, il doit encore être financier, notion nullement précisée par le législateur. Gérard CORNU, dans son célèbre dictionnaire, en donne différent sens : « plus généralement, ce qui a trait aux capitaux, à leur gestion, aux activités et opérations qui s'y rapportent, spécialement aux mouvements et placement de fonds ; en ce sens financier englobe boursier ». Il sert aussi de synonyme à « pécuniaire ». Sa vision du capital est extensible. Il signale aussi bien le principal d'une somme d'argent que l'ensemble des biens frugifères d'une personne, des biens productifs qui lui rapportent des fruits ou lui fournissent des produits voir même tous les biens d'une personne autre que ses revenus, y compris ses capitaux improductifs, biens stériles ou inexploités. Ce peut être aussi toutes les sommes d'argent destinées aux placements et investissements. Indiscutablement, le « credit default swap » peut s'inscrire dans cette lignée de financier.

---

<sup>1030</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 146, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 297 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. pp. 28 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », n° 39 p. 912-8 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 146 p. 219 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 706 p. 636 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 213.

<sup>1031</sup> Sans autre précision : Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », n° 39 p. 912-8.

<sup>1032</sup> V. supra § 174 et 175.

<sup>1033</sup> Contra : Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 146, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 292 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13.

Ce contrat doit être à terme. Il est celui qui comprend une obligation généralement contractuelle subordonnant son exigibilité ou son extinction à l'arrivée d'un événement futur qui, au moment de l'engagement, est de réalisation certaine. Cependant, par essence, le « credit default swap » est aléatoire. La réalisation de l'engagement est incertaine. Mais le sens juridique est-il celui à retenir ? Le sens commun ne serait-il pas plus adéquat ?

Ce contrat financier à terme doit porter sur tous les effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Peut-on considérer que cette phrase autorisait la mise en place d'un instrument financier dont le sous-jacent serait une créance, élément absent de la loi ? A priori non. Donc le 1° de ce paragraphe II n'ouvrait pas la porte à un lien entre ces notions.

C'est pourquoi, à défaut de mieux, la doctrine se raccrochait au 6° de cet article : « *tous autres instruments de marchés à terme* ». Le législateur l'a envisagé comme une catégorie balai afin d'assembler au périmètre des instruments financiers à terme les contrats dont la description ne correspondait pas aux autres catégories. De l'étude de la liste donnée, la doctrine pensait que la nature du sous-jacent importait peu<sup>1034</sup>. A défaut d'analyse et de précision sur cette expression « *d'instrument de marché à terme* », elle semblait être comprise comme tout autre instrument capable d'être l'objet d'une transaction sur un marché à terme. C'était le cas des « credit default swap ». Mais face à l'insuffisance de cette notion « *d'instrument financier à terme* », l'inclusion des « credit default swap » à cette catégorie restait discutable et soumise à doute.

**469.** Un « credit spread option » est une « *option à l'américaine d'achat ou de ventes de titres de créances à un prix préfixé déterminé à partir d'un taux d'intérêt donné* ». Ce « dérivé de crédit » se lie aux instruments financiers à terme, au « *contrat d'option* », repris dans le 5° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier. De nombreux auteurs adoptaient cette analyse<sup>1035</sup>, à l'unanimité semble-t-il. Mais il convient d'apporter une précision souvent délaissée. Cette disposition légale était libellée de manière minutieuse : « *les contrats d'options d'achat ou de vente d'instruments financiers* ». L'objet de l'option devait être un instrument financier. Le « credit spread option » ne pouvait être un instrument financier à terme que si son actif de référence était lui-même un instrument financier. Une étude au cas par cas de ces contrats devait être envisagée. Si cet actif était une part de capitale ou un titre de créance tel que décrit précédemment, la qualification n'était pas contestable. Mais quid d'une créance commerciale ?

Ensuite, certains « credit spread option » se résolvent par l'octroi d'un différentiel monétaire sans vente des actifs sous-jacents. Ils opèrent une comparaison entre la créance encore saine et cette créance devenue risquée. L'option ne se dénoue pas physiquement. Certains avançaient alors que l'absence de dénouement physique transformait la nature de l'instrument et ne lui conférait pas la qualité d'option<sup>1036</sup>. Dans cette hypothèse, cet auteur observait qu'il serait à classer dans la catégorie balai de « *tous autres instruments de marché à terme* ». Cette analyse était contestée. Cette variante avec dénouement monétaire n'est pas rare. L'évolution de la notion d'instrument financier a consacré l'existence des deux dénouements. Enfin, le législateur n'avait pas opéré de différenciation alors qu'il l'avait fait expressément pour d'autres dispositions légales, comme la loi MAF de 1996. Il citait les contrats se dénouant par simple règlement de différentiel ou s'abstenait de les nommer selon que la mesure leur était

<sup>1034</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54.

<sup>1035</sup> Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 293 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. pp. 28 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 212.

<sup>1036</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

applicable ou non. Que l'on retienne l'un ou l'autre des rattachements, la qualification de ce « credit spread option » n'était pas exempt de discussions.

**470.** Le « *credit spread forward* » impose le versement d'une somme d'argent par un des contractants à l'autre en fonction de l'évolution d'un différentiel calculé à partir de deux créances différentes. Il est malaisé de le ramener à un simple échange de taux ou d'option<sup>1037</sup> car ce ne sont pas des taux qui sont directement échangés. Le mécanisme de l'option ne transparait pas. Aucune prime n'est versée. L'idée d'un instrument à terme innommé, qui profiterait alors du 6° du II de l'article L. 211-1 du Code Monétaire et Financier, a été émise par un auteur<sup>1038</sup>, qui repousse, en raison de la nature du sous-jacent, le 1° de ce même paragraphe<sup>1039</sup>. Ce premier évoque 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* ». Nous sommes bien face à un contrat financier. Il rencontre la même difficulté avec la notion de terme. Indiscutablement, ce contrat se dénoue par un règlement en espèces. Mais ce contrat doit porter sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises et tous instruments équivalents. Les contractants mesurent l'évolution de la différence entre deux valeurs. N'est-ce pas la création d'un indice ? Dans l'hypothèse d'une réponse négative, la notion « d'instruments équivalents » pourrait être appelée en ce qu'elle admet de prendre en compte le référentiel inventé par les parties.

**471.** Le « total rate of return swap » est un accord par lequel l'acheteur de protection verse de façon périodique à sa contrepartie tous les revenus de sa créance ainsi qu'éventuellement un montant égal à l'augmentation de la valeur de marché de cette créance durant ce contrat. Il jouit de la réception d'une rémunération à taux fixe ou variable, hypothétiquement augmentée d'un montant égal à la dépréciation de la créance à la fin du contrat.

Un auteur expose que le « total rate of return swap » est un « *contrat à terme sur taux d'intérêt* » car les parties s'échangent les taux d'intérêts de créances. Il ne s'interdisait pas non plus de les intégrer à la catégorie « *contrat à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises donnant lieu à un règlement en espèce* ». Ils dépendent du prix d'un titre déterminant le montant à verser pour un règlement en espèces<sup>1040</sup>. Nous soulignerons qu'il trouve sa source et sa structure dans le contrat de swap traditionnellement appréhendé comme un contrat d'échange<sup>1041</sup> reconnu comme instruments financiers à terme par le 3° du II de cet article<sup>1042</sup>. En conséquence, il était bien un instrument financier sous cette législation.

Des doutes subsistaient à l'issue de l'étude de cette disposition dès qu'elle était abordée par les « dérivés de crédit ». Leur potentiel à entrer dans plusieurs catégories l'illustre.

---

<sup>1037</sup> Contra tout en admettant plusieurs qualifications selon les caractéristiques du contrat : Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13.

<sup>1038</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

<sup>1039</sup> Rattachement pourtant retenu par Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. pp. 28.

<sup>1040</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

<sup>1041</sup> Défendent cette qualification : Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 146, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 292 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 706 p. 636 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. pp. 28 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13.

<sup>1042</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Khadija MEDJAOUI, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », op. cit. p. 212.

### **3. L'intervention réglementaire.**

**472.** Certaines indications d'origine réglementaires étaient de nature à effacer tout doute sur la qualification des « dérivés de crédit ». L'article 4 bis du décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002<sup>1043</sup>, ajouté au décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, précisait qu'un « *organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme répondant aux caractéristiques des dérivés de crédit* ». Cette qualification semblait la plus judicieuse à en croire le pouvoir exécutif, même s'il était toujours possible de déplorer le caractère elliptique de l'indication et l'absence d'un travail plus pointu pour savoir exactement ce qu'il entendait y placer. Cette disposition n'inventoriait pas non plus exactement les rattachements. Une insuffisance manifeste se faisait d'ailleurs jour puisqu'un indiscutable « dérivé de crédit », le « credit linked notes », était rattaché aux instruments financiers sans passer par celle d'instruments financiers à terme.

**473.** Lier incontestablement et précisément chacune des familles des « dérivés de crédit » à l'une des catégories d'instrument financier à terme est un exercice acrobatique. Le forçage est parfois de rigueur pour faire correspondre chacune des familles aux descriptions législatives. La difficulté persistait malgré la présence prudente de la « catégorie balai » destiné à abriter les contrats ne trouvant pas leur place parmi les autres. Le signe inverse de cette difficulté est l'insertion possible à plusieurs catégories des instruments financiers à terme<sup>1044</sup>. Cette situation explique qu'une partie de la doctrine se soit contentée soit d'affirmer ce rattachement sans véritable travail d'analyse<sup>1045</sup>, soit de comparer rapidement les notions<sup>1046</sup>. Une dernière partie, non des moindres, se contentait de se référer à la loi MAF pour écarter le problème de la requalification des « dérivés de crédit » en jeux et paris<sup>1047</sup>. Cette attitude évitait un travail parfois vain. Pour être totalement exhaustif, une dissection générique par grande famille pouvait s'avérer insuffisante face à des stipulations conventionnelles de gré à gré. Un examen à la lumière de ces stipulations pouvait seul donner satisfaction. Aujourd'hui, ces difficultés semblent aplanies par l'ordonnance du 12 avril 2007 qui a réformé la notion d'instrument financier.

---

<sup>1043</sup> Modifiant le décret préc., J.O.R.F. du 12 déc. 2002 p. 20487 ; Fabrice BUSSIERE, « décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié par le décret du 10 décembre 2002 sur l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM », loc. cit. p. 41 ; Jean-Norbert PONTIER, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », loc. cit. p. 33.

<sup>1044</sup> Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13.

<sup>1045</sup> Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », n° 39 p. 912-8 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 427 p. 304.

<sup>1046</sup> Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54, explique que la nature du sous-jacent n'a aucune influence et qu'ils sont des instruments à terme : période de temps nécessaire pour permettre une évolution de la valeur du sous-jacent.

<sup>1047</sup> Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. p. 74 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 1998 pp. 179 et s. ; Patrick D'HÉROUVILLE et Pierre MATHIEU, « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », loc. cit. p. 50 ; Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « la maîtrise des risques juridiques des produits dérivés », loc. cit. p. 48. Rattachement à la loi MAF aussi opéré pour les « produits dérivés » : Emmanuel COURANT, « utilisation des produits dérivés de gré à gré par les OPCVM », loc. cit. p. 16.

B. La notion d'instrument financier et les « dérivés de crédit » après  
l'ordonnance du 12 avril 2007.

**474.** L'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers<sup>1048</sup> est venue rénover cet article L. 211-1 du code monétaire et financier. Les dispositions de l'ancien § III, abrogé, sont venues suppléer celles du § II qui ont disparues. La partie de cet article spécialement consacré aux instruments financiers à terme a été retirée. Le § I n'a pas été fondamentalement remanié hormis une modification s'insérant dans le 4° sur les instruments financiers à terme ainsi libellé : « *les instruments financiers à terme figurant sur une liste fixée par décret* ». Cette réforme a donc renvoyé au pouvoir exécutif la tâche de définir ce qu'il fallait comprendre par instruments financiers à terme. Il a ainsi pris le décret n° 2007-904 du 15 mai 2007<sup>1049</sup> permettant de mesurer l'étendue des changements opérés quant à la définition des instruments financiers à terme. Il a introduit dans le code monétaire et financier un article D. 211-1 A qui procède à une longue énumération. En leur sein, le 5° nous intéresse puisque il cite « *les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit* ». Cette indication vise indiscutablement les « dérivés de crédit » dont l'objectif est de transférer des « risques de crédit ». Pourtant, ce texte n'apporte aucune réponse indiscutable sur une ligne de démarcation claire entre l'assurance et les « dérivés de crédit ». Cette expression se retrouve également dans la législation établissant le périmètre de l'assurance. Quant au « credit linked notes », il pouvait tout aussi bien s'intégrer directement aux instruments financiers qu'indirectement au moyen des « instruments financiers » à terme.

**475.** La litanie des réformes n'était pour autant pas achevée. Une ordonnance du 8 janvier 2009<sup>1050</sup> a modifié l'organisation de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier. Il décide dorénavant que :

---

<sup>1048</sup> Ordonnance prise afin de transposer la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers (J.O.U.E. du 30 av. 2004 L. 145/1) et publiée au J.O.R.F. du 13 av. 2007 p. 6748 ; Bruno DONDERO dans sa chron. JCP E 2008 n° 1345 et « instruments financiers, marchés financiers, ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 », RDBF de mars-av. 2008 n° 4 p. 5 ; Thierry BONNEAU, « transposition de la directive « MIF » du 21 avril 2004 », RDBF de sept.-oct. 2007 n° 183 p. 31 et « de la loi MAF à l'ordonnance MIF : une nouvelle étape dans la modernisation des marchés financiers », BJBPF de sept.-oct. 2007 § 128 p. 545 ; Michel STORCK, « transposition législative en droit français de la directive relative aux marchés d'instruments financiers », RTD com. 2007 p. 399 ; Julie ANSIDEI, Emmanuel DE FOURNOUX et Pauline LAURENT, « directive MIF, construire le marché financier européen », revue Banque Edition 2007 ; Hervé LE NABASQUE et Philippe PORTIER, « la nouvelle nomenclature des instruments financiers issue de la directive MIF du 21 avril 2004 », BJBPF de sept.-oct. 2007 § 129 p. 551.

<sup>1049</sup> Décret n° 2007-904 du 15 mai 2007 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 av. 2007 relative aux marchés d'instruments financiers etc. J.O.R.F. du 16 mai 2007 p. 9127 ; Hubert DE VAUPLANE, « la nouvelle définition des instruments financiers à terme », Rev. B. n° 695 d'oct. 2007 p. 79 ; Hervé LE NABASQUE, « modification de la liste des instruments financiers à terme », RDBF de sept.-oct. 2007 n° 204 p. 69 et avec Philippe PORTIER, « la nouvelle nomenclature des instruments financiers issue de la directive MIF du 21 avril 2004 », loc. cit. § 129 p. 551.

<sup>1050</sup> Article 1<sup>er</sup> de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, J.O.R.F. du 9 janvier 2009 p. 570 ; Matthieu DUBERTRET et Dominique MANGENET, « réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », D. 2009 chron. p. 448 ; Benoît LE BARS, « les instruments financiers après l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 : vers un « securities act » à la française ? », RLDA n° 36 de mars 2009 p. 33 ; Thierry BONNEAU, « commentaire de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », JCP E 2009 n° 1105 et D.S. de fév. 2009 n° 3 p. 4 ; Hervé LE NABASQUE, « ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 portant réforme des instruments financiers », RDBF mars-av. 2009 n° 71 p. 61 ; Jean-Jacques DAIGRE et Pauline PAILLER, « commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relatives aux instruments financiers », Rev. Soc. n° 1 janv. 2009 p. 37 ; Nicolas RONTCHEVSKY et Michel STORCK, « réglementation financière », RTD

« I. – Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.

II. – Les titres financiers sont :

1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif.

III. – Les contrats financiers, également dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ».

En l'absence de modification du contenu du décret, les « dérivés de crédit » sont toujours classés comme des instruments financiers à terme ou contrats financiers. Mais les interrogations précédentes persistent pour connaître le périmètre exact des qualifications. Dorénavant, le « credit linked notes » devrait se voir qualifier d'instrument financier en tant que titre financier. Néanmoins, certains le voient comme un instrument financier à terme<sup>1051</sup>. Cette qualification en instrument financier des « dérivés de crédit » emportent certaines conséquences.

## § II - Les conséquences juridiques de la qualification des « dérivés de crédit » en instruments financiers.

**476.** La soumission des « dérivés de crédit » à la qualification d'instrument financier entraînera de plein droit à leur égard l'application du régime juridique envisagé par le législateur. Il soumet particulièrement ces instruments financiers à un monopole. Les instruments financiers profitent d'un régime spécial lorsqu'ils se heurteront aux procédures collectives. Les « dérivés de crédit » verront également accroître leur sécurité juridique.

### A. Le cadre légal de l'instauration d'un « dérivé de crédit » : le monopole des prestataires de services d'investissement.

**477.** La qualification d'instrument financier réserve à certaines catégories de personnes le droit de proposer des services financiers. Elles bénéficient d'un monopole. Ces personnes sont les seules à pouvoir commercialiser des instruments financiers et par conséquent les « dérivés de crédit ». Il est d'indispensable de savoir qui sont ces personnes, de déterminer la teneur de ce monopole et les modalités de protection.

---

com. 2009 p. 397 ; Petit GILLES, « présentation et orientations de la réforme du droit des instruments financiers », RTDF n° 1/2 2009 p. 42 ; Jean-Baptiste LENHOF, « Réforme des instruments financiers par l'ordonnance du 8 janvier 2009 », Lexbase hebdo n° 339 ; Hubert DE VAUPLANE, « définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure », Rev. B. n° 710 de fév. 2009 p. 84 ; Yann PACLOT, « la réforme des instruments financiers par l'ordonnance du 8 janvier 2009 », BJBPF de janv.-fév. 2009 § 9 p. 59 ; Arnaud REYGROBELLET, « le nouveau paysage juridique des instruments financiers en droit français », RTDF n° 1/2 2009 p. 169 ; Christophe DE WATRIGANT, « instrument financier et valeur mobilière », P.A. n° 84 du 28 av. 2010 p. 6 ; Jean-Jacques DAIGRE, « de la frontière entre le Code monétaire et financier et le code de commerce à propos des titres financiers », RTDF n° 1/2 2009 p. 200.

<sup>1051</sup> Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 64 p. 17. Contra : Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 485 p. 473.

## 1. Les bénéficiaires du monopole.

**478.** Seules les personnes autorisées par la loi sont autorisées à passer les actes protégés par ce monopole. Pour les instruments financiers, ce pouvoir revient aux « prestataires de services d'investissement ». En réalité, d'autres personnes, bien que non titulaires de ce monopole, peuvent apporter de tels services.

### a. Les prestataires de services d'investissement.

**479.** L'article L. 531-10 du code monétaire et financier interdit à toute personne autre qu'un prestataire de service d'investissement<sup>1052</sup> de fournir à des tiers ces services. Ces prestataires sont définis à l'article L. 531-1 du code monétaire et financier qui explique qu'ils sont « les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement au sens de l'article L. 321-1 ». Outre les établissements de crédit<sup>1053</sup>, les entreprises d'investissements sont l'autre grande catégorie de prestataires d'investissement. Les deux doivent nécessairement obtenir un agrément dont la procédure est encadrée par les articles L. 532-1 et suivant du code monétaire et financier<sup>1054</sup>. Il est distinct de l'agrément bancaire déjà obtenu par les établissements de crédit. Certaines entreprises d'investissement se démarquent en qualité de société de gestion de portefeuille. Elles ont pour activité principale la gestion de portefeuille pour le compte de tiers soumise à un agrément spécifique des articles L. 532-9 à L. 532-9-2 du code monétaire et financier.

**480.** L'autorité compétente pour la délivrance de l'agrément est l'Autorité des Marchés Financiers pour une société de gestion de portefeuille et le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements pour les autres. Il n'est pas général. Il ne vaut que pour les services désignés par le prestataire dans sa demande. Toute extension imposera la dépose d'une nouvelle demande d'agrément. Chaque service que se propose de procurer le prestataire doit faire l'objet d'un programme d'activité apprécié préalablement par l'autorité compétente sauf pour celui de la gestion de compte pour autrui qui le sera par l'Autorité des Marchés Financiers<sup>1055</sup>. Ces entreprises d'investissement doivent disposer d'un capital initial suffisant compte tenu des services proposés et allouer à chaque service des moyens financiers adaptés. Elles doivent exercer sous une forme juridique adéquate à la fourniture de services

---

<sup>1052</sup>Régis VABRES, « prestataires de services d'investissement : caractéristiques, conditions d'accès, réglementation et contrôle », J.-Cl. B. fasc. 1540 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « acteurs des marchés financiers », Lamy Dr. fin. 2009 n° 976 et s. p. 521 ; Jean-Paul VALUET, « monopoles des prestataires d'investissement », dictionnaire joly bourse et produits financiers ; Sébastien NEUVILLE, « les prestataires (entreprises d'investissement et entreprises de marché) et les services d'investissement », BJBPF de sept.-oct. 2007 § 130 p. 559.

<sup>1053</sup> Thierry BONNEAU, « monopole bancaire et monopole des prestataires de services d'investissement », mélanges AEDBF France, banque éditeur 1997 p. 37.

<sup>1054</sup> L'agrément sélectionne qualitativement et non quantitativement l'accès à la profession de fourniture de services financiers afin de protéger les utilisateurs des marchés financiers.

<sup>1055</sup> Ce programme d'activité est un document précisant les conditions dans lesquelles les prestations seront fournies comprenant notamment le descriptif des opérations et la structure de son organisation. Pour les prestations de gestion de compte pour autrui, même exercées à titre accessoire, cette qualité s'apprécie aussi au regard de l'honorabilité, la compétence et l'adéquation de l'expérience des dirigeants.

d'investissement ou de gestion de portefeuille. Ces prestataires sont forcément des personnes morales selon l'article L. 531-4 du code monétaire et financier<sup>1056</sup>.

D'autres conditions sont spécifiques aux entreprises d'investissement. Cette discrimination textuelle s'explique car ces formalités doivent déjà être respectées pour l'obtention de l'agrément bancaire. Les entreprises d'investissements doivent avoir leur siège social et leur direction effective en France<sup>1057</sup>. Elles doivent fournir l'identité de tous leurs actionnaires, directs ou non, physiques ou morales, détenant une « participation qualifiée »<sup>1058</sup> et la hauteur de cette participation. Ces informations permettent d'apprécier la qualité des actionnaires face à la nécessité de garantir une gestion saine et prudente du prestataire. Ces actionnaires doivent être en mesure, à tout moment, de donner à l'entreprise les ressources en fonds propres nécessaires au respect de la réglementation en vigueur pour répondre aux soubresauts, difficultés ou évolution de l'activité. Un autre critère important est la personnalité des dirigeants, au nombre minimum de deux, honorables, dotés d'une certaine compétence et expérimentés de manière adéquate à leur fonction. Les autorités de contrôles peuvent imposer des conditions particulières pour préserver l'équilibre de la structure financière et le respect des engagements souscrits par le candidat à l'agrément.

D'autres organismes sont autorisés par la loi à offrir de tels services.

#### b. Les titulaires d'une autorisation légale.

**481.** L'ordonnance précitée de 2007 a saisi l'opportunité d'inscrire quelques utiles précisions sur l'étendue des droits des titulaires d'une autorisation légale ainsi que sur l'articulation de leurs droits avec ceux des prestataires de service d'investissement. L'article L. 531-2 du code monétaire et financier précise à présent que « *peuvent fournir des services d'investissement dans les limites des dispositions législatives qui, le cas échéant, les régissent, sans être soumis à la procédure d'agrément prévue à l'article L. 532-1* ». L'ajout réside dans l'affirmation expresse de dispense d'agrément. Mais au regard de l'absence d'agrément, ils ne profitent pas des dispositions des articles L. 532-16 à 27 de ce code sur la liberté d'établissement offerte dans l'espace de l'Union Européenne.

Ces titulaires sont, à tout seigneur tout honneur, l'État lui-même et quelques autres institutions étatiques mues par l'intérêt général comme la Caisse de la Dette Publique, la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, la Banque de France et les Instituts d'Emission des Départements d'Outre-mer et d'Outre-mer.

L'exception profite à des organismes gérant et centralisant des fonds importants de leurs clientèles : les entreprises d'assurance et de réassurance régies par le code des assurances<sup>1059</sup>, les organismes de placement collectif de l'article L. 214-1 du code monétaire et financier et les sociétés chargées de leur gestion, les institutions de retraites professionnelles de l'article L.

---

<sup>1056</sup> Un règlement général de l'AMF en précise les formes : S.A, S.C.A, S.N.C. et sous réserve de l'étude des statuts : S.C.S. ou S.A.S., voir de GIE créés par des sociétés d'assurances, d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissements lorsqu'ils l'exercent exclusivement au service de ses membres.

<sup>1057</sup> Sous réserve des règles européennes de libre établissement.

<sup>1058</sup> La directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 la reconnaît comme la détention directe ou indirecte d'au moins 10 pour cent du capital ou des droits de vote ou comme celle qui permet d'exercer une influence notable sur la gestion de l'entreprise.

<sup>1059</sup> Un décret n° 2002-970 du 4 juillet 2002 relatif à l'utilisation des instruments financiers à terme par les entreprises d'assurances et portant modification du code des assurances (J.O.R.F. du 11 juil. 2002 p. 11852) créé les articles R. 332-45 et s. du code des assurances afin de prévoir les modalités d'utilisation des instruments financiers à terme par les entreprises d'assurances.

370-1 du code des assurances, les personnes morales administrant une institution de retraite professionnelle<sup>1060</sup> et les entreprises gérant un système d'épargne salariale.

Cette liste marque la reconnaissance des groupes de sociétés puisque l'une d'elle peut offrir de tels services aux membres de son groupe.

La dérogation touche aussi une entreprise exerçant à titre accessoire une activité de conseils en investissement ou de transmission d'ordre à une activité non financière si les statuts professionnels ne s'y opposent pas et celles qui fournissent des conseils d'investissement dans le cadre d'une autre activité professionnelle s'ils ne sont pas spécifiquement rémunérés.

La tolérance s'étend aux personnes mandatées par une personne agréée pour exercer le démarchage bancaire et financier et les conseillers en investissement.

Enfin, les prestations de services d'investissement peuvent être proposées par des personnes négociant uniquement pour compte propre sans offrir d'autres services d'investissement<sup>1061</sup>, par ceux qui exercent pour compte propre ou de leurs clients des services d'investissement concernant des contrats ou instruments financiers à terme, contrats à terme ou instruments dérivés sur marchandise, ou sur des marchés au comptant afin de couvrir des positions sur des marchés dérivés.

Chacun de ces intervenants devra s'astreindre à la réglementation régissant son activité.

Bien qu'en présence d'un monopole, il n'est pas de nature, avec ou sans agrément, à remettre en question l'utilisation actuelle par la pratique des « dérivés de crédit ». Le panel d'utilisateurs est nombreux. Certaines réglementations autorisent d'ailleurs clairement l'utilisation des « dérivés de crédit ». Cernons maintenant la portée de ce monopole.

## **2. La portée du monopole.**

**482.** La portée du monopole se juge essentiellement grâce à l'article L. 531-10 du code monétaire et financier : « *il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de service d'investissement de fournir à des tiers des services d'investissement, à titre de profession habituelle* ». L'activité protégée est la fourniture des services d'investissement. Que sont ces services d'investissement ? Cette portée a évolué. Le monopole est aujourd'hui qualifié de simple. Diverses dispositions de loi destinées à le consolider ont été éliminées par le législateur.

### **a. La notion de service d'investissement.**

**483.** Fidèle à sa méthode, le codificateur use d'une énumération sise à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier revisitée par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers.

Sont de telles opérations la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers, l'exécution d'ordres pour le compte de tiers, la négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, le conseil en investissement, la prise ferme, le placement

---

<sup>1060</sup> Création par l'art. 8 de l'ordonnance n° 2006-344 du 23 mars 2006 relative aux retraites professionnelles supplémentaires.

<sup>1061</sup> Elles mélangent ces services lorsqu'elles sont teneurs de marché (une personne présente de manière permanente sur les marchés financiers pour négocier pour son propre compte et se portant acheteuse et vendeuse d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux à des prix fixés par elle) ou qu'elles ne négocient pour compte propre de façon organisée, fréquente et systématique en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, en fournissant un service accessible à des tiers afin d'entrer en négociation avec eux.

garanti et non garanti et l'exploitation d'un système multilatéral de négociation. Les définitions se situent à l'article D. 321-1 du code monétaire et financier.

L'impression qui se dégage de cette énumération est que le prestataire n'intervient que pour rendre service. Il se nomme d'ailleurs prestataire de service d'investissement. Il facilite la réalisation d'une opération financière pour le compte d'un client. Il est un intermédiaire. La loi insiste lourdement sur le fait que ces opérations bénéficient à des clients : réception et transmission d'ordre, gestion de portefeuille « *pour le compte de tiers* ». D'autres services, par leur nature, ne peuvent être tournés que vers la satisfaction des besoins d'un tiers : le conseil en investissement, l'exploitation d'un système multilatérale de négociation, le placement garanti ou non<sup>1062</sup>, la prise ferme<sup>1063</sup> etc.

**484.** Mais dans cette liste, une opération semble tenir le rôle d'exception qui confirme la règle, la négociation pour compte propre. La négociation est l'opération qui consiste à mettre en rapport les vendeurs et les acheteurs. Le prestataire sert d'intercesseur à une vente, notamment lorsque intervient un membre de la bourse<sup>1064</sup>. La négociation pour compte propre ne semble pas être une expression des plus heureuses. Sa dénomination ne vise pas spécifiquement le service aux tiers. De plus, l'article D. 321-1 précité dévoile que ce service est constitué par « *le fait de conclure des transactions portant sur un ou plusieurs instruments financiers en engageant ses propres capitaux* ». En réalité, tel n'est pas le cas. Le service aux tiers n'est nullement exclu de cette opération. Elle réunit de multiples visages. Ces accords peuvent être conclus soit avec une entreprise de marché pour faciliter la liquidité d'un instrument financier<sup>1065</sup> soit avec l'émetteur d'un titre pour en assurer sa liquidité. Une autre de ces opérations consiste à acheter ou vendre sous son nom un instrument financier d'un client ou à effectuer des opérations d'arbitrage<sup>1066</sup>. C'est pourquoi des auteurs ont précisé que cette activité ne constitue un service d'investissement que lorsqu'elle est exercée en dehors des opérations de trésorerie ou de prise de participation du prestataire<sup>1067</sup>.

**485.** Elle a été au cœur d'une interrogation concrète. Il s'agissait de déterminer si le fait d'être simple contrepartie d'un instrument financier, plus particulièrement d'un « dérivé de

---

<sup>1062</sup> Opération par laquelle sont recherchées des souscripteurs ou des acquéreurs de titres à l'occasion de l'émission de valeurs mobilières : Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>1063</sup> Achat à l'émetteur, à un prix convenu à l'avance, des instruments financiers en vue de procéder à leur placement dans le public. Le prestataire perçoit une commission et/ou un écart de cours et assume le risque de contrepartie si l'opération ne peut aboutir : Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit.

<sup>1064</sup> Hubert DE VAUPLANE, « nouvelles règles de concentration des ordres sur les marchés réglementés », B. n° 591 d'av. 1998 p. 44, « monopole d'intermédiation et obligation de concentration sur les marchés réglementés », B.&D. n° 58 de mars-av. 1998 p. 3. Elle est ainsi comprise par les juridictions européennes : CJCE, 13 déc. 2001, arrêt *CSC Financial Service Ltd*, BJBPF mars-av. 2002 § 28 p. 122 note Philippe DEROUIN, D.F. n° 25 2002 n° 522 p. 321, B.&D. n° 87 2003 p. 24 note Thierry VIALENEIX.

<sup>1065</sup> Le prestataire de service s'appelle alors « teneur de marchés ».

<sup>1066</sup> Régis VABRES, « prestataires de services d'investissement : caractéristiques, conditions d'accès, réglementation et contrôle », J.-Cl. B. fasc. 1540 n° 19 p. 6 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « acteurs des marchés financiers », Lamy Dr. fin. 2009 n° 978 p. 523 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 164 p. 91 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 216 p. 294 ; Franck AUCKENTHALER, « obligation d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé », JCP E 1998 n° 49 p. 1914 ; Sébastien NEUVILLE, « les prestataires (entreprises d'investissement et entreprises de marché) et les services d'investissement », BJBPF sept.-oct. 2007 § 130 p. 559.

<sup>1067</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 164 p. 91.

crédit », suffit à entrer dans le champ d'application de ce monopole. L'entité uniquement contrepartie d'une opération dont elle n'est pas l'intermédiaire viole-t-elle le monopole en réalisant une prestation de service ? En cas de réponse positive, l'une des parties à un instrument financier sera obligatoirement un prestataire de service d'investissement ou l'une des personnes autorisées à outrepasser ce monopole. Corrélativement, ce monopole se cantonne-t-il à un service qui consisterait à la conclusion du contrat ou à en rendre possible la conclusion ?

Une réponse ministérielle précise que « *la réponse est bien évidemment négative. Une opération pour compte propre comporte plusieurs phases : le souhait de la contrepartie de réaliser l'opération, l'intervention éventuelle d'un intermédiaire qui rapproche les parties et, enfin, l'inscription en compte de la transaction. C'est le fait de monter une négociation, de la rendre possible en rapprochant les contreparties et d'en déterminer, le cas échéant, les conditions, en lieu et place de ces contreparties, qui constitue un service d'investissement. Toute entreprise, tout opérateur, même s'il est installé en dehors de l'espace économique européen, peut être, sans aucun agrément particulier, contrepartie d'une opération réalisée avec un français* »<sup>1068</sup>. A s'en tenir à cette réponse, ce sont les prestations de service, rendues pour faciliter la réalisation pour compte propre, qui sont soumises au monopole. Cette réponse tranquillisante laisse poindre une distorsion entre l'étendue du monopole et la notion de négociation pour compte propre. La définition donnée par le code monétaire et financier ne sous-entend ni explicitement ni implicitement cette notion de service.

**486.** Interrogé, le Conseil des Marchés Financiers a insisté sur le fait que le prestataire de service d'investissement doit travailler dans le cadre de sa profession habituelle<sup>1069</sup>. Quiconque n'effectue pas d'opération sur instrument financier de manière à en faire sa profession habituelle n'enfreint pas ce monopole. En matière commerciale, la profession habituelle sert à déterminer le statut de commerçant : elle est une occupation sérieuse de nature à produire des bénéfices et à subvenir aux besoins de l'existence<sup>1070</sup>. Son sens diverge quelque peu en matière financière. Il est éclairé par une décision de justice qui a jugé que la « *pluralité de clients d'Olivier Robin et la multiplicité des opérations boursières effectuées pour leur compte, ainsi que leur accord sur une rémunération suffisent à établir le caractère de profession habituelle de fourniture illégale de services d'investissement à laquelle il s'est livré en présentant comme un spécialiste en la matière* »<sup>1071</sup>. Celui qui apporte illégalement des services d'investissement multiplie les opérations financières pour des clients. Ce n'est pas le cas d'une entreprise qui se porte contrepartie d'un instrument financier. Elle agit dans son intérêt. Ainsi, ce monopole n'est pas de nature à interdire à une entreprise de se porter contrepartie d'un instrument financier, et donc d'un « dérivé de crédit ». Des entreprises de statures internationales peuvent émettre en toute tranquillité des « credit linked notes » sans enfreindre de monopole puisqu'elles agissent pour leurs besoins propres et non au service d'une clientèle voulant accéder à des services financiers. Ce monopole est aujourd'hui moins contraignant car il n'est plus qu'un monopole simple.

---

<sup>1068</sup> Présentation de Monsieur le Ministre de l'économie et des finances Jean ARTHUIS de la loi de Modernisation des Activités Financières, discussion en deuxième lecture JO AN du 29 mai 2005 p. 3605.

<sup>1069</sup> Au sujet d'une question ainsi posée : « une société financière qui conclut avec une société industrielle un contrat d'échange fournit-elle un service d'investissement ? ». Il est répondu ceci : « il semble devoir être déduit que si la société financière n'a pas pour activité d'élaborer, de manière professionnelle et habituelle, de tels contrats d'échange dont elle serait contrepartie, il n'y a pas lieu de considérer que cette activité requiert un agrément de prestataire de services d'investissement ».

<sup>1070</sup> Paris, 30 av. 1906, D.P. 1907 p. 9.

<sup>1071</sup> Cass. crim., 20 av. 2005, arrêt *Robin*, D.S. oct. 2005 n° 183 p. 36 note Thierry BONNEAU, Dr. Pén. de juil.-août 2005 n° 108 p. 19 note Jacques Henri ROBERT.

## b. Un monopole simple.

**487.** Pendant de nombreuses années, ce monopole des prestataires de service d'investissement était affermi par la présence de deux obligations complémentaires<sup>1072</sup>. La première était celle d'intermédiation prévu à l'ancien article L. 421-6 du code monétaire et financier prévoyant que « *les négociations et cessions réalisées sur le territoire français et portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ne peuvent être effectuées, à peine de nullité, que par un prestataire de services d'investissement ou, lorsque elles sont effectuées sur un marché réglementé, par tout membre de ce marché* ». L'ancien article L. 421-7 de ce code envisageait les exceptions<sup>1073</sup>.

Elle se dédoublait d'une obligation de concentration. La loi<sup>1074</sup>, sur option laissée au choix des états par la directive n° 93/22/CEE du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement, imposait alors aux prestataires de services d'investissement chargés d'exécuter un ordre de conclure l'opération sur un marché réglementé et non de gré à gré à un prix librement négocié. L'objectif poursuivi était d'offrir une plus grande égalité entre les investisseurs, d'offrir à tous des conditions rapprochées d'exécution des ordres au cours du marché et de maintenir un marché réglementé cohérent.

La suppression de ces deux obligations par l'ordonnance de 2007 semble être source de simplification<sup>1075</sup>. Cependant, avec leur disparition a été abandonnée une précieuse indication sur la sanction civile de l'opération contrevenant à la violation du monopole. Elle était jusqu'alors la nullité. Une décision de justice a décidé que celui qui se hasardait à gérer des portefeuilles de titre sans avoir reçu l'agrément de l'Autorité des Marchés Financiers encourait la nullité absolue de tous les contrats passés<sup>1076</sup>. Cette sanction civile est également applicable à l'ensemble des atteintes au monopole des prestataires de service

---

<sup>1072</sup> Franck AUCKENTHALER, « obligation d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé », loc. cit. p. 1914 ; Hubert DE VAUPLANE, « nouvelles règles de concentration des ordres sur les marchés réglementés », loc. cit. p. 44 et « monopole d'intermédiation et obligation de concentration sur les marchés réglementés », loc. cit. p. 3 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 440 p. 216 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Philippe GOUTAY, « obligation de concentration et produits dérivés », B.&D. n° 69 de janv.-fév. 2000 p. 3 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Arnaud DUHAMMEL, « monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré », B.&D. n° 76 de mars-av. 2001 p. 3 ; Thierry BONNEAU, « de la loi MAF à l'ordonnance MIF : une nouvelle étape dans la modernisation des marchés financiers », loc. cit. p. 545.

<sup>1073</sup> « Ne sont soumises à l'obligation définie à l'article L. 421-6 les cessions effectuées entre :

1. Deux personnes physiques, lorsqu'elles portent sur des valeurs mobilières ;
2. Deux sociétés lorsque l'une d'elle possède directement ou indirectement au moins 20 % du capital de l'autre ;
3. Une personne morale autre qu'une société et une société lorsque la personne morale possède directement ou indirectement au moins 20 pour cent du capital de l'autre ;
4. Deux sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par une même entreprise ;
5. Les sociétés d'assurances appartenant au même groupe ;
6. Les personnes morales et les organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assurent la gestion ».

<sup>1074</sup> Ancien art. 45 de la loi MAF codifié à l'ancien art. L. 421-12 du CMF : « *les transactions sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé réalisées au profit d'un investisseur résidant habituellement ou établi en France, par un prestataire de service d'investissement agréé ou exerçant en France par voie de prestation de services ou de libre établissement, sont nulles si elles ne sont pas effectuées sur un marché réglementé d'un état partie à l'accord sur l'Espace économique et européen* ».

<sup>1075</sup> Françoise BUISSON, « la transposition de la directive européenne Marchés d'Instruments Financier (MIF) en droit français », RTDF n° 2 2007 p. 6.

<sup>1076</sup> Cass. com., 4 nov. 2008, arrêt *soc. Ethique et performance c/ soc. GSD Gestion*, Bull. civ. IV n° 187 p. 211, RLDA n° 34 de janv. 2009 n° 2051 p. 33 de Delphine CHEMIN-BOMBEN.

d'investissement<sup>1077</sup>. Cette digression sur l'obligation de concentration et d'intermédiation est historique. Elle paraît anecdotique et futile, et de la sorte, ne mériterait pas autant de place. Néanmoins, à l'occasion du débat sur l'opportunité d'instaurer une chambre de compensation pour les « dérivés de crédit », ces obligations pourraient ressurgir. Quoiqu'il en soit, le châtement pénal de la violation du monopole n'a nullement été retouché.

### **3. La protection de ce monopole : sa répression pénale.**

**488.** Les infractions à ce monopole sont sanctionnées. Le principe de l'interdiction de fourniture de prestations de services d'investissement est prévu à l'article L. 531-10 du code monétaire et financier. La sanction est de trois d'emprisonnement et 375 000 euros d'amende pour une personne physique sans préjudice des peines complémentaires selon l'article L. 573-1 du code monétaire et financier. Elles peuvent en outre se voir priver des droits civiques et civils, d'exercer une fonction publique ou l'activité professionnelle ou sociale dans l'exercice ou à l'occasion de laquelle l'infraction a été commise, pour une durée de cinq au plus. D'autres peines sont exprimées : la fermeture pour cinq ans au plus du ou des établissements de l'entreprise ayant servi à commettre les faits incriminés, la confiscation de la chose qui a servi ou était destinée à commettre l'infraction ou la chose qui en est le produit, à l'exception des objets susceptibles de restitution, l'affichage ou la diffusion de la décision prononcée. L'article L. 573-7 du code monétaire et financier pose le principe de la responsabilité pénale des personnes morales. Elles s'exposent aux amendes calculées selon les modalités de l'article L. 131-38 du code pénal et aux peines mentionnées à l'article 131-39 de ce code.

Il est interdit d'utiliser une dénomination, une raison sociale, une publicité ou, d'une façon générale, des expressions faisant croire qu'elle est agréée en tant qu'entreprise d'investissement, ou de créer une confusion en ce domaine. Les mêmes peines que précédemment sont à administrer d'après l'article L. 573-2 du code monétaire et financier.

**489.** Ce monopole est à la fois très étendu et très lâche. Il fourmille de nombreuses tolérances. L'application de ce régime n'est pas de nature à modifier fondamentalement la manière dont les « dérivés de crédit » sont actuellement conclus. L'ensemble des acteurs peut continuer à les former sans craindre de les voir remettre en cause pour violation de ce monopole. Le régime juridique des instruments financiers aménage les règles du droit des faillites.

### **B. Des règles dérogatoires au droit des faillites.**

**490.** Le milieu financier a toujours jugé contraignantes et inadaptées les règles classiques des procédures collectives. Nous verrons en quoi avant de voir comment le droit financier y a remédié.

---

<sup>1077</sup> Antoine RICARD, « à défaut d'agrément, les opérations bancaires, financières et d'assurance doivent-elles subir le même sort ? », RDBF nov.-déc. 2009 n° 37 p. 40.

## 1. Les règles du droit des faillites jugées contraignantes.

**491.** Pour percevoir les enjeux de cette problématique, il faut avoir conscience que les liens créés par la conclusion de contrats financiers entre deux utilisateurs sont souvent entrelacés de manière complexe. La complexité trouve sa source dans la succession d'un ou de plusieurs contrats-cadres relatifs à une ou plusieurs catégories d'instruments financiers portant sur divers indices, sous-jacents ou entités de référence. Elle est aussi suscitée par l'évolution de la valeur de ces contrats et de leur dénouement tantôt favorable tantôt défavorable. La complexité de la trame des liens financiers prend une tout autre envergure lorsque le regard se porte sur l'ensemble des les contrats financiers acceptés par un contractant. Mais elle reste encore relativement modeste par comparaison à une étude macroéconomique de l'ensemble des conventions financières.

Cet entrelacement, l'actualité le démontre, n'est pas sans incidence sur la situation de multiples opérateurs lorsque la défaillance de l'un d'entre eux se vérifie. Cette crainte est renforcée par l'opinion des spécialistes selon laquelle l'ouverture d'une procédure collective est une source d'embarras en raison de l'inadaptation de certaines règles jugées néfastes pour le développement du secteur. Une première explication se situe dans le décalage de rythme. Celui du droit de la faillite est lent face à la rapidité et la réactivité qui enserrant le monde financier. Les normes jugées incompatibles sont innombrables.

### a. Le panorama de ces règles.

**492.** L'ouverture d'une telle procédure entraîne l'interdiction de paiement des créances qui lui sont antérieures selon l'article L. 622-7 du code de commerce<sup>1078</sup>. Un créancier d'un débiteur défaillant ne peut percevoir la somme due au titre du dénouement favorable d'un contrat si elle n'a pas été réglée avant l'ouverture de la procédure. En revanche, les contreparties débitrices doivent s'acquitter de leur dette en faveur du créancier défaillant. Cette disposition est consolidée par l'article L. 622-21 du code de commerce qui interdit toute poursuite judiciaire contre le débiteur failli lorsqu'elle a pour objet le recouvrement de créances antérieures à l'ouverture de la procédure ou la résiliation pour non-paiement<sup>1079</sup>.

---

<sup>1078</sup> Marie-Hélène MONSÉRIÉ-BON, « entreprises en difficulté (période d'observation) », Rép. Com. D. n° 6 p. 4 ; Jean-Luc VALLENS, « entreprise en difficulté », Lamy Dr. com. 2011 n° 3150 et s. ; Marie-Pierre DUMONT-LEFRAND, « procédure de sauvegarde », J.-Cl. com. fasc. 2152 n° 37 p. 9 ; Pierre-Michel LE CORRE, « sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires, principaux délais intéressant les créanciers », J.-Cl. com. fasc. 2190 n° 2 p. 4 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », nouvelle bibliothèque de thèse Dalloz 2006 n° 908 p. 388 ; François-Xavier LUCAS et Hervé LÉCUYER, « la réforme des procédures collectives, la loi de sauvegarde article par article », LGDJ 2006 p. 102 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « réforme du droit des entreprises en difficulté », Litec 2<sup>ème</sup> édition 2007 n° 501 p. 260 ; Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « droit des entreprises en difficulté », Montchrestien 6<sup>ème</sup> édition 2009 n° 637 p. 398 ; Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », LGDJ 8<sup>ème</sup> édition 2009 n° 231 et s. p. 214 ; Jocelyne VALLANSAN, Pierre CAGNOLI, Laurence FIN-LANCER et Corinne REGNAUT-MOUTIER, « difficultés des entreprises, commentaire article par article du livre VI du code de commerce », Litec 5<sup>ème</sup> édition 2009 p. 82 ; Françoise PÉROCHON, « les interdictions de paiement et le traitement des sûretés réelles », D. 2009 p. 651.

<sup>1079</sup> Jean-Luc VALLENS, « entreprise en difficulté », Lamy Dr. com. 2011 n° 3254 et s. ; Marie-Pierre DUMONT-LEFRAND, « procédure de sauvegarde », J.-Cl. com. fasc. 2152 n° 67 p. 16 ; Jocelyne VALLANSAN, « sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires, arrêt des poursuites individuelles », J.-Cl. com. fasc. 2355 et avec Pierre CAGNOLI, Laurence FIN-LANCER et Corinne REGNAUT-MOUTIER, « difficultés des entreprises, commentaire article par article du livre VI du code de commerce », op. cit. p. 125 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », op. cit. n° 917 p.

Il convient à ce stade de se rappeler que le Tribunal compétent fixe la date de cessation des paiements d'après l'article L. 631-8 du code de commerce<sup>1080</sup>. La loi laisse aux magistrats le pouvoir de reporter cette date à une époque antérieure au jugement d'ouverture dans une limite maximale de 18 mois à compter de celui-ci. Cette opportunité peut occasionner des conséquences délicates. En effet, des créances auront ainsi été réglées après la date de cessation des paiements reportée. Ces règlements pourront être remis en cause alors que les parties pouvaient penser qu'ils étaient définitifs. Des situations considérées comme fermées et éteintes seront rouvertes. La conscience de la rapidité à laquelle ces contrats financiers peuvent se succéder et se défaire laisse conjecturer de l'envergure du travail à envisager pour organiser les restitutions qui s'imposeront. Il n'est qu'à lire cette décision<sup>1081</sup> qui refuse la compensation d'une dette d'un créancier avec la somme qu'il devait lui-même pour s'être porté acquéreur de la maison de son débiteur durant la période suspecte. Il devient facile d'imaginer ce qu'il adviendrait des contrats financiers conclus durant cette période lorsqu'ils se sont dénoués de manière favorable aux créanciers et qu'ils ont été désintéressés.

**493.** Les versements du failli, même antérieurs à l'ouverture de la procédure collective, peuvent encourir la nullité. Cela obligera la contrepartie bénéficiaire à les rétrocéder au débiteur. Ce sont les actes de la période suspecte<sup>1082</sup>, période qui s'étale entre le jour du

---

392 ; André JACQUEMONT, « droit des entreprises en difficulté », Litec 7<sup>ème</sup> édition 2011 n° 352 p. 222 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « réforme du droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 507 p. 265 ; Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 620 p. 384 ; Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », op. cit. n° 251 p. 243.

<sup>1080</sup> Sur la cessation des paiements : Jean-Luc VALLENS, « entreprise en difficulté », Lamy Dr. com. 2011 n° 2958 ; Marie-Jeanne CAMPANA, Martine DIZEL, Laurent-Philippe BARRATIN et Reine FERNANDEZ, « entreprises en difficulté - redressement judiciaire (conditions d'ouverture) », Rép. Com. D. n° 266 ; André JACQUEMONT, « redressement et liquidation judiciaires, cessation des paiements », juris-classeur commercial fasc. 2155 et « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 197, 224 et 263 pp. 125, 146 et 167 ; François-Xavier LUCAS et Hervé LÉCUYER, « la réforme des procédures collectives, la loi de sauvegarde article par article », op. cit. pp. 246 et 253 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « réforme du droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 300 et 367 pp. 156 et 193 ; Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 376 et 961 pp. 218 et 604 ; Jocelyne VALLANSAN, Pierre CAGNOLI, Laurence FIN-LANCER et Corinne REGNAUT-MOUTIER, « difficultés des entreprises, commentaire article par article du livre VI du code de commerce », op. cit. p. 83 ; Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », op. cit. n° 179 p. 153 ; Maurice-Antoine LAFORTUNE, « le périmètre de l'état de cessation des paiements du débiteur dans l'actualité jurisprudentielle », P.A. n° 148 du 25 juil. 2008 p. 14 ; Geoffroy BERTHELOT, « la cessation des paiements : une notion déterminante et perfectible », JCP E 2008 n° 2232.

<sup>1081</sup> Cass.com., 19 déc. 2000, arrêt *Laroppe c/ époux Gimer*, D. 2001 S.C. p. 1426.

<sup>1082</sup> Jean-Luc VALLENS, « entreprise en difficulté », Lamy Dr. com. 2011 n° 3509 et s. ; Arlette MARTIN-SERF, « entreprises en difficulté (nullités de la période suspecte) », Rép. Com. D. ; Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 1023 p. 642 et avec Marie-Hélène MONSÉRIÉ-BON, « redressement et liquidation judiciaires, nullités de droit et facultatives », J.-Cl. com. fasc. 2502, 2505, 2507, 2508 et 2510 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », op. cit. n° 918 p. 393 ; André JACQUEMONT, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 591 p. 349 ; François-Xavier LUCAS et Hervé LÉCUYER, « la réforme des procédures collectives, la loi de sauvegarde article par article », op. cit. p. 267 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « réforme du droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 575 p. 298 ; Jocelyne VALLANSAN, Pierre CAGNOLI, Laurence FIN-LANCER et Corinne REGNAUT-MOUTIER, « difficultés des entreprises, commentaire article par article du livre VI du code de commerce », op. cit. p. 303 ; Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », op. cit. n° 508 p. 553 ; Jean-Pierre ARRIGHI, « les nouveaux cas de nullités de la période suspecte », Gaz. Pal. 2005 p. 2990 ; Gérard BLANC, « les nullités de la période suspecte dans la loi du 26 juillet 2005 sur la sauvegarde des entreprises », Rev. Proc. Coll. n° 1 de mars 2006 p. 66 ; Guillaume WICKER, « la période suspecte après la loi de sauvegarde des entreprises », Rev. Proc. Coll. n° 1 de mars 2006 p. 12 ; Eva MOUIAL-BASSILANA, « l'articulation de la période suspecte et des différentes procédures après la loi de

jugement d'ouverture et la date de cessation des paiements. Ces actes sont recensés au sein des articles L. 632-1 et suivants du code de commerce<sup>1083</sup> pour le redressement judiciaire et L. 641-14 du même code pour la liquidation judiciaire. La philosophie du texte est d'éviter que le débiteur ne réduise artificiellement son actif à son profit ou à celui de certains créanciers qu'il a sélectionnés. Il protège l'un des principes généraux en la matière, celui de l'égalité des créanciers. La nullité écarte les actes favorisant un créancier plus averti que les autres. Les contrats financiers peuvent évidemment y être soumis. Nous relevons cette disposition légale qui enseigne que les contrats commutatifs dans lesquels les obligations du débiteur excèdent celles de l'autre partie sont également nuls. Elle est bienvenue en écartant de sa prévision les contrats financiers considérés comme aléatoire, caractéristique des « dérivés de crédit ». Auparavant, cette nullité sanctionnait les paiements accomplis à l'aide de moyens non communément admis dans les relations d'affaires. Evidemment, il fallait se demander si chaque règlement effectué en exécution d'un contrat financier est ou non admis dans les relations d'affaires<sup>1084</sup>.

**494.** En second lieu, l'article L. 622-29 de ce code pose le principe de l'inexigibilité des créances non échues à la date du jugement d'ouverture du redressement judiciaire. Toute dérogation conventionnelle est impossible. Parallèlement, l'article L. 622-13 1<sup>er</sup> alinéa du code de commerce empêche toute dénonciation d'un contrat après l'ouverture de cette procédure au seul motif de cette ouverture. Même en sachant le débiteur en difficulté, il est impossible pour sa contrepartie d'arracher la résolution ou la résiliation du contrat qui les lie. Pour autant, ce droit n'est pas symétrique, car l'Administrateur dispose de la possibilité de choisir discrétionnairement les contrats en cours qu'il entend poursuivre et ceux qu'il entend résilier<sup>1085</sup>.

---

savegarde du 26 juillet 2005 », D. 2006 p. 1959 ; Pierre-Michel LE CORRE, « premiers regards sur la loi de sauvegarde des entreprises », Cah. Dr. Aff. D. 2005 p. 2997 ; François VINCKEL, « le nouveau régime de la période suspecte dans la loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 et le décret n° 2005-1677 du 28 décembre 2005 : une réforme en trompe l'œil », JCP E 2006 n° 1118 p. 129 ; Christine LEBEL, « être ou ne pas être en cessation des paiements », Gaz. Pal. 2005 doct. p. 2935.

<sup>1083</sup> « Sont nuls, lorsqu'ils sont intervenus depuis la date de cessation des paiements, les actes suivants :

- 1° Tous les actes à titre gratuit translatifs de propriété mobilière ou immobilière ;
- 2° Tout contrat commutatif dans lequel les obligations du débiteur excèdent notablement celles de l'autre partie ;
- 3° Tout paiement pour, quel qu'en ait été le mode, pour dettes non échues au jour du paiement ;
- 4° Tout paiement pour dettes échues, fait autrement qu'en espèces, effets de commerce, virements, bordereaux de cession visés par la loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises ou tout autre mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires ;
- 5° Tout dépôt et toute consignation de sommes effectués en application de l'article 2075-1 du code civil, à défaut d'une décision de justice ayant acquis force de chose jugée ;
- 6° Toute hypothèque conventionnelle, toute hypothèque judiciaire ainsi que l'hypothèque légale des époux et tout droit de nantissement « ou de gage » constitués sur les biens du débiteur pour dettes antérieurement contractées ;
- 7° Toute mesure conservatoire, à moins que l'inscription ou l'acte de saisie ne soit antérieur à la date de cessation de paiement
- 8° Toute autorisation et levée d'option définies à l'article L. 225-177 et suivants du présent code ;
- 9° Tout transfert de biens ou de droits dans un patrimoine fiduciaire à moins que ce transfert ne soit intervenu à titre de garantie d'une dette concomitamment contractée ;
- 10° Tout avenant à un contrat de fiducie affectant des droits ou biens déjà transférés dans un patrimoine fiduciaire à la garantie de dettes contractées antérieurement à cet avenant ».

<sup>1084</sup> Monsieur Alain GAUVIN estime qu'il convient de s'en assurer au cas par cas : « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 354. Contra pour qui la remise en cause serait systématique : Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 154.

<sup>1085</sup> Jean-Luc VALLENS, « entreprise en difficulté », Lamy Dr. com. 2011 n° 3173 et s. ; Marie-Hélène MONSÉRIÉ-BON, « entreprises en difficulté (période d'observation) », Rép. Com. D. n° 124 p. 17 ; Marie-Pierre DUMONT-LEFRAND, « procédure de sauvegarde », J.-Cl. com. fasc. 2152 n° 58 p. 14 ;

b. Les effets de leur articulation lors de l'exécution des procédures collectives.

**495.** L'articulation de ces prescriptions va contribuer à révéler un peu plus les réticences des opérateurs financiers à leur égard. Dès l'ouverture d'une procédure, la contrepartie d'un contractant défaillant ne peut prétendre au paiement des contrats non encore réglés qui se sont dénoués favorablement. Inversement, il se doit d'acquitter ceux qui se sont achevés défavorablement. De nombreux intervenants financiers arrêtent quotidiennement une multitude de ces contrats, de divers types, qui ressortent tantôt bénéfiques, tantôt néfastes. Le déséquilibre peut se montrer d'une ampleur conséquente. L'opérateur doit payer ses dettes et son passif tandis que la loi bloque les paiements des créances attendues entre les mains de ce débiteur défaillant par l'interdiction de paiement de toute créance antérieure à l'ouverture de la procédure. Elle empêche toutes poursuites et toutes résiliations de contrat en cours à cette date. Bien plus, l'actif verser en règlement de sa dette profitera intégralement à la masse des créanciers. Or non seulement il ne sera distribué qu'à l'issue de la procédure, mais il le sera en respectant les règles de répartition insérées aux articles L. 641-13 et suivants du code de commerce. Il est constant que les créanciers chirographaires ne sont que rarement totalement désintéressés. Ils ont déjà de la chance s'ils le sont partiellement.

Pour les contrats qui ne se sont pas terminés avant l'ouverture de la procédure, toute résiliation ou résolution est interdite. Un autre déséquilibre transparait car l'Administrateur chargé de gérer la procédure dispose d'un pouvoir dissymétrique, celui de choisir les contrats qu'il entend poursuivre ou non. Certes, la contrepartie peut lui imposer de procéder à cette sélection, mais cela s'arrête là. L'administrateur orientera logiquement son choix vers les contrats qui présentent une utilité indispensable à l'entreprise, mais surtout, en matière purement financière, vers ceux qui s'achèvent vers un dénouement susceptible de se manifester par l'apparition d'un résultat positif, tout en écartant les autres. Ce pouvoir est d'ailleurs identifié sous le terme anglo-saxon de « cherry-picking ». Un même opérateur financier sera tenu d'exécuter les contrats présentant une perte et de renoncer au résultat positif des autres contrats. L'article L. 622-13 du code de commerce note d'ailleurs dans son deuxième alinéa que « *le contractant doit remplir ses obligations malgré le défaut d'exécution par le débiteur d'engagements antérieurs au jugement d'ouverture* ».

Ces règles empêchaient donc toute possibilité d'échapper à cette situation de déséquilibre. Le seul moyen d'atténuer ces inconvénients de l'impossibilité de résiliation, de poursuite et de

---

Jocelyne VALLANSAN, « sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires, continuation des contrats en cours », J.-Cl. com. fasc. 2335 et avec Pierre CAGNOLI, Laurence FIN-LANCER et Corinne REGNAUT-MOUTIER, « difficultés des entreprises, commentaire article par article du livre VI du code de commerce », op. cit. p. 93 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », op. cit. n° 915 p. 392 ; André JACQUEMONT, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 388 p. 242 ; François-Xavier LUCAS et Hervé LÉCUYER, « la réforme des procédures collectives, la loi de sauvegarde article par article », op. cit. p. 115 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « réforme du droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 444 p. 229 ; Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 541 p. 320 ; Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », op. cit. n° 279 p. 270 ; Philippe ROUSSEL GALLE, « contrats en cours », Rev. Proc. Coll. n° 2 de sept. 2005 p. 204 ; Pierre-Michel LE CORRE, « premiers regards sur la loi de sauvegarde des entreprises », Cah. Dr. Aff. D. 2005 p. 2997 ; Emmanuelle LE CORRE-BROLY, « les modifications apportées au droit commun de la continuation des contrats en cours », D. 2009 p. 663 ; Jean-Pierre BRILL, « les nouvelles règles applicables aux contrats en cours, aux créances postérieures et aux déclarations de créances », RLDA n° 39 de juin 2009 n° 2378 p. 77.

compensation conventionnelle<sup>1086</sup> était la constitution de sûretés classiques avec ses désagréments.

## **2. Les exceptions à ce régime du droit des faillites.**

**496.** Petit à petit, un régime dérogatoire est né pour pallier à ces difficultés. Une première vague est d'origine prétorienne et s'adresse à tous les créanciers sans distinction. C'est la compensation pour connexité des créances. La seconde est l'aboutissement d'une démarche réservée aux seuls instruments financiers.

### **a. L'exception issue du droit des faillites profitant à tous les créanciers : la compensation pour connexité des créances.**

**497.** La jurisprudence, la première, a ouvert une brèche dans l'interdiction faite de payer des créances antérieures à l'ouverture de la procédure. Elle a usé pour ce faire de la compensation. Elle est un mode d'extinction simultanée de deux dettes réciproques à concurrence de la plus faible, seul le solde de la différence entre les deux créances faisant l'objet d'un règlement effectif<sup>1087</sup>. C'est une affaire statuant sur la faillite d'un éleveur de cochons qui a permis sa consécration par la Cour de Cassation, d'où le surnom de cette décision dite des « petits cochons »<sup>1088</sup>. Ainsi, n'était plus soumis à l'aléa d'une procédure collective que le solde de deux créances, le créancier solvable gardant entre ses mains la somme qu'il devait contre le renoncement à réclamer le même montant à la

---

<sup>1086</sup> Frédéric PELTIER, « les problèmes juridiques posés par la compensation bilatérale d'opérations d'échange de devises ou de conditions d'intérêts à l'intérieur d'un contrat cadre », B.&D. n° 12 de juil.-août 1990 p. 183.

<sup>1087</sup> Sur les régimes juridiques de la compensation : Anne-Marie TOLEDO-WOLFSOHN, « compensation », Rép. Civ. D. ; Didier R. MARTIN et Lionel ANDREU, « contrats et obligations, compensation », J.-Cl. Civ. art. 1289 à 1293 et fasc. art. 1294 à 1298 ; Jean-Baptiste SEUBE, « redressement et liquidation judiciaires, compensation », J.-Cl. com. fasc. 2372 ; Alain BÉNABENT, « droit civil, les obligations », Montchrestien 12<sup>ème</sup> édition 2010 n° 816 p. 586 ; Rémy CABRILLAC, « droit des obligations », Dalloz, 9<sup>ème</sup> édition 2010 n° 501 p. 362 ; Philippe MALINVAUD et Dominique FENOUILLET, « droit des obligations », Litec 11<sup>ème</sup> édition 2010 n° 829 p. 653 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1390 p. 1371 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 1187 p. 666 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », op. cit. ; Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, « droit des entreprises en difficulté », op. cit. n° 644 p. 401 ; Marcel FONTAINE, « aspects juridiques des contrats de compensation », DPCI 1981 p. 179 ; Nicole-Claire NDOKO, « les mystères de la compensation », RTDC 1991 p. 661 ; Alain CROSIO, « réflexions sur la compensation légale et conventionnelle des créances », P.A. n° 148 du 9 déc. 1996 p. 7 ; Lionel ANDREU, « Réflexions sur la nature juridique de la compensation », RTD com. 2009 p. 655 ; Alexis COLLIN, « du caractère volontaire du déclenchement de la compensation », RTDC 2010 p. 229.

<sup>1088</sup> Cass. com., 19 mars 1991, arrêt *David ès qualité c/ Coopérative agricole des producteurs de la région de Montfort*, Bull. civ. IV n° 105 p. 73, JCP E 1991 II n° 174 p. 167 obs. Dominique LEGEAIS et chron. de Michel CABRILLAC et Philippe PÉTEL I n° 73 p. 359, RDBB n° 26 de juil.-août 1991 p. 155 obs. Marie-Jeanne CAMPANA et Jean-Michel CALENDINI, Rev. Proc. Coll. 1991 p. 211 note Corinne SAINT-ALARY-HOUIN, RTD com. 1991 p. 454 note Arlette MARTIN-SERF, JCP 1991 II n° 21726 obs. Jean-François MONTREDON, D. 1991 J. p. 542 note Guy DUROC, RJCom 1992 p. 24 note Michel PÉDAMON ; Jean-Michel CALENDINI, « la compensation des créances connexes dans le redressement judiciaire », B.&D. n° 23 de mai-juin 1992 p. 76 et « la cour de cassation et la compensation des créances connexes dans le redressement et la liquidation judiciaire », P.A. 1<sup>er</sup> janv. 1992 n° 1 p. 11.

contrepartie défaillante. Malgré tout, un sérieux bémol circonscrivait cette liberté, car la compensation n'était ouverte que pour des créances dites « connexes ». Par cette condition de connexité<sup>1089</sup>, les magistrats réservaient la compensation aux seules créances nées à l'occasion d'un même rapport de droit<sup>1090</sup>. Cette connexité est plus flexible que la compensation légale. Les conditions d'exigibilité et de liquidité des créances sont laissées de cotées<sup>1091</sup>. Elle a été étendue à un même ensemble contractuel. Elle peut intervenir pour des contrats distincts lorsqu'ils constituent les volets d'un ensemble contractuel unique encadrant les relations d'affaires entre les parties<sup>1092</sup>. Ces contrats doivent montrer une forte cohérence économique. La connexité trouvera un terrain de prédilection avec le concept d'ensemble contractuel

<sup>1089</sup> Définition de Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. ; Anne-Marie TOLEDO-WOLFSOHN, « compensation », Rép. Civ. D. n° 45 p. 6 ; Didier R. MARTIN et Lionel ANDREU, « contrats et obligations, compensation, conditions », J.-Cl. Civ. art. 1289 à 1293 n° 57 p. 13 ; Jean-Baptiste SEUBE, « redressement et liquidation judiciaires, compensation », J.-Cl. com. fasc. 2372 n° 56 p. 13 ; Alain BÉNABENT, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 827 p. 592 ; Rémy CABRILLAC, « droit des obligations », op. cit. n° 505 p. 364 ; Philippe MALINVAUD et Dominique FENOUILLET, « droit des obligations », op. cit. n° 835 p. 658 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1404 p. 1384 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1190 p. 669 ; Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », op. cit. n° 243 p. 231 ; Michel PEDAMON et Olivier CARMET, « la compensation dans les procédures collectives de règlement du passif », D. 1976 chron. p. 124 ; Colette GABET-SABATIER, « le rôle de la connexité dans l'évaluation du droit des obligations », RTDC 1980 p. 39 ; Jean-François MONTREDON, « la compensation de dettes connexes après le jugement déclaratif peut-elle survivre à la loi du 25 janvier 1985 », JCP E 1990 II n° 15792 p. 377 ; Bruno LEGRAS de GRANDCOURT, « l'interdiction ou la licéité de la compensation en cas de procédure collective de l'une des parties », Rev. Proc. Coll. 1990 p. 119 ; Annie BAC et Michel MATHIEU, « la compensation pour dettes connexes invoquée par le banquier dans la loi du 25 janvier 1985 ou le mythe de Sisyphe réinventé ! », B.&D. n° 1 de juin 1988 p. 5 ou supplément B. n° 484 de juin 1988 ; Nicole-Claire NDOKO, « les mystères de la compensation », loc. cit. p. 661 ; Michel PEDAMON, « la compensation des dettes connexes », RJCom 1992 n° spécial p. 4 p. 72 ; Kadidja MEDJAOUI, « l'exception de compensation dans le cadre d'une procédure collective », P.A. n° 10 du 22 janv. 1996 p. 7 ; Patricia HENNION, « la compensation des dettes connexes dans les procédures collectives », P.A. n° 145 du 2 déc. 1996 p. 9 ; Alain CROSIO, « réflexions sur la compensation légale et conventionnelle des créances », loc. cit. p. 7 ; Stephan REIFEGERSTE, « la connexité des créances contractuelles : pour une approche juridique d'une condition originale de la compensation », P.A. du 4 av. 2000 n° 67 p. 15 ; Olivier LUTUN, « la compensation en droit des procédures collectives : un cadre strict pour les uns, un espace de liberté pour les autres », JCP E n° 6 2003 étude n° 230 p. 260 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », op. cit. n° 982 p. 420.

<sup>1090</sup> Cass. com., 11 mai 1960, arrêt *C<sup>ie</sup> d'assurances Le Phénix c/ Joachim*, D. 1960 J. p. 573.

<sup>1091</sup> Cass. com., 30 mars 1989, arrêt *SCI Gambetta-Park c/ Banque Niçoise de crédit et a.*, Bull. civ. IV n° 77 p. 42, RTD com. 1990 p. 77 n° 11 obs. Michel CABRILLAC et Bernard TEYSSIÉ, JCP E 1991 I n° 108 p. 21 obs. Marie GORÉ ; Cass. com., 12 nov. 1996, arrêt *Caisse de Crédit mutuel d'Illberg-Didenheim c/ soc. Relais du Lac*, Bull. civ. IV n° 263 p. 225, JCP 1997 IV n° 24 p. 4 ; Cass. com., 24 juin 1997, arrêt *Banque populaire de la région économique de Strasbourg c/ soc. Scapauto*, RJDA n° 12/1997 n° 1515 p. 1041 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 20 nov. 2002, arrêt *soc. HLM de la Guadeloupe c/ Bes ès qual.*, Bull. civ. III n° 230 p. 198, JCP E 2003 pan. rap. n° 86 p. 108, JCP 2003 IV n° 1072 p. 99.

<sup>1092</sup> Cass. com., 5 av. 1994, arrêt *Raynaud c/ Comptoir alimentaire du centre*, Bull. civ. IV n° 142 p. 113, D. 1995 S.C. p. 215 chron. Adrienne HONORAT, JCP 1994 I n° 3799 p. 483 et JCP E 1994 I n° 397 n° 20 p. 499 chron. Michel CABRILLAC et Philippe PÉTEL, RTD com. 1995 p. 202 note Arlette MARTIN-SERF, RJCom n° 3 de mars 1995 II n° 1422 p. 113 note Adrienne HONORAT ; Cass. com., 9 mai 1995, arrêt *soc. Lapidor c/ soc. Comptoir d'élevage moderne de l'Armagnac et a.*, Bull. civ. IV n° 130 p. 117, D. 1996 J. p. 322 note Grégoire LOISEAU, JCP II n° 22448 p. 237 avec le rapport de Jean-Pierre RÉMERY, JCP E 1995 II n° 702 p. 131, D.S. de juil.-août 1995 n° 138 p. 10 note Yves CHAPUT, RDBB n° 52 de nov.-déc. 1995 p. 221 obs. Marie-Jeanne CAMPANA et Jean-Michel CALENDINI ; Cass. com., 15 mars 2005, arrêt *soc. Groupe Lactalis c/ Bardou et a.*, Bull. civ. IV n° 62 p. 66, D. Aff. 2005 A.J. p. 1025 note Alain LIENHARD, Act. Proc. Coll. 2005 n° 9 du 3 juin 2005 n° 107 et com. de Philippe PÉTEL, Gaz. Pal. 2005 doct. p. 2282 obs. Pierre-Michel LE CORRE et p. 2298 obs. Régine BONHOMME, RTD com. 2005 p. 843 obs. Arlette MARTIN-SERF.

indivisible<sup>1093</sup>. Si ces contrats n'ont aucun lien ou paraissent inorganisés, la connexité ne s'appliquera pas. Cette compensation ne doit pas non plus être artificiellement provoquée sous peine d'être repoussée<sup>1094</sup>. La question est d'importance, car dans la multitude de contrats financiers entre deux opérateurs, tous ne sont pas forcément nés à l'occasion d'un même contrat pour la même opération ou ne sont pas une molécule d'un ensemble contractuel. Cette notion a été insérée dans le dispositif législatif par la loi n° 94-475 du 10 juin 1994 de prévention et traitement des difficultés des entreprises par modification de l'article 33 de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises. Elle ajoute que l'interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture ne fait pas obstacle au paiement par compensation de créances connexes. Ce principe est actuellement conservé dans l'article L. 622-7 du code de commerce (ex. L. 621-24 du code de commerce).

b. L'exception issue du droit financier profitant aux seuls prestataires  
de services d'investissement.

**498.** Après cette exception destinée à tous les créanciers puisque introduite dans le droit des procédures collectives, le législateur a instillé un régime dérogatoire au sein des normes du droit financier. Ces règles sont applicables aux seuls instruments financiers. Cinq dispositifs législatifs se sont succédé. La loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers<sup>1095</sup> a introduit pour la première fois, en modifiant la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, les possibilités de compensation et de résiliation en cas de faillite. La faculté de compenser concernait les « *marchés mentionnés à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 28 mars 1885* », à savoir les marchés à terme sur effets publics et autres, sur valeurs mobilières, denrées ou marchandises ainsi que tous marchés sur taux d'intérêt, sur indices ou sur devises. Les contrats devaient être passés dans le cadre du règlement général ou des règlements particuliers des marchés à terme (ex. : Conseil du marché à terme et Conseil des bourses de valeurs) ou être placés sous l'égide d'une « *convention cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale* ». Troisième condition, l'une des parties au moins devait être un établissement de crédit, une société de bourse ou une entreprise étrangère. Un établissement étranger de statut comparable était visé

---

<sup>1093</sup> Pour un ensemble divisible : Cass. com., 9 déc. 1997, arrêt *Guibout c/ caisse régionale de Crédit Agricole mutuel Anjou-Mayenne*, Bull. civ. IV n° 324 p. 281, D. 1998 S.C. p. 325 chron. Adrienne HONORAT, D. Aff. 1998 p. 111 note Alain LIENHARD, JCP E 1998 chron. n° 14 p. 657 obs. Michel CABRILLAC, RDBB n° 66 de mars-av. 1998 n° 8 p. 74 note Marie-Jeanne CAMPANA et Jean-Michel CALENDINI.

<sup>1094</sup> Cass. com., 19 déc. 2000, arrêt *Laroppe c/ époux Gimer*, Bull. civ. IV n° 203 p. 176, D. 2001 S.C. p. 1426 obs. Adrienne HONORAT et A.J. p. 306 obs. Alain LIENHARD, act. Proc. Coll. n° 2 de fév. 2001 n° 26 note Corinne REGNAULT-MOUTIER, RTD com. 2002 p. 165 n° 15 chron. Arlette MARTIN-SERF ; Cass. com., 13 fév. 2007, arrêt *soc. Alès béton c/ André ès qualité*, Bull. civ. IV n° 36 p. 37, D. 2007 A.J. p. 583 obs. Alain LIENHARD, act. Proc. Coll. n° 5 du 20 mars 2007 n° 49 note Corinne REGNAULT-MOUTIER, JCP E 2007 n° 1450 n° 6 p. 21 obs. Michel CABRILLAC, Rev. Proc. Coll. n° 3 de sept. 2007 p. 128 n° 8 chron. Christine LEBEL et n° 4 de déc. 2007 p. 227 n° 4 de Gérard BLANC.

<sup>1095</sup> J.O.R.F. du 3 janv. 1994 p. 231 ; Christophe GAUTROT, « netting et produits dérivés », les cahiers MTF Haute Finance n° 9 de janv. 1995 p. 38 ; Frédéric PELTIER, « du netting et de la compensation ou l'affirmation d'un droit spécial », RDBB n° 42 de mars-av. 1994 p. 53 ; Patrick STEPHAN, « pourquoi une nouvelle réforme de la loi du 28 mars 1885 ? », BJBPF de janv.-fév. 1994 p. 5 ; Hervé LE GUEN, « le netting et la protection légale des systèmes de règlements interbancaires », Bull. B. de France 3<sup>ème</sup> trimestre 1994 supplément études p. 41 ; Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « la compensation des opérations de marché à terme », B. n° 545 de fév. 1994 p. 58.

par cette disposition. Autre formalité indispensable, le règlement en cause devait prévoir les modalités d'évaluation de la compensation. Ainsi, ces règlements ou conventions-cadres pouvaient prévoir la résiliation de plein droit des conventions en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Ils arrangeaient de la sorte l'exigibilité anticipée. Cet article se terminait en écartant toute disposition législative contraire.

**499.** Une première évolution se faisait jour avec la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de Modernisation des Activités Financières au sein d'un article 52<sup>1096</sup>. Son maître mot était l'extension. En effet, le renvoi aux divers marchés a été relayé par l'introduction d'une nouvelle notion, l'instrument financier. Ainsi, le droit d'opérer la compensation ou la résiliation anticipée est autorisé sur l'ensemble des « *dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers* ». Le Conseil des Marchés Financiers était créé pour être subrogé dans les droits du Conseil des Marchés à Terme et du Conseil des Bourses de Valeurs. Ses règlements servaient d'étalonnage. L'allongement était spectaculaire quant aux parties à la convention-cadre. La partie de référence devenait le prestataire de service d'investissement ou l'une de celle citée par l'article 25 de la loi, ancêtre de l'article L. 531-2 du code monétaire et financier précité<sup>1097</sup>. Le régime général de la compensation et de la résiliation restait similaire au précédent mais sa sécurité était consolidée. D'abord, l'alinéa trois de cet article 52 ajoutait que les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation envisagées par les règlements ou convention-cadre étaient opposables aux créanciers saisissants. Ensuite, ces modalités étaient réputées être intervenues avant toute procédure civile d'exécution afin d'empêcher toute tentative de neutralisation du processus de compensation par l'action d'un créancier saisissant. Enfin, le législateur grossissait la liste des lois ne pouvant faire échec à ce dispositif en y introduisant expressément la loi n° 84-142 du 23 mars 1984 sur le règlement amiable qui suscitait un moratoire dès son ouverture. Par ailleurs, il devenait possible de rendre opposable et compensable avec le solde de ces opérations les soldes provenant des compensations des cessions de créances tout comme des remises en garantie de titres, valeurs, effets et sommes d'argent à l'occasion de l'évolution des opérations sur instrument financier.

**500.** Introduit au sein de l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, ce système dérogatoire a été perfectionné par l'article 29 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques<sup>1098</sup>. Son apport essentiel était d'autoriser la compensation

---

<sup>1096</sup> Frédéric PELTIER, « marchés financiers et droit commun », Banque éditeur 1997 n° 192 p. 166 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 653 et 712 pp. 591 et 643 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 186, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 358 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. p. 45 ; Franck AUCKENTHALER, « compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instrument financier (art. 52 de la loi du 2 juillet 1996) », JCP E de 1996 p. 421 ; Commission bancaire, « les conventions de compensation et la réglementation prudentielle : opérations sur instruments financiers hors bilan », Bull. mens. Comm. Banc. n° 19 nov. 1998 p. 22 ; Hubert DE VAUPLANE, « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », RJCom janv. 2001 p. 201.

<sup>1097</sup> V. supra § 481.

<sup>1098</sup> J.O.R.F. du 15 mai 2001 p. 7777 ; Myriam ROUSSILLE, « la consécration de la compensation globale par la loi NRE », RDBB n° 5 de sept.-oct. 2001 p. 311 ; Franck AUCKENTHALER, « le global netting : l'art. L. 431-7 du code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », JCP E 2001 p. 1669 ; Jean-Jacques DAIGRE, « la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », JCP E 2001 p. 965 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « le rêve familial du global netting à la française ; la réforme de l'art. 431-7 CMF par la loi NRE », B.&D. n° 79 de sept.-oct. 2001 p. 3 ; Philippe ARESTAN, « global netting : la place de paris se modernise », B. mag. n° 627 de juil.-août 2001 p. 40 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « sécurité et liquidité du marché », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1148 p. 622 ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 358 et 361 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 426 p. 300 ; Franck AUCKENTHALER, « instruments financiers à terme », J.-Cl. B. fasc. 2050 n° 72 p. 15.

globale ou le « global netting ». En effet, chaque contrat-cadre conclu entre deux parties débouchait sur une compensation. Il en résultait autant de soldes compensatoires que de conventions-cadres entre les parties. Mais chacun d'entre eux devait donner lieu à un règlement. Il n'était pas permis d'organiser une compensation générale de ces soldes aboutissant sur un paiement unique. La réforme précisait que les parties liées par deux conventions-cadres ou plus « peuvent les lier entre elles en sorte que les soldes résultant de la compensation qui viendrait à être effectuée pour chaque convention-cadre conformément à l'alinéa précédent fassent à leur tour l'objet d'une compensation entre eux ». Mais les deux parties se devaient d'être des professionnelles de la finance, c'est-à-dire des établissements de crédit, une entreprise d'investissement, une institution citée à l'article L. 518-1 de ce code ou un établissement non résident ayant un statut comparable. Les contrats conclus avec une société commerciale ou non, sociétés d'assurances, OPCVM ne pouvaient en bénéficier. Ce mouvement était accentué et conforté par l'évolution de la volonté des autorités européennes manifestée au sein de l'article 7 de la directive 2002/47 du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière<sup>1099</sup> qui demandait aux états membres de veiller à la reconnaissance des clauses de compensation avec déchéance du terme de ces contrats malgré l'existence d'une procédure collective.

**501.** L'article 38 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière<sup>1100</sup> ne se contentait pas de réaliser une simple adaptation du premier alinéa de l'article L. 431-7 du code monétaire et financier aux changements institutionnels engagés par les parlementaires. L'Autorité des Marchés Financiers venait remplacer le Conseil des Marchés Financiers. La nouvelle rédaction harmonisait définitivement les conditions de compensation en supprimant le report aux transferts temporaires de titres dorénavant assimilés aux opérations sur instrument financier. L'article 39 de la loi alignait les conditions de recours à la compensation globale sur celles de la simple compensation en abrogeant les dispositions subordonnant leur conclusion à la présence de deux professionnels financiers. Les OPCVM ou les sociétés d'assurances pouvaient profiter de la compensation globale.

Toujours guidé par le souci de favoriser l'activité de la place boursière nationale, le législateur a étoffé ce régime par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 de simplification des procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financière<sup>1101</sup>. L'article L. 431-7 du code monétaire et financier a été totalement refondu<sup>1102</sup>. Il use d'une nouvelle

<sup>1099</sup> J.O.C.E. n° 1 168 du 27 juin 2002 p. 43, BJBPF de juil.-août 2002 § 72 p. 368.

<sup>1100</sup> J.O.R.F. du 2 août 2003 p. 13237 ; Frédéric LEPLAT, « la compensation consécutive aux opérations sur instruments financiers », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 28 ; Thierry BONNEAU, « des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière », JCP E 2003 études n° 1325 p. 1470 .

<sup>1101</sup> J.O.R.F. du 25 fév. 2005 p. 3252 ; Franck AUCKENTHALER, « compensation, garantie, cession : le nouveau régime juridique des obligations financières », JCP E 2005 p. 1800 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « sécurité et liquidité du marché », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1149 p. 623 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 935 p. 1042 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1242 p. 743 ; Hubert DE VAUPLANE et Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « netting à la française : un îlot de stabilité juridique », Rev. B. n° 714 de juin 2009 p. 86 ; Sadri DESENNE-DJOUÏ, « l'efficacité de la compensation en matière financière », RDBF mars-av. 2010 n° 16 p. 113.

<sup>1102</sup> Art. L. 431-7 du CMF : « I. les dispositions de la présente section sont applicables :

1° : Aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union Européenne est membre ;

terminologie, la notion d' « obligation financière », maintenant l'objet d'une compensation ou d'une résiliation anticipée engendrant une compensation. Ces obligations financières sont déclinées en trois catégories. La première reprend les conditions précédemment étudiées. L'élément notable est l'agrandissement de la liste des entités qui doivent obligatoirement être l'une des parties à ces obligations financières : les collectivités territoriales, les établissements de crédit non agréés pour la fourniture de service d'investissement et les organisations ou organismes financiers internationaux dont la France ou l'Union Européenne est membre. Jouissent ensuite de ces dispositions les « *obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers* ». Mais, toutes les parties doivent être des établissements et entités agréés comme des professionnels des marchés de capitaux ou des entités publiques.

Enfin, le texte cite les obligations financières apparues lors de l'usage des systèmes de règlement interbancaire et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers régis à l'article L. 330-1 du code monétaire et financier. Leurs adhérents ou leurs intervenants sont les véritables attributaires de cette dérogation au droit commun des procédures collectives.

Cette réforme déploie la liberté contractuelle des parties en supprimant toute obligation de renvoi au règlement de l'Autorité des Marchés Financiers ou à une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale. Le revers de la médaille est que les parties ne doivent pas oublier de détailler les modalités pratiques de l'évaluation et compensation des obligations financières. Ces clauses contractuelles sont totalement indépendantes des règlements ou conventions de place.

La loi améliore et sécurise les clauses de déchéance et de compensation. Elle ne cantonne plus l'opposabilité aux tiers de la rétroactivité conventionnelle de la déchéance aux seuls cas de procédures civiles d'exécution, mais y soumet formellement les droits d'opposition. En revanche, elle ne s'étend toujours pas aux procédures de recouvrement de l'Administration.

Enfin, elle apaise un peu plus et transfère dans un article L. 431-7-2 du code monétaire et financier les dispositions qui coordonnent ce régime avec les règles d'ordre publiques de difficultés des entreprises. C'est ainsi que les « *dispositions du livre VI du code de commerce, ou celles régissant toutes procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers, ne font pas obstacle à l'application des dispositions de la présente section* ».

**502.** L'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009, en s'axant sur la différence entre contrats et titres financiers, a entre autre totalement refondu la numérotation de ces articles. La compensation des instruments financiers est à présent développée aux articles L. 211-36 et L. 211-36-1 du code monétaire et financier. Le principe de neutralisation des procédures collectives est lui transféré au sein de l'article L. 211-40 du même code.

---

2° : Aux obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers lorsque toutes les parties appartiennent à l'une des catégories de personnes mentionnées aux alinéas c à i du 2° de l'article L. 531-2 ;

3° : Aux obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1.

II. Les conventions relatives aux obligations financières mentionnées au I sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres.

III. Les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation des opérations et obligations mentionnées aux I et II sont opposables aux tiers. Ces modalités peuvent être notamment prévues par des conventions ou conventions-cadres. Toute opération de résiliation, d'évaluation ou de compensation faite en raison d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition est réputée être intervenue avant cette procédure ».

La loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière<sup>1103</sup> reprend l'articulation des articles L. 211-36 et L. 211-36-1 du code monétaire et financier en transférant le III du second article au II du premier pour regrouper le champ d'application des dispositions de la compensation. Cette disposition est celle balai dite des « instruments financiers par assimilation » qui bénéficie d'une extension à « *tous autres contrats à terme autres que ceux mentionnés au III de l'article L. 211-1* », c'est-à-dire ceux détaillé par le décret en qualité de contrats financiers. De la sorte, tout contrat oublié par cette liste ou apparu depuis pourra profiter de ces dispositions sur la compensation.

**503.** Au bout d'une vingtaine d'années d'évolution, le système dérogatoire élaboré pour protéger le système financier apparaît de plus en plus abouti et efficace. Les « dérivés de crédit », instruments financiers, bénéficieront de ces dispositions avantageuses<sup>1104</sup>. Ils pourront régir en toute sécurité l'organisation de la résiliation anticipée des contrats, de l'évaluation des dettes et créances et de la compensation, au niveau de chaque convention-cadre ou en globalisant l'ensemble de ces conventions. Ce faisant, ces dispositions valident et donnent en droit français toute leur effectivité aux stipulations des conventions-cadres qui envisagent la procédure à suivre en cas de défaillance. La partie non-défaillante peut notifier à l'autre la suspension de ses obligations de paiement et de livraison. Elle peut aussi résilier l'ensemble des transactions en cours entre les parties. La notification précisera la défaillance invoquée et la date de résiliation. Elle peut déboucher sur le calcul du ou des soldes de résiliations<sup>1105</sup>. Une nouvelle étape pourrait bientôt être franchie. Les projets de réforme en matière de « dérivés de crédit » envisagent de plus en plus de les soumettre à une chambre de compensation.

c. Vers la mise en place d'une chambre de compensation pour les  
« dérivés de crédit ».

**504.** Afin d'accroître encore la sécurité, les marchés financiers profitent des chambres de compensation. Ce mécanisme autorise une lutte efficace contre les effets d'une défaillance d'une partie en permettant à son partenaire de voir aboutir la transaction lorsque la chambre de compensation apporte une garantie de bonne fin<sup>1106</sup>. Sa présence permet de s'assurer que les parties sont en mesure d'exécuter la convention. Si ce n'est pas le cas pour l'une d'entre elle, elle se substituera au défaillant pour que le contrat

---

<sup>1103</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière J.O.R.F. du 23 oct. 2010 p. 18984 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Qian HU, « la réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », RDBF mars-av. 2011 n° 10 p. 102 ; Gérald PASQUIER, « produits dérivés et ventes à découvert : extension du domaine de la régulation », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010 p. 37 ; Nicolas RONTCHEVSKY et Michel STORCK, « commentaire de la loi de régulation bancaire et financière », RTD com. 2011 p.138.

<sup>1104</sup> Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 186, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 358 et avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 116 p. 33.

<sup>1105</sup> Article 7.1.2 de la convention-cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme de septembre 2007.

<sup>1106</sup> Anne-Catherine MULLER, « droit des marchés financiers et droit des contrats », op. cit. n° 460 p. 364 ; Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », op. cit. n° 753 p. 329 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 1033 p. 451. Outre ces références pour sa description minutieuse et sa nature : Anne-Claire ROUAUD, « retour sur la nature de l'intervention de la chambre de compensation : garantie ou contrepartie centrale ? », RTDF n° 3 2010 p. 142.

puisse se dénouer conformément aux vœux initiaux des parties. Ainsi, la chambre livrera les titres ou acquittera le prix prévu. En matière de « dérivé de crédit », cette garantie se traduirait par le maintien des engagements du contrat, à savoir, selon la nature de ce « dérivé de crédit » et de la qualité de la partie défaillante, le paiement des primes, le versement des flux financiers adéquats ou encore le maintien de la protection. Pour les contrats se dénouant par une remise physique, cette chambre devrait être en mesure de livrer ou de réceptionner les titres sous-jacents. La compensation a été présentée comme le « cœur de la sécurité des transactions sur titres par leur traitement centralisé permettant de supprimer le risque de contrepartie »<sup>1107</sup>. Elle contribuerait à garder à distance le spectre du risque systémique. La défaillance de l'un des acteurs n'aurait pas de répercussion déterminante sur les autres. Le désastre resterait contenu. En l'absence de chambre de compensation, le contractant solvable devra supporter la perte engendrée par l'exécution de ses engagements sans contrepartie augmenté du coût de son remplacement par un autre contrat avec les caractéristiques les plus proches possibles de celui défaillant.

**505.** La chambre de compensation permet l'exécution des conventions en cas de défaillance dans ou hors procédure collective. L'exécution de ses fonctions réclame des moyens financiers. Elle collectera des fonds par le dépôt financier entre ces mains concédé par chaque adhérent. L'autre source de revenus se réalisera par la remise des appels de marge en exécution de l'obligation de couverture. Son quantum variera selon l'évolution du contrat. Diverses chambres de compensation pour les « dérivés de crédit » ont été créées. En France, elle existe grâce à LCH.Clearnet SA. Néanmoins, elles reposent actuellement sur la bonne volonté des professionnels anticipant la volonté généralisée des instances internationales, des autorités nationales et régulatrices d'en généraliser l'usage pour tous les instruments financiers, y compris les « dérivés de crédit »<sup>1108</sup>.

La volonté de généraliser l'usage de ces chambres se heurtera à de nombreuses difficultés de nature à rendre pieux ces vœux.

Pour être efficace, la compensation ne peut prospérer que face à des contrats financiers guidés par trois impératifs : la fongibilité, la liquidité et les risques liés. Ce risque est celui qu'un défaut ne survienne avant d'être valorisé sur le marché. La liquidité réclame la conclusion d'un volume de transactions suffisant pour dégager un prix des contrats. Enfin, ces instruments doivent être fongibles, interchangeables, c'est-à-dire présenter les mêmes

---

<sup>1107</sup> Michel CASTEL, « la compensation des produits financiers dérivés est-elle la panacée ? », R.E.F. n° 97 mars 2010 p. 65.

<sup>1108</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », loc. cit. § 9 p. 58 ; Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », loc. cit. p. 93 ; Anne DUQUERROY, Mathieu GEX et Nicolas GAUTHIER, « Crédit default swaps et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ? », loc. cit. p. 79 ; Haroun BOUCHETA, « compensation des Crédit Default Swaps : quels enjeux ? », BJBPf mars-av. 2009 § 24 p. 158 ; Precillia BINABOUT, « marché des credit default swap, la régulation est en marche », loc. cit. p. 93 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 35 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1076 ; Daniela RUSSO et Gertrude TUMPEL-GUGERELL, « les marchés de produits dérivés de gré à gré et la question de l'accès aux banques centrales des contreparties centrales », R.E.F. n° 101 2011 p. 37 ; Groupe de Travail présidé par Monsieur Jean-François LEPETIT sur les produits dérivés de Paris Europlace de juin 2010 p. 6 ; Valère FOUREL et Julien IDIER, « des effets théoriques de l'introduction d'une contrepartie centrale pour l'organisation des marchés OTC », R.E.F. n° 101 2011 p. 53 ; Arnaud REYGROBELLET, « quel encadrement normatif pour les produits dérivés ? », RTDF n° 1 2010 p. 73 ; Ronald W.ANDERSON, « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », loc. cit. p. 1 ; Rama CONT, « credit default swaps et stabilité financière », loc. cit. p. 41 ; John HULL, « produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 81 ; Marie Agnès NICOLET et Emmanuel DE FOURNOUX, « il y a CCP et CCP », Dossier « les produits dérivés au tamis de la transparence », Rev. B. n° 718 de nov. 2009 p. 35.

caractéristiques. La fongibilité naît de la standardisation maximale de la documentation contractuelle. Aujourd'hui, seuls certains « credit default swaps » ouvrent cette voie. Cette standardisation trouve ses limites. Mais l'accroissement de la sécurité par la standardisation s'effectuera au prix d'une disparition de la liberté contractuelle par l'éradication des clauses non-standards.

Une chambre de compensation n'interviendra que pour des instruments compensables, c'est-à-dire répondant aux règles qu'elles ont fixés, et pour leurs adhérents compensateurs. Le degré d'ouverture de l'adhésion aux chambres de compensation est une variable délicate. En restreindre l'accès aux opérateurs de qualité en diminue les risques mais aussi l'utilité. En ouvrir l'accès au plus grand nombre lui fait supporter le risque d'un plus grand nombre de défaillances, de nature à la mettre elle-même en difficulté. Se pose alors de nouveau l'accès à de nouvelles ressources si ses capacités initiales s'avéraient dépassées.

**506.** Le projet de règlement européen<sup>1109</sup> et les textes américains envisagent cette compensation<sup>1110</sup>. Le projet européen adopté sous forme de règlement directement applicable en droit français veut favoriser l'information et la transparence des marchés tout en réduisant le risque de contrepartie. Il introduit une distinction entre contrepartie financière, établissements de crédit, assurances, OPCVM etc. et contreparties non-financières, entreprises commerciales. Les premières devront faire compenser tous leurs contrats de produits dérivés de gré à gré quelle que soit la qualité de la contrepartie. Les secondes ne seront astreintes à le faire qu'au-delà d'un certain seuil. Elles le feront en devenant membre compensateur ou cliente d'une contrepartie centrale, version européenne d'une chambre de compensation. Ces chambres devront fournir des garanties en termes de capital, structure, compétence, organisation, impartialité, capacité à évaluer et gérer les risques pour obtenir un agrément de l'autorité compétente d'un état membre. Elles seront astreintes au respect d'une réglementation prudentielle. Elles ne compenseront que les catégories de produits dérivés pour lesquels l'agrément aura été obtenu. L'autorité compétente, à chaque fois qu'elle accorde le droit de compenser une catégorie de produits dérivés, notifie cette décision à l'Autorité Européenne des Marchés Financiers de se prononcer sur son opportunité au regard de plusieurs critères : la réduction du risque systémique, la liquidité, la disponibilité d'information sur les prix, la capacité opérationnelle à gérer le volume de contrats et le niveau de protection fourni au client. Les autorités peuvent aussi imposer de compenser des contrats qui n'y sont pas encore soumis. Par ailleurs, les contreparties financières devront déclarés leurs opérations à des référentiels centraux. Les contreparties non financières le feront également au-delà de certains seuils. Ces référentiels collectent et centralisent ces

---

<sup>1109</sup> Projet de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, communiqué du 15 septembre 2010, COM (2010) 484 ; Hubert DE VAUPLANE, « produits dérivés et contreparties centrales, la proposition de règlement de l'Union Européenne à la loupe », Rev. B. n° 729 de nov. 2010 p. 78 ; Alain BRISACH, « dérivés OTC : quelle infrastructures pour réduire le risque systémique ? », Rev. B. n° 730-731 déc. 2010 p. 140 ; Stéphanie SAINT-PÉ, « les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », BJBPF mars 2011 § 84 p. 164 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Guillaume JOLY, « les nouvelles obligations de compensation des produits dérivés : impact sur la documentation contractuelle des opérations », O.F. n° 1093 du 27 sept. 2010 p. 35 ; Angèle PELLICIER, « dérivés : le projet de réglementation plutôt bien accueilli par les professionnels », O.F. n° 1094 du 4 oct. 2010 p. 4 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Qian HU, « la réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », loc. cit. n° 10 p. 102 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. pp. 78 et 80.

<sup>1110</sup> Pour une étude comparative : Antoine GAUDEMET et Haroun BOUCHETA, « réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportements », BJB mai 2011 n° 151 p. 339 et « réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structures », BJB juin 2011 n° 184 p. 384 ; Nathalie GAY GUGGENHEIM et Xavier BOISSEAU, « réglementation des produits dérivés, éviter les distorsions de concurrence », Rev. B. supplément déc. 2010 p. 35.

informations. Ce règlement cherche une accentuation de la normalisation des produits dérivés et de la diminution de leurs risques. Il incite les contreparties à se reporter vers des contrats compensés en pénalisant les produits dérivés passé hors chambre de compensation par une exigence de capitaux de garantie plus importante. Par ailleurs, il contient un volet imposant à ces contreparties concluant des contrats non-compensés de surveiller plus efficacement le risque engendré. Evidemment, ce texte n'est pas encore celui qui sera adopté définitivement. Des changements peuvent intervenir. De manière plus certaine, cette qualification contribue aussi à la sécurisation des « dérivés de crédit ».

### C. L'accroissement de la sécurité juridique de la validité des « dérivés de crédit ».

**507.** Le terrain de prédilection des « dérivés de crédit » est la liberté contractuelle. Dénués de régime juridique spécifique et détaillés, de définition d'origine légale ou réglementaire, l'imagination, le besoin, le désir des parties régissent les modalités de leur création. Mais cette liberté est surveillée par le pouvoir de requalification qui pourrait la mettre entre parenthèses en raison de l'empiètement sur une autre qualification et sur un régime juridique que les contractants n'avaient nullement discernés. Réussir à les qualifier d'instrument financier arbore alors de nombreux avantages. Elle plaide pour la consécration des « dérivés de crédit » même si elle est indirecte. Mais elle n'élimine pas tous les risques de requalification. Que fera un magistrat face à un « credit default swap », le reconnaîtra-t-il comme instrument financier ou comme contrat d'assurance ? Elle éloigne certains risques de requalification en y apportant une réponse ferme comme le danger au regard des jeux et paris<sup>1111</sup>. Avant la réforme du 15 janvier 2009, l'article L. 432-20 du code monétaire et financier<sup>1112</sup> disposait que « *les instruments financiers à terme mentionnés au II de l'article L. 211-1 sont valides, alors même qu'ils feraient l'objet de dispositions législatives spéciales, pour autant que leur cause et leur objet sont 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* ». Les instruments financiers à terme, régime sous lequel entrent nos « dérivés de crédit », ferment toute contestation dans leur exécution par l'invocation des règles du jeu et pari. Quant au « credit linked notes », titre de créance, l'assimilation à un instrument financier grâce sa structure propre employant une émission de titres ou d'obligations lui évite ce danger. Depuis cette réforme, il convient de consulter l'article L. 211-35 de ce code qui prévoit que « *nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent de contrats financiers, se prévaloir de l'article 1965 du code civil, alors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence* ».

**508.** Autre avantage, cette qualification soumet les « dérivés de crédit » à un monopole qui n'est pas aussi restrictif que les monopoles bancaires ou d'assurances pour au moins deux raisons. Tout d'abord, il est plus permissif que les autres au regard des personnes habilitées à y déroger. Ceci est particulièrement net lorsqu'on le mesure à l'assurance. Ensuite, la protection accordée aux instruments financiers ne porte pas sur le même objet que ces monopoles. Ils n'entraînent pas tout à fait les mêmes contraintes et la même sauvegarde. Le droit des assurances ou le droit bancaire interdit à toute personne non habilitée de devenir contrepartie des opérations qu'elles désignent. En matière d'instrument financier, la

<sup>1111</sup> V. supra § 428 et s.

<sup>1112</sup> Qui résulte de l'art. 46 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, J.O.R.F. 4 juil. 1996 p. 10063.

protection porte non pas sur la qualité de contrepartie elle-même, mais sur celle d'intermédiation, c'est-à-dire du service favorisant la conclusion du contrat. Il n'y aurait pas, comme pour les monopoles précédents, de remise en cause des contrats eux-mêmes en raison de la qualité des parties. Ainsi, la pyramide de la structure actuelle des utilisateurs des « dérivés de crédit », acheteurs et vendeurs de protection, ne risque rien.

Cette qualification augmente réellement la sécurité juridique des « dérivés de crédit ». Pour autant, elle n'est pas la panacée juridique à cause de certaines limites qui lui sont inhérentes.

### § III - Les limites de la qualification des « dérivés de crédit » en instruments financiers.

**509.** La qualification des « dérivés de crédit » en instruments financiers n'est pas totalement satisfaisante. Les critiques peuvent se résumer autour de trois arguments. Cette notion attire à elle de très nombreux instruments. Est-elle vraiment efficiente pour protéger de tous les conflits de qualification ? Cette forte attraction révèle son caractère artificiel. Enfin, le régime juridique développé est à dimension variable.

#### A. Une qualification à très haute attraction qui ouvre la voie à des conflits de qualification.

**510.** Les instruments financiers sont une catégorie très hétérogène qui englobe une très grande variété de contrats. C'est elle qui permet d'ailleurs d'y inclure les « dérivés de crédit ». Mais il est très difficile de leurs dégager des caractéristiques communes. C'est pourquoi cette notion opère une très grande attraction sur les contrats. Ainsi expliqué, ce caractère n'est pas un inconvénient. Mais le revers de la médaille existe : les conflits de qualification. Dans quelle catégorie juridique greffer certains contrats qui détiennent les caractères de multiples qualifications ? Plus la souplesse de rédaction est importante, plus la notion risque de déborder sur certaines catégories de contrats dont les caractères répondent à une autre catégorie juridique. Pour ce qui nous concerne, elle ne permet pas forcément de trancher un éventuel conflit de qualification de nos « dérivés de crédit ». L'exemple récurrent du « crédit default swap » est didactique. Ils sont susceptibles d'être appréhendés aussi bien comme un instrument financier à terme que comme un contrat d'assurance. L'introduction de stipulations contractuelles spéciales ou spécifiques à une catégorie d'instrument financier pourrait lui faire perdre une de ses caractéristiques au profit d'une autre qualification.

Ce pouvoir d'attraction très fort a contaminé les instruments financiers à terme. L'inflation de leur liste descriptive est patente. Avant la dernière réforme, le paragraphe II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier comprenait 6 alinéa et 11 lignes. Après la réforme, le descriptif nécessite 8 alinéas et 33 lignes. Or nous l'avons vu, une catégorie spécifique de « dérivé de crédit » pouvait correspondre à divers outils décrit au sein de ce décret avant que ne soit introduite cette catégorie permettant le « transfert des risques de crédit ». Si l'inconvénient est ici plus limité, car ils restent placés sous l'égide des instruments financiers, il est révélateur d'un certain niveau d'incertitude. D'autant qu'aucune précision n'est donnée sur ce qu'il convient de comprendre par « risque de crédit ». La compréhension de cette notion n'est pas aussi aisée qu'il n'y paraît. S'il est admissible d'envisager d'inclure une convention dans diverses catégories, c'est peu être aussi qu'il est possible de les en exclure. Cette situation recèle une grande confusion qui ne plaide pas en sa faveur.

Sortir de cette impasse réclamerait plus de précision, comme l'inclusion expresse des « dérivés de crédit », au sein des instruments financiers accompagnée d'une définition générale. Pourquoi ne pas la compléter par une description générale des différents membres de la famille des « dérivés de crédit ».

Mais cette qualification se révèle aussi artificielle.

## B. Une notion artificielle.

**511.** Cette notion d'instrument financier regroupe trop de notions différentes pour faire preuve d'une parfaite cohésion. Elle est donc artificielle. De plus, il apparaît que certaines règles sont inadaptées à certaines catégories de contrat. Enfin, la notion d'instrument financier à terme qui compose les instruments financiers est ambigu.

### 1. De part l'absence d'homogénéité de la notion.

**512.** Cette notion est artificielle comme le montre son absence d'homogénéité. Ce grand pouvoir d'attraction en est le révélateur. De nombreux contrats, souvent fort différents les uns des autres, composent les instruments financiers. Quoi de commun entre les titres de créances et les instruments financiers à terme ? Aucune définition globale n'est élaborée par le législateur national ou européen. Il est difficile de dégager les éléments communs. La doctrine, de tout temps, l'a unanimement déploré<sup>1113</sup>. Cette notion se découvre très peu cohérente. Les mêmes raisons président à la création des instruments financiers à terme, il n'est qu'à consulter l'article D. 211-1 du code monétaire et financier. D'ailleurs, le transfert de compétence de la reconnaissance des instruments financiers à terme à un décret est motivé par le souci de réactivité du pouvoir face à l'inspiration des financiers. L'édiction d'un décret est en effet plus aisée, plus rapide, et d'une procédure moins lourde que la saisine législative.

L'absence d'homogénéité est aussi révélée par la manière concrète dont les chambres de compensation sont nées depuis la crise financière. Elles sont dédiées non aux instruments

---

<sup>1113</sup> Franck AUCKENTHALER, « instruments financiers à terme », J.-Cl. B. fasc. 2050 n° 5 p. 3 ; Frédéric PELTIER, « marchés financiers et droit commun », Banque éditeur 1997 n° 255 p. 146 ; Jean-Pierre BOUÈRE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », op. cit. B. n° 19 p. 63 ; Thierry BONNEAU, « la modernisation des activités financières », collection « pratique des affaires », GLN Joly éditions 1996 n° 49 et s. p.27 et s. ; Hubert DE VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 60 p. 67 ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 288 avec Antonin BESSE « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 et avec Guillaume ELIET, « Paris Europlace tente une classification rationnelle des instruments financiers », loc. cit. n° 149 p. 201 ; Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54 ; Hervé CAUSSE, « les titres et instruments financiers : quelle concurrence ? », P.A. n° 63 du 28 mars 2002 p. 9 diffusant le colloque sur « l'utilité de la notion d'instruments financiers » par l'université de Reims, Paris 9 janv. 2002 ; Hubert DE VAUPLANE, « la nouvelle définition des instruments financiers à terme », Rev. B. n° 695 d'oct. 2007 p. 79 et avec Jean-Jacques DAIGRE, « révision de la DSI », B.&D. n° 88 de mars-av. 2003 p. 38 ; Hervé LE NABASQUE, « modification de la liste des instruments financiers à terme », RDBF de sept.-oct. 2007 n° 204 p. 69 ; Yann PACLOT, « l'introuvable notion d'instrument financier », RDBF de juil.-août 2008 n° 10 p. 2 ; Arnaud REYGROBELLET, « (Re)penser la notion d'instrument financier ? », RTDF n° 3 2008 p. 61 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 427 p. 304 ; Pauline PAILLER, « existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ? », RTDF n° 4 2010 p. 36 ; Christophe DE WATRIGANT, « instrument financier et valeur mobilière », loc. cit. p. 6. V. les critiques du Comité de Droit Financier de Paris EUROPLACE dans le livre blanc de déc. 2003 pp. 8, 24 et 25.

financiers, mais aux « dérivés de crédit », ou plutôt aux seuls « credit default swap ». Et encore favorisent-elles ceux sur indices ! De plus, les acteurs ont refusé de les mutualiser avec les autres instruments financiers. Cette grande diversité se traduit parfois par l'inadaptation de certaines règles communes à tous les instruments financiers à certaines catégories de contrats formant la notion.

## **2. De part l'inadaptation de certaines règles à certaines catégories de contrat.**

**513.** La grande multiplicité des instruments financiers fait naître des débats et discussion quant à la pertinence de placer ou non certains contrats sous l'égide de cette qualification. Les enjeux tournent en général autour de l'inadaptation de certaines règles du régime des instruments financiers à ces conventions. L'exemple des contrats à terme sur marchandises est édifiant. En effet, sont des instruments financiers à terme l'ensemble des contrats à terme sur marchandises et denrées, et ceci qu'ils se dénouent par un règlement en espèces ou par la livraison physique de la marchandise. Ils doivent tous faire l'objet d'une approbation du programme d'activité de prestataires de services d'investissement par le Conseil des Marchés Financiers. Cette impérativité pénalise les opérateurs économiques qui procèdent à de nombreux achats ou ventes de marchandises à exécution différée dans une optique purement commerciale et non financière. Le Conseil des Marchés Financiers, saisi de la question, a proposé une distinction entre les contrats spéculatifs et commerciaux afin de lever les contraintes de ce régime au regard du monopole des prestataires de services d'investissement<sup>1114</sup>. Un même contrat aura une qualification différente selon son dénouement ou sa motivation. Ceci peut procurer quelques gênes car un même contrat peut être partiellement spéculatif et de couverture. Des suggestions ont été émises pour distinguer les opérations spéculatives de celles qui ne le sont pas : la durée entre l'achat et la vente du produit, un dénouement purement monétaire, le recours à une chambre de compensation. Ces instruments financiers à terme adossés à des opérations commerciales physiques sur les contrats à terme de marchandises bénéficient déjà de mesures dérogatoires par la directive sur les services d'investissement. Elle prévoit des exceptions aux règles de ratios de solvabilité et de liquidité applicables aux instruments financiers à terme<sup>1115</sup>. La nécessité d'adapter finement certaines règles à certaines catégories de contrats selon l'utilisation qui en est faite conforte l'idée d'une classification artificielle.

## **3. De part l'appellation ambiguë de la notion d'instrument financier à terme.**

**514.** La notion d'instrument financier à terme a été longtemps une notion centrale des instruments financiers. Or pour un juriste, cette appellation est source d'ambiguïté, marquant un peu plus son caractère artificiel. Le « terme » de ces instruments

---

<sup>1114</sup> Christophe JACOMIN, « la proposition du CMF sur les contrats à terme de marchandises », B. mag. n° 646 d'av. 2003 p. 53.

<sup>1115</sup> Dominique DEPRAS, « dérivés sur produits de base : pourquoi en faire des instruments financiers au sens de la DSI ? », B. mag. n° 647 de mai 2003 p. 20. Sur l'opportunité de cette soumission : Simon FIRTH et Alix PRENTICE, « de faux objectifs », B. mag. n° 647 de mai 2003 p. 24. Clairement pour l'exclusion : Juan José Alba RIOS, « DSI et marchés de l'électricité et du gaz : l'opinion de l'industrie », B. mag. n° 647 de mai 2003 p. 27. Avis plus nuancé : Arnauld ACHARD et Stevens BRÉMOND, « l'intégration des commodity derivatives comme instruments financiers », B. mag. n° 644 de fév. 2003 p. 31.

financiers ne semble pas devoir être compris dans son sens civiliste<sup>1116</sup>. L'article 1185 du code civil énonce que « *le terme diffère de la condition, en ce qu'il ne suspend point l'engagement, dont il retarde seulement l'exécution* ». Il indique la date future à laquelle les obligations seront exécutées. Dès cette date atteinte, le terme échu, les obligations seront exigibles. Elles doivent s'exécuter sans retard selon les prévisions contractuelles. Il deviendra possible d'en réclamer l'exécution forcée. Le terme décale dans le temps l'exécution des obligations des parties. Il est dit suspensif.

Les contrats financiers peuvent être à terme sans rien de systématique. Les « dérivés de crédit » peuvent entrer en application dès la conclusion du contrat. Ce qui implique de payer la prime pour l'acheteur de protection d'un « dérivé de crédit » sur événement. La période de protection sera immédiatement active. Les « dérivés de crédit » sur variation de crédit nécessitent la plupart du temps le relèvement d'une situation à un temps  $t$ , celui de l'élaboration du contrat. Un second relèvement de la situation à un temps  $t + x$  est nécessaire. La comparaison de ces situations permettra le calcul des différentiels. Ces « dérivés de crédit », subordonnés directement à l'évolution de la valeur d'un sous-jacent, reposent forcément sur l'écoulement du temps. Mais cela ne signifie nullement que l'exécution du contrat est retardée.

Ainsi, les qualifier d'instrument à terme est inadapté. Ces contrats sont à échéance, sont continus, mais certainement pas à terme au sens civil.

**515.** La maladresse de l'appellation est étayée par plusieurs décisions<sup>1117</sup> rappelant que le « *terme est un événement futur et certain auquel est subordonnée l'exigibilité ou l'extinction d'une obligation* ». Si l'événement est incertain dans sa date et dans sa réalisation, il est une condition et non un terme. Un auteur relève que « *si l'on postule que les instruments financiers à termes 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, il n'est pas possible d'intégrer dans cette catégorie les garanties sur événement de crédit. La prestation du vendeur de protection n'est pas suspendue à un terme futur de réalisation certaine mais à la survenance d'un événement de crédit, de réalisation incertaine* »<sup>1118</sup>. L'exécution de la protection par le vendeur de protection dépend indiscutablement, pour un « dérivé de crédit »

---

<sup>1116</sup> Alain BÉNABENT, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 300 p. 235 ; Rémy CABRILLAC, « droit des obligations », op. cit. n° 388 p. 300 ; Philippe MALINVAUD et Dominique FENOUILLET, « droit des obligations », op. cit. n° 430 p. 335 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1199 p. 1188 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1300 p. 632 ; Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 3 p. 2.

<sup>1117</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 13 av. 1999, arrêt *C<sup>ie</sup> Immobilière et Commerciale Francilienne c/ Union générale cinématographique et a.*, Bull. civ. I n° 131 p. 85, D. Aff. 1999 p. 937 note J.F., JCP 2000 II n° 10309 note Anne-Sophie BARTHEZ, Defrénois 1999 art. n° 37.041 p. 10 001 note Denis MAZEAUD, con. conc. cons. n° 9 de sept. 1999 n° 125 p. 16 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 13 juil. 2004, arrêt *soc. Pinault équipement c/ Goujette*, Bull. civ. I n° 204 p. 171, D. 2004 I.R. p. 2547, JCP II n° 10155 p. 1789 et JCP E 2004 n° 1818 p. 1979 avec l'avis de Monsieur Jerry SAINTE-ROSE, RJDA 11/2004 n° 1186 p. 1063, con. conc. cons. déc. 2004 n° 172 p. 22 note Laurent LEVENEUR, JCP E 2005 n° 446 p. 470 chron. Anouk BORIES, D. 2005 J. p. 1009 note Anouk BORIES, Rev. Soc. 2/2005 p. 378 note David BONNET, Defrénois 2004 art. n° 38 035 p. 1396 obs. Jean-Luc AUBERT, RTDC 2004 p. 734 n° 10 note David BONNET, Rev. Soc. n° 2/2005 p. 378 note David BONNET ; Cass. com., 12 oct. 2004, arrêt *Masson ès qualité c/ entreprise Kugel Frères*, Bull. civ. IV n° 182 p. 209, BRDA 23/04 n° 9 p. 6, RJDA 2/05 n° 92 p. 83 ; Orléans, 27 oct. 2005, arrêt *Sarl Vivet-Bieffo Multiconseils et a. c/ Aucouturier*, JCP 2006 IV n° 3179 p. 2074. ; Cass. com., 20 mars 2007, arrêt *Directeur Général des Impôts c/ Voarino*, Bull. civ. IV n° 93 p. 108, RTDC 2007 p. 601 note Michel GRIMAUD ; Cass. com., 20 mars 2007, arrêt *Vrillaud c/ Directeur Général des Impôts*, Bull. civ. IV n° 94 p. 109, D. 2007 p. 1308 note Renaud SALOMON, D. 2007 A.J. p. 1013 note Xavier DELPECH.

<sup>1118</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

événement, de la survenance d'un événement aléatoire, incertain. Il suspend l'exécution de cette prestation à cette condition. Dès lors, ils ne sont pas à terme au sens civil. Mais ce raisonnement généraliste n'est pas sans faille. Songeons d'abord aux « dérivés sur variation » qui imposent la remise de prestations monétaires. Que dire de ce même « dérivé de crédit » événement stipulant une prise d'effet reculée dans le temps ? L'exécution des engagements est bien retardée tout en sachant que la réalisation de la prestation monétaire du vendeur de protection est suspendue à la survenance d'un événement aléatoire. Une contradiction se fait jour. En réalité, il serait faux de considérer que le vendeur de protection n'aurait alors qu'un engagement de prestation monétaire conditionnel à respecter. Une période de protection s'ouvre systématiquement dès que le « dérivé de crédit » entre en vigueur. Cette situation ressemble alors fort à l'apparition d'une obligation de couverture qui n'est pas elle subordonnée à la survenance d'un événement aléatoire. Il semblerait qu'une distinction entre obligation de couverture et de règlement trouve aussi à s'appliquer pour ces « dérivés de crédit » sur événement. Ceci ne signifie nullement que tous les « dérivés de crédit » sont à terme. De même, nous sommes en désaccord avec la justification d'un auteur repoussant le sens civiliste du terme en matière financière. Il estime que les engagements ne sont pas, le plus souvent, exécutés car l'opération se dénoue par voie de résiliation et compensation avec l'apparition d'un solde net à payer. Contrairement à ce qu'il soutient<sup>1119</sup>, la compensation est un mode de dénouement de deux obligations réciproques de paiement de somme d'argent au sens du droit civil. Cet argument n'est pas pertinent. Ce dénouement n'est pas non plus systématique.

**516.** En tout état de cause, la reprise du mot « terme » ne semble pas la plus juste. Certains en ont modifié le sens pour préférer synonyme d'échéance<sup>1120</sup>. Ils nécessitent l'écoulement du temps pour permettre la détermination des obligations des parties et le quantum des prestations<sup>1121</sup>. Notons que le terme peut être extinctif. Le contrat prévoit la durée exacte durant laquelle s'exécutera le contrat en indiquant la date de fin. Les instruments financiers, qui ne sont pas instantanés, doivent s'achever. Ils sont à terme. Aujourd'hui, cette critique n'est pas moins prégnante qu'avant. Certes, le législateur a introduit la notion de contrats financiers pour remplacer celle d'instruments financiers à terme. Mais il explique aussitôt qu'ils « *sont les contrats à terme qui figurent ...* ». L'interrogation reste ouverte ! Notion artificielle, son régime juridique est très parcellaire.

### C. Une qualification au régime juridique à dimension variable.

**517.** La très grande hétérogénéité des notions se répercutent sur l'encadrement normatif des contrats. D'abord, la législation ne fait pas forcément preuve de rigueur lorsqu'elle développe certains aspects des instruments financiers. Il en découle une inadaptation partielle des normes qui laissent à l'écart certains contrats en l'absence de modifications législatives ou réglementaires. Cette situation est facilement perçue à travers l'évolution de la compensation en matière financière. Un autre exemple est donné par la répression des abus de marché par les articles L. 615-2 du code des sociétés et des marchés financiers, concernant les délits d'initiés, manipulations de cours et diffusion de fausses

<sup>1119</sup> Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 292.

<sup>1120</sup> « *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 mais simplement des opérations pour lesquelles une ou plusieurs date d'échéances préfixées, les garanties sur événement de crédit peuvent alors être qualifiées d'instruments financiers à terme* » : Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

<sup>1121</sup> Pierre GISSINGER, « la qualification juridique des dérivés de crédit », loc. cit. p. 54.

informations, et L. 621-17-1 de ce code relatif à la déclaration des opérations suspectes. Son champ d'intervention était les instruments financiers admis ou en cours d'admission sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. Très récemment, le législateur en a modifié la rédaction au travers de l'article L. 621-15 II du code monétaire et financier en étendant cette répression aux actes portant sur « *des instruments financiers liés à un ou plusieurs instruments admis sur ces marchés* » afin d'offrir la certitude que les comportements douteux, lorsque des produits dérivés et incidemment des « dérivés de crédit » sont en cause, puissent être poursuivis<sup>1122</sup>.

**518.** Il ne faut pas croire pour autant à travers ces deux exemples récents qu'un effort d'harmonisation juridique d'envergure concernant les instruments financiers à terme est poursuivi. L'étude du projet de réglementation européenne sur la problématique de la vente à découvert de certains instruments financiers, notamment des « dérivés de crédit »<sup>1123</sup>, montre le contraire. Si ce règlement cherche à toucher tous les instruments financiers, il n'entend le faire qu'avec adaptation des mesures aux risques portés par ces instruments. Ainsi, la rigueur des obligations imposées variera selon les dangers induits de chaque catégorie d'instrument financier. Pour ce qui est des « dérivés de crédit », la définition proposée par ce projet de règlement ne semble viser que les « credit default swap » sur la dette souveraine d'un état membre ou de l'union. Ainsi, toute personne physique ou morale détenant des positions sur un tel « dérivé de crédit » sans détention de la dette sous-jacente devrait notifier aux autorités compétentes cette position dès le franchissement à la hausse ou à la baisse de certains seuils. Ces ventes à découvert, sans possession du sous-jacent, doivent être notifiées pour être collectées par les autorités compétentes et transmises aux autorités de supervision européenne. Ce règlement distingue entre ventes à découvertes couvertes et non couvertes. Les premières sont celles pour lesquelles le vendeur a emprunté le sous-jacent, a conclu un accord d'emprunt ou a conclu un accord avec un tiers aux termes duquel ce tiers a confirmé que l'action ou l'instrument de dette a été localisé et réservé pour lui être prêté afin d'effectuer le règlement. Ce projet interdit la vente à découvert non couvertes d'un instrument de dette souveraine. Par

---

<sup>1122</sup> Art. 24 de la loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière J.O.R.F. du 23 oct. 2010 p. 18984 ; Thierry BONNEAU, « commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », JCP E 2010 n° 1957 et « les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier », D.S. janv. 2011 études 1 p. 7 ; Bruno ZABALA, « loi de régulation bancaire et financière : renforcement et modernisation des pouvoirs de l'AMF », BRDA 21/10 n° 26 p. 15 ; Stéphane YVON, Thierry ALLAIN et Caroline BÉRARD-GOURISSE, « panorama de la loi de régulation bancaire et financière », BJBPF nov.-déc. 2010 § 63 p. 492 ; au sein du n° spécial : « étude et clarification de la loi de régulation bancaire et financière », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010, Michel STORCK et Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE, « panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », p. 3, Gérald PASQUIER, « produits dérivés et ventes à découvert : extension du domaine de la régulation », p. 37 ; Nicolas RONTCHEVSKY et Michel STORCK, « commentaire de la loi de régulation bancaire et financière », RTD com. 2011 p.138 ; Martine SAMUELIAN, « loi de régulation bancaire et financière : les nouveaux pouvoirs de l'AMF pour lutter contre le risque systémique et encadrer la spéculation », O.F. n° 1099 du 8 nov. 2010 p. 27. Contra en ce qu'ils estiment que la législation antérieure permettait la poursuite de ces infractions pour les « produits dérivés » : Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Qian HU, « la réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », loc. cit. n° 10 p. 102 ; Martine SAMUELIAN, « où en sont les risques », BJB n° 7-8 de juil.-août 2011 § 212 p. 448.

<sup>1123</sup> Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit n° 2010/0251 du 15 septembre 2010 ; Anne-Claire ROUAUD, « où en est l'adoption du règlement européen sur les ventes à découvert ? », RTDF n° 1/2 2011 p. 139 ; Bertrand DE SAINT-MARC, « les ventes à découvert : leur encadrement national et européen », BJBPF fév. 2011 § 44 p. 128 ; Bertrand BREHIER, « les nouvelles réglementations bancaires et financières », BJBPF sept.-oct. 2010 § 55 p. 426 ; Jean-Michel NAULOT, « ventes à découvert : où en est l'Europe ? », dossier : « Le cadre de la finance après la crise », colloque de Paris du 5 mai 2011 du Magistère de juriste d'affaires-DJCE et MBA Université Panthéon-Assas, JCP E 2011 n° 1525 ; Frédéric PELOUZE, « vente à découvert : opportunité et changements législatifs », BJB sept. 2011 § 238 p. 516. Qui prédominera en la matière sur les dispositions introduites par la loi de régulation bancaire et financière préc.

ailleurs, l'autorité compétente d'un état membre peut restreindre la faculté des personnes physiques ou morales à conclure les « credit default swap » sur dette souveraine. Elle peut limiter la valeur des contrats. Ces mesures ne peuvent être prises que face à des événements sérieux ou une évolution défavorable sources d'une menace sérieuse pour la stabilité financière ou la confiance des marchés dans l'entité souveraine et si la mesure est nécessaire pour parer le risque. La durée prévue est une période de trois mois renouvelable. Notons à cette occasion que la loi sur la régulation bancaire et financière d'octobre 2010 comprend déjà de telles mesures. Reste à connaître leur degré de comptabilité lorsque les textes européens seront finalisés. La fin des distorsions n'est pas encore à l'ordre du jour.

**519.** Enfin, cette qualification en instruments financiers des « dérivés de crédit » est une source d'insatisfaction car elle ne permet pas de dégager un régime juridique complet au-delà des règles du monopole des prestataires de services d'investissement et des règles « communes » à la majorité des instruments financiers à terme. Il convient de se référer à certains textes particuliers qui en régissent l'usage pour les Organismes de Placement Collectifs de Valeurs Mobilières ou les assurances. Des exigences prudentielles spécifiques se sont fait jour pour les « dérivés de crédit » et non pour les instruments financiers en général<sup>1124</sup>. Le fonctionnement classique de ces « dérivés de crédit » n'est pas explicité, leur originalité non plus. Conscient de ces lacunes, un auteur suggère la création d'un nouveau contrat nommé intégrant les « dérivés de crédit », mais aussi les swaps de taux et de devises, le contrat d'échange de risques pour lequel il développe le régime juridique après l'avoir défini<sup>1125</sup>.

**520.** La seule qualification plausible pour les « dérivés de crédit » est celle d'instrument financier. Si cette qualification entraîne le monopole des prestataires de services d'investissement, elle autorise suffisamment de dérogation pour rester sans influence sur la pratique développée par les financiers. Elle sécurise quelque peu les « dérivés de crédit », sur le problème des jeux et paris ou celui d'une défaillance directe de l'une des parties. Néanmoins, ce régime juridique est incomplet. En relisant les éléments qui composent les titres financiers, il est facile de constater qu'ils disposent d'une source de règles complémentaire qui en affine le régime juridique. Les titres de capital, de créances et les parts ou actions d'organismes collectifs sont réglementées par des dispositions qui ne sont pas propres aux instruments financiers. Elles correspondent elles-mêmes à des qualifications qui se trouvent dans le droit des sociétés par exemple. Les actions existaient et étaient dotées d'un régime juridique propre bien avant l'émergence de l'instrument financier. Elles nous invitent alors à envisager la même situation pour les « dérivés de crédit », et ceci de manière individuelle pour chaque catégorie de contrat puisqu'une autre qualification commune est à exclure.

---

<sup>1124</sup> Olivier PRATO, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », loc. cit. p. 69.

<sup>1125</sup> Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », JCP E 2010 n° 1899 p. 13 et « de l'intérêt d'un nouveau contrat nommé : le contrat de transfert de risque », JCP E 2010 n° 1222 p. 2308.

## Titre II : Essai de qualification propre à chaque catégorie de « dérivé de crédit ».

**521.** La qualification globale des « dérivés de crédit » en instrument financier à terme laisse inassouvi. Le régime juridique esquissé n'est pas complet. L'hétérogénéité des contrats formant la famille des « dérivés de crédit » ne peut pas se satisfaire d'un régime juridique unique pour contenter tous les contrats. Chacun se reconnaît par une dénomination propre et une architecture contractuelle différente. L'absence d'unité incite à penser que chaque convention, en sus des règles communes applicables à l'ensemble des instruments financiers, impose aux parties des engagements et obligations propres. La diversité de la protection et de ses modes de déclenchement suffit à en attester. Il devient alors souhaitable d'approfondir ce travail de qualification pour chaque catégorie de contrat afin de leur dessiner un régime juridique à la fois plus précis et compatible avec celui d'instrument financier. Nous étudierons d'abord les « dérivés de crédit » événements avant les « dérivés de crédit » sur variation.

### Chapitre I : La qualification des « dérivés de crédit » dont l'aléa est représenté par un événement.

**522.** Deux types de contrats alimentent les « dérivés de crédit » dépendant d'un aléa matérialisé par la survenance d'un événement. Ils possèdent deux remarquables différences. La première repose sur l'effet produit par la survenance d'un des événements redoutés. Pour l'un, cette apparition entraînera la remise d'une somme d'argent ou des titres entre vendeur et acheteur de protection pour compenser la perte engendrée. Pour l'autre, elle brisera le flux monétaire régulier dirigé de l'acheteur de protection vers le vendeur de protection. L'explication de cette différence réside dans la seconde altérité : leur structure contractuelle. L'un prend la forme d'un emprunt dirigé vers les marchés financiers. Le, ou plutôt, les vendeurs de protection apportent dès l'origine du contrat les fonds qui ne seront intégralement remboursés qu'au terme du contrat en l'absence de matérialisation de l'événement craint, d'où l'interruption du remboursement et la cessation du flux monétaire. L'autre n'est pas un instrument de financement. Dès lors, la distinction à suivre s'impose d'elle-même. Il s'infère aussi de cette situation que, pour dégager les qualifications de ces conventions, les différentes hypothèses à étudier ne se recouperont pas.



Section I : Survenance d'un événement aléatoire entraînant  
une remise de somme d'argent : « le credit default  
swap ».

**523.** Le « credit default swap » est le contrat phare et médiatique des « dérivés de crédit ». Il exprime la substance de la lutte contre la survenance d'un événement aléatoire. Il est une convention par laquelle, moyennant le versement d'une prime, le vendeur de protection s'engage à indemniser sa contrepartie du montant de la perte de crédit apparu sur un actif de référence en cas de survenance d'un événement stipulé dans la convention. Cette convention, comme tout instrument financier à terme, présente une double nature. Par essence, elle a un rôle de protection, de couverture, d'une créance. Mais elle déborde largement ce tableau. Elle peut se transmuter en opération spéculative. Dans la première situation, le contrat couvre véritablement une créance et une perte financière réelle engendrée par la survenance d'un événement de crédit. Dans cette optique, les événements de crédit retenus révéleront une défaillance du débiteur. La protection sera subordonnée à l'apparition d'une perte financière avérée pour le vendeur de risque. Inversement, une opération spéculative ne se souciera pas de prévoir une protection calquée sur une perte financière tangible subie par l'acheteur de protection. L'acheteur de risque ne sera pas forcément en position de risque, soit en ne détenant pas le sous-jacent astreint au risque, soit en intégrant des événements de crédit ne symbolisant pas forcément l'apparition d'une perte. Il semble alors logique d'envisager une qualification alternative selon que ce contrat offre une véritable protection ou s'avère spéculatif.

§ I - Le « credit default swap » en présence d'une perte financière réelle.

**524.** Le dénouement du « credit default swap » se résout soit par la remise d'un différentiel monétaire, soit par le versement d'une somme d'argent représentant la valeur intégral de la créance avant survenance de l'événement de crédit contre transfert des titres protégés.

A. Le contrat se résolvant par la remise d'une somme d'argent.

**525.** Des « credit default swap » sont conclus dans l'optique de pallier une perte de créance provoquée par un événement de crédit. Ils prodiguent une compensation financière à la perte de l'acheteur de protection suite à la survenance de cet événement. En ce sens, ils ne sont pas spéculatifs. La survenance de l'un des événements contractuellement envisagés est endurée par le vendeur de risque. Le « credit default swap » représente une sécurité pour un créancier. Il augmente ses chances de ne pas perdre d'argent suite à des difficultés de recouvrement de sa créance. Il se rapproche d'une garantie. A ce sujet, la pratique bancaire a initié des contrats de protection spécifiques faisant essentiellement

intervenir des établissements de crédit. Dès lors, il faudra étudier la situation lorsque les vendeurs et acheteurs de protection détiennent ou non la qualité d'établissement de crédit.

### **1. Vendeur et acheteur de protection sans qualité d'établissement de crédit.**

**526.** Vouloir protéger un créancier d'une perte dans le recouvrement de sa créance rappelle les mécanismes de garanties. Dans l'ordre juridique français, de tels contrats sont légions. Le premier, le plus célèbre parmi les pensionnaires du code civil, est le contrat de caution. Depuis, elle a été rejointe par la garantie indépendante et la lettre d'intention. A la différence du « credit default swap », la lettre d'intention n'est pas un contrat. Elle est un engagement unilatéral qui n'aboutit pas forcément sur une obligation de payer une somme d'argent en cas de défaillance. Elle peut se contenter de donner naissance à une obligation de moyen voir à un engagement moral sans réelle force obligatoire. Dès lors, elle ne saurait être étudiée plus avant. Mais se cantonner aux autres mécanismes est réducteur. Il en existe d'autres, plus anciens, tombés en désuétude et ignorés par le législateur. Il faudra alors vérifier s'il existe ou non des concordances entre eux. En définitive, il apparaîtra que ce « credit default swap » emprunte un peu à tous.

#### **a. Une qualification de droit codifié : la caution.**

**527.** L'exposé déjà mené précédemment nous dispense de réexaminer cette notion dans le détail<sup>1126</sup>. La comparaison entre caution et « credit default swap » dévoile une proximité plus évidente qu'avec les « dérivés de crédit ». Les « credit default swap » et la caution engendrent un engagement d'une tierce personne pour suppléer un débiteur dans l'exécution de son ou de ses obligations. Jusqu'à présent, le rôle de la caution est de payer, monétairement, la dette d'un débiteur défaillant. Le « credit default swap » provoque le paiement d'une indemnisation à un acheteur de protection lorsque survient un événement de crédit. Cet événement traduit un risque de défaut du débiteur. Il en naîtra une perte réelle pour l'acheteur de protection. La proximité ressort des conditions de fonctionnement des deux mécanismes. La caution ne sera actionnée que si le débiteur n'exécute pas ses engagements. Dans les « credit default swap », les manquements se traduisent par les événements de crédit insérés dans le contrat. La défaillance sera illustrée par l'ouverture d'une procédure collective par exemple. Mais ces événements débordent la simple défaillance. Ils seront moins facilement perceptibles. Sur les marchés, la baisse de notation d'une obligation ou d'une action entraînera une perte de valeur de l'obligation ou de l'action en raison d'une perte de confiance envers la situation du sous-jacent. La perte sera réelle sans traduire une inexécution définitive du débiteur de référence. Peut-on alors considérer qu'il y a véritablement défaillance du débiteur ? Ce n'est pas certain. Mais ce risque peut se réaliser effectivement par la suite. La diminution de la notation a finalement parfaitement retranscrit, anticipé, le risque de défaillance. La volonté des parties n'est pas la spéculation.

**528.** Ce « credit default swap » est le « dérivé de crédit » le plus ressemblant au contrat de caution. Mais les distinctions précédemment vues perdurent. Le « credit default swap » est un contrat synallagmatique et onéreux alors que la caution est un contrat toujours unilatéral souvent gratuit. L'exécution d'un « credit default swap » n'éteint pas la créance de l'acheteur de protection à l'égard de son débiteur à la différence de la caution. Cette exécution n'ouvre aucun recours à l'encontre du débiteur qui ne profitera pas des articles 2305 et 2306 du code

---

<sup>1126</sup> V. supra § 459 et s.

civil. Il n'est pas soumis au caractère de l'accessoire indispensable à la caution. Les parties sont privées des règles qui en découlent. En conséquence, la requalification en caution de ce « dérivé de crédit » reste impossible.

b. Une qualification de contrat pratique : la garantie indépendante.

**529.** La garantie autonome<sup>1127</sup> est d'abord l'engagement de verser une somme d'argent en considération d'une obligation souscrite par un tiers. Le « credit default swap » est aussi un engagement de servir une somme d'argent en considération d'une créance sous-jacente, d'une obligation de payer souscrite par un tiers. Dans les deux cas, l'obligation principale sera éventuelle. Elle ne se réalisera peut-être pas. Seul l'accomplissement de certaines conditions contractuelles façonnera l'exécution de l'obligation de payer. Les parties ne consentent à ces conventions qu'en considération de ces conditions qui sont ainsi déterminantes. La garantie à première demande s'appliquera, normalement hors hypothèse de mauvaise foi, en cas d'inexécution ou de mauvaise exécution d'une obligation par un tiers. Elle ressemble au « credit default swap » compensant une perte financière réelle qui oblige celui qui offre sa protection à compenser le déficit financier provoqué par l'inexécution partielle ou totale du débiteur. Ces contrats mettent en jeu deux relations contractuelles en présence de trois personnes. La première est celle d'un tiers débiteur et de son créancier. Elle est la relation contractuelle de référence qui déterminera le déclenchement de l'engagement de la seconde. Elle équivaut à l'obligation sous-jacente de référence du « dérivé de crédit ». La seconde relation, dépendante de la première, lie le créancier de cette relation à un garant ou un offreur de protection qui versera éventuellement la somme prévue si l'exécution des obligations par le débiteur de la relation initiale n'aboutit pas au résultat espéré. Là encore, le « credit default swap » est, de tous les « dérivés de crédit », celui qui présente les caractéristiques les plus proches de la garantie indépendante. L'exécution est automatique dans les deux cas. Ils dépendent de l'exécution de l'obligation de la relation contractuelle principale<sup>1128</sup> tout en préservant une forme d'indépendance en refusant d'instaurer un caractère accessoire à l'engagement pris envers la relation contractuelle initiale.

**530.** Mais là encore, l'assimilation ne peut pas être totale pour les raisons déjà exposées. L'exécution de la protection du « credit default swap » est subordonnée à la survenance d'un événement censé refléter l'inexécution ou la perte financière de l'actif sous-jacent. Cet événement se doit d'être affranchi des parties. La garantie autonome s'exécute par la seule demande formulée par le créancier garanti éprouvant l'inexécution ou la mauvaise exécution contractuelle. La prestation d'un vendeur de protection d'un « credit default swap » se calcule à partir de la perte réelle supportée. La garantie à première demande ne souffre pas cette exigence. L'évaluation du montant ne se réalise pas selon la valeur de la dette principale. L'engagement du garant ne doit pas correspondre à celui de payer cette dette de la relation principale sous peine de perdre cette qualification. Il ne doit pas revêtir l'apparence d'accessoire à la dette principale. On discerne une véritable relation triangulaire dans une garantie indépendante. Une troisième relation se dévoile entre la personne garante et le débiteur de référence. Le garant sollicité réclamera le remboursement de l'exécution de sa prestation par le débiteur de la relation initiale. Or il n'existe aucun lien entre le débiteur de l'actif sous-jacent et le vendeur de protection. Il ne pourra jamais exiger de ce débiteur le remboursement de la somme acquittée en exécution de la protection offerte par ce « dérivé de crédit », recours interdit par les clauses des convention-cadre. Le créancier de la relation de

---

<sup>1127</sup> Sur ce contrat, voir supra § 452 et les notes de bas de pages afférentes.

<sup>1128</sup> Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28.

référence est à l'origine de la protection du « dérivé de crédit » ce qui ressort de l'absence de lien avec le débiteur. C'est l'inverse dans la garantie autonome arrangée par le débiteur de la relation initiale. Enfin, le garant ne peut être qu'un organisme bancaire, restriction complètement absente pour un « credit default swap ». Faute de trouver une qualification satisfaisante dans le droit positif, explorons certaines qualifications aujourd'hui ignorées, sauf parfois par la doctrine qui ne manque pas à son devoir de mémoire.

### c. Qualification à partir d'institution mal connues.

**531.** Certaines qualifications sont méconnues pour deux raisons. Elles proviennent de normes et traditions historiques très anciennes compliquant leur étude. Elles sont aujourd'hui quasiment inutilisées, et lorsqu'elles le sont, ce n'est que dans un cercle confidentiel. Pourtant, la doctrine parvient parfois à détecter ces utilisations discrètes. C'est le cas du constitut. D'autres sont beaucoup moins ignorées, mais n'interviennent que dans un périmètre bien défini. C'est le cas de la convention de ducroire par laquelle nous allons commencer.

#### α. La convention de ducroire.

**532.** La convention de ducroire est dévisagée comme une « espèce d'engagement de garantie »<sup>1129</sup>. Cette fonction transparait dans des définitions plus abouties comme une « convention par laquelle une personne, appelée ducroire, se porte garant vis-à-vis de son contractant de la bonne fin d'une opération »<sup>1130</sup>. Le ducroire se substitue à la personne défaillante afin de satisfaire son contractant dans la bonne exécution du contrat. Certains auteurs expliquent que le ducroire couvre ou « accepte le risque d'inexécution du contrat »<sup>1131</sup>. Le risque, élément central pour tous les « dérivés de crédit », se retrouve dans la convention de ducroire. Il est aussi l'inexécution d'un contrat ou d'une obligation contractuelle essentielle. L'étude de l'inexécution crainte ou de l'obligation qu'acceptera d'exécuter le ducroire livre un éclairage intéressant. Elle correspond à l'événement contre lequel une protection est offerte dans un « dérivé de crédit ». Le ducroire garantira la solvabilité d'une personne. Mais sa protection ne se confine pas à l'insolvabilité. La convention de ducroire ne protège contre l'insolvabilité que si ses stipulations contractuelles le prévoient expressément. A défaut, elle préserve contre le défaut de paiement à l'échéance par un tiers<sup>1132</sup>. Sous l'angle des circonstances, la protection du ducroire se

<sup>1129</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>1130</sup> Diane HENNEBELLE, « la spécificité de la notion juridique du ducroire d'intermédiaire », JCP E 2000 p. 1366 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL, « droit des sûretés », op. cit. n° 450 p. 331 ; Alain BÉNABENT, « droit civil, les contrats spéciaux, civils et commerciaux », Montchrestien 9<sup>ème</sup> édition 2011 n° 939 p. 450.

<sup>1131</sup> Ou les risques de l'opération : Patrick CHAUVEL, « commissionnaire », Rép. Com. D. n° 169 et 181 pp. 17 et 18 ; Marie-Pierre DUMONT-LEFRAND, « contrat de commission », J.-Cl. com. fasc. 59 n° 48 p. 12 ; Philippe DELEBECQUE et Michel GERMAIN, « droit commercial, G. RIPERT et R. ROBLOT, tome 2, effet de commerce, banque, contrats commerciaux, procédure collective », LGDJ 17<sup>ème</sup> édition 2004 n° 2652 p. 669 ; Didier FERRIER, « droit de la distribution », Litec 5<sup>ème</sup> édition 2008 n° 253 p. 109.

<sup>1132</sup> Cass. com., 22 oct. 1996, arrêt *soc. Arban Grosfillex c/ M. Loustalot*, Bull. civ. IV n° 246 p. 213, D. 1998 J. p. 511 note Didier ARLIER, D. Aff. 1997 p. 23 chron. n° 7, JCP 1997 I n° 4033 n° 12 chron. Philippe SIMLER, Defrénois 1997 p. 330 n° 18 note Philippe DELEBECQUE, con. conc. cons. fév. 1997 n° 21 p. 7 note Laurent LEVENEUR, RTDC 1997 p. 653 n° 3 obs. Jacques MESTRE, RTD com. 1997 p. 316 n° 23 note Bernard BOULOC.

déploie amplement. Elle peut obliger celui qui s'engage à accorder sa protection en cas de défaut de livraison ou de retard dans la livraison d'une marchandise dans un contrat de vente. Ces possibilités sont intéressantes. Elles révèlent que la protection s'applique quand la mauvaise exécution du contrat engendre une perte financière. Cette indemnisation financière considérera tous les frais provoqués par l'inexécution du contrat, à savoir les frais de poursuites et les surcoûts subis, tels ceux d'un découvert ou d'un crédit équilibrant la trésorerie<sup>1133</sup>. Certains caractères sont identiques aux « dérivés de crédit ». Il est conventionnel<sup>1134</sup>, formé consensuellement. Le ducroire n'est pas un philanthrope. Il obtient une rémunération. Ce contrat est onéreux. Il protège un contractant contre l'insolvabilité d'un tiers en échange d'un paiement.

**533.** Pourtant, les divergences sont nombreuses. Le « credit default swap » est un contrat principal. Il est un contrat entier, doté de toute sa force juridique et de toutes les modalités indispensable à son efficacité pour la satisfaction des contractants. Il n'est pas une simple clause contractuelle glissée dans une convention. Il s'auto-suffit. Il existe par lui-même. A l'inverse, le ducroire est toujours une stipulation annexe d'un contrat de distribution. L'une des parties détient forcément la qualité de mandataire ou commissionnaire. Le ducroire n'est pas « *un contrat distinct du contrat de commission, mais simplement une stipulation de garantie qui y est adjointe* »<sup>1135</sup>. D'autres auteurs s'empressent de rappeler que le ducroire est « *accessoire à un contrat de commission ou de représentation commerciale* »<sup>1136</sup>. Il n'est jamais un contrat principal autonome.

Un commissionnaire ou un mandataire, chargé de prospecter une clientèle pour son contractant, va garantir le paiement des clients qu'il aura décelés. Il ne procurera jamais cette sécurité à une personne avec laquelle il n'est pas lié par un contrat de mandat ou de commission. Le vendeur de protection d'un « dérivé de crédit » n'apporte pas une garantie spéciale à une obligation principale le liant à l'acheteur de protection. Il n'y en a le plus souvent aucune. Le domaine du « ducroire » est plus restreint. Il est accolé aux contrats de distribution. Le « credit default swap », par sa qualification de contrat financier, habille tous les secteurs financiers et économiques. Les rôles respectifs d'un commissionnaire et d'un vendeur de protection sont différents. Celui qui se porte ducroire adopte une attitude active pour aboutir à la conclusion de contrats. Lors d'un contrat de commission, cette différence est accentuée par le fait que le protégé, le commettant, reste étranger à la conclusion du contrat finalement passé entre son commissionnaire sous son nom, mais pour le compte du commettant, et le tiers. Le tiers ne peut exercer de recours contre le commettant tout comme le commettant n'a pas d'action contre le tiers débiteur. La conclusion qui s'impose est que, dans un contrat de commission, il n'y a pas de créance de l'acheteur de protection commettant née d'un contrat principal auquel il serait partie. Le vendeur de protection est celui qui apparaît dans le lien contractuel pendant que dans le même temps l'acheteur de protection reste en dehors du lien protégé. Cette réflexion n'est pas généralisable aux autres contrats de

<sup>1133</sup> Cass. com., 6 janv. 1981, arrêt *soc. des laboratoires d'opochimiothérapie c/ Chanoz*, Bull. civ. IV n° 4 p. 4, JCP 1982 II n° 19829 obs. Jean HEMARD, Gaz. Pal. 1981 (2<sup>ème</sup>) pan. p. 180 note Alain PIEDELIEVRE.

<sup>1134</sup> Marie-Pierre DUMONT-LEFRAND, « contrat de commission », J.-Cl. Com. fasc. 59 n° 46 p. 11 ; Roger BOUT, Marc BRUSCHI, Monique LUBY et Sylvaine POILLOT-PERUZZETO, « les commissionnaires », Lamy droit économique 2011 n° 3772 p. 1372 ; Diane HENNEBELLE, « la spécificité de la notion juridique du ducroire d'intermédiaire », JCP E 2000 p. 1366.

<sup>1135</sup> Marie-Pierre DUMONT-LEFRAND, « contrat de commission », J.-Cl. com. fasc. 59 n° 49 p. 12.

<sup>1136</sup> Philippe DELEBECQUE et Michel GERMAIN, « droit commercial, G. RIPERT et R. ROBLOT, tome 2, effet de commerce, banque, contrats commerciaux, procédure collective », op. cit. n° 2653 p. 670 ; Dominique LEGEAIS, « sûretés et garanties du crédit », LGDJ 7<sup>ème</sup> édition 2009 n° 316 p. 271. Nombre d'ouvrages ne l'étudient d'ailleurs que comme une clause accroissant la responsabilité du mandataire : par exemple : Alain BÉNABENT, « droit civil, les contrats spéciaux, civils et commerciaux », op. cit. n° 939 p. 450 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », bibliothèque de droit privé tome 294, LGDJ 1998 n° 132 p. 106.

prospection commerciale, de courtier ou d'agent commercial. Le protégé apparaît directement comme contrepartie du contrat principal. Mais courtiers et agents commerciaux qui apportent leur protection agissent activement dans la conclusion du contrat protégé, participation normalement absente dans un « credit default swap ». Le vendeur de protection n'a pas vocation à favoriser la conclusion du contrat sous-jacent principal couvert par le « credit default swap ». Il reste extérieur à ce lien principal constitutif du sous-jacent couvert.

D'ailleurs, chronologiquement, la distinction éclate de toute sa splendeur. Le « dérivé de crédit » instaure une protection naissant au plus tôt après la conclusion du contrat du sous-jacent protégé. Le ducroire apparaîtra en même temps que la conclusion du contrat principal. Mais les contrats susceptibles d'être protégés, les sous-jacents en quelque sorte, ne surviendront qu'après la naissance de la convention de commission missionnant le commissionnaire. Le ducroire apprécie en toute connaissance l'étendue des risques encourus en participant directement à la conclusion des contrats. Il lui est loisible d'éviter les débiteurs à problème en filtrant les contractants du sous-jacent. Le vendeur de protection d'un « credit default swap » n'a jamais ce pouvoir d'influence sur le sous-jacent.

La rémunération du commissionnaire ducroire prendra la forme d'une augmentation substantielle de la commission perçue sur chaque contrat dont il aura permis la conclusion. La pratique, en général, estime que cette commission est doublée. Elle ne prend pas la forme de l'obligation pécuniaire, la prime, calculée selon la probabilité de survenance du risque et de l'ampleur de la défaillance redoutée émergeant des « credit default swap ».

Enfin, lorsque le commissionnaire ducroire acquitte son commettant au titre de l'exécution de son obligation, il devient subrogé dans les droits de son commettant à l'égard du client défaillant. Il peut agir pour obtenir auprès de ce dernier l'exécution de l'obligation qu'il s'est abstenu d'effectuer auprès du commettant. Le vendeur de protection d'un « dérivé de crédit » n'est pas subrogé dans les droits de l'acheteur de protection dès lors qu'il a été amené à exécuter sa prestation. Le « credit default swap » n'est pas une convention de ducroire.

### *β. Une adaptation du constitut romain ?*

**534.** Cette institution du droit romain, désuète, a basculé dans l'oubli. Dédaignée à la fois par les autorités législatrices et les praticiens contemporains, sa compréhension ne peut passer que par son histoire. Durant son ère de gloire, elle a fortement évolué. De prime usage, il punissait un débiteur défaillant à s'exécuter à la date convenue après l'obtention d'un report de la date d'échéance à laquelle il était initialement tenu<sup>1137</sup>. Le constitut est l'engagement pris par un débiteur d'acquitter à un terme reporté sa dette. En cas de violation de cette nouvelle échéance, il était sanctionné par le versement d'un dédommagement supplémentaire à son créancier égal à la moitié de la dette originelle. Le constitut était une convention par laquelle un débiteur s'engageait à payer à un jour déterminé une dette préexistante à titre de garantie<sup>1138</sup>. Des conditions s'imposaient. L'engagement devait concerner une obligation préexistante ayant pour objet une somme d'argent ou une certaine quantité de denrées<sup>1139</sup>. Il devait contenir l'engagement de payer à une date précise

<sup>1137</sup> Paul Frédéric GIRARD, « manuel élémentaire de droit romain », Dalloz 2003 p. 640 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 17 p. 20.

<sup>1138</sup> Paul Frédéric GIRARD, « manuel élémentaire de droit romain », op. cit. p. 641 ; Jean GAUDEMET et Emmanuelle CHEVREAU, « droit privé romain », Montchrestien 3<sup>ème</sup> édition 2009 pp. 274 et 298 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 23, 31, 35, 41 et 207 pp. 23, 27, 30, 34 et 179.

<sup>1139</sup> Paul Frédéric GIRARD, « manuel élémentaire de droit romain », op. cit. p. 642 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 17 p. 20.

expressément et explicitement indiquée. Par la suite, cette condition fut assouplie. L'absence d'indication calendaire présumait que cette somme devait être remise soit immédiatement, soit sous dix jours. Le manquement à cet engagement obligeait le contrevenant à acquitter une pénalité équivalente à la moitié de la somme due. Mais cette somme pouvait revenir au débiteur sollicité à tort. Dès l'origine, il arborait plusieurs utilités. D'abord, il était une garantie singulière d'exécution des conventions. Le droit romain, très rigoureux et formaliste, n'accordait d'actions et de sanctions qu'aux obligations adoptées selon les solennités requises. Le constitut y dérogeait en assortissant d'une sanction et d'une action une obligation issue d'un consentement qui n'avait pas suivi les formes. Il ouvrait une seconde action à un créancier. Elle s'avérait précieuse quand le créancier pensait à tort avoir strictement respecté les solennités primordiales. La philosophie primitive du constitut était d'introduire une convention de report de l'exigibilité d'une dette assortie d'une clause pénale sévère. Elle est aux antipodes d'un engagement de couverture d'un « credit default swap ». Cette fonction a évolué pour dépasser très largement le simple engagement entre débiteur et créancier. Il a servi à modifier l'objet ou les modalités des conventions au gré de la volonté des parties. Une troisième personne était introduite dans la relation. Parfois, un créancier demandait à son débiteur de prendre l'engagement de s'acquitter de la somme due non auprès de lui, mais entre les mains de l'un de ses propres créanciers, par une forme de délégation. Autre liberté, le constituant pouvait s'engager envers le créancier d'autrui<sup>1140</sup>. Pour l'instant, le rapprochement avec le « credit default swap » reste lointain.

**535.** Certains auteurs le réexaminent à l'aune de la pratique. Ils le positionnent en un contrat intermédiaire entre le cautionnement et la garantie autonome<sup>1141</sup>. Garantie ou sûreté personnelle, il offre le paiement de la dette d'un débiteur. Autre caractère du constitut, il est une garantie de nature indépendante<sup>1142</sup>, autonome, par rapport à la dette principale. Autonome, car le constituant est tenu d'une dette propre et non de la dette du débiteur principal. Autonome, car en cas de contestation, le créancier n'a qu'à se contenter de rapporter la preuve de la reconnaissance de la prise de cet engagement par le constituant plutôt que la preuve qu'il devait réellement. Il est dispensé de démontrer l'existence et la validité de l'obligation entre lui et le débiteur appuyée par le constitut. Autonome, car l'engagement n'est pas accessoire<sup>1143</sup>. Le constituant paye une dette équivalente à celle du débiteur garanti. Il souscrit un engagement propre dont seul le quantum provient de l'obligation garantie. Le constitut ignore l'opposabilité des exceptions, les exceptions personnelles au débiteur principal et celles inhérentes à la dette<sup>1144</sup>. Il procure une sécurité phénoménale au créancier. Il efface la faiblesse principale du cautionnement liée à son caractère accessoire. Doté du caractère fort et automatique de la garantie autonome, le constitut n'est pas contaminé par l'inconvénient propre à la garantie autonome interdisant de calquer le montant de ce que doit le garant sur le montant de la dette principale. Le quantum de l'engagement du constituant se range sous le montant de la dette principale. Cette faiblesse est la force du cautionnement qui admet ce calcul sur la dette du débiteur. Ainsi, le constitut

---

<sup>1140</sup> Paul Frédéric GIRARD, « manuel élémentaire de droit romain », op. cit. p. 642.

<sup>1141</sup> Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », J.-Cl. com. fasc. 387 n° 50 p. 20 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL, « droit des sûretés », Litec 8<sup>ème</sup> édition 2007 n° 429 p. 288, mais renoncent à l'aborder dans l'édition 2010.

<sup>1142</sup> François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 1, 11, 32, 269 et 271 pp. 2, 11, 29, 233 et 235.

<sup>1143</sup> Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », J.-Cl. com. fasc. 387 n° 51 p. 20 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 53 et 66 pp. 41 et 51.

<sup>1144</sup> Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », J.-Cl. com. fasc. 387 n° 51 p. 20 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 272 p. 236.

se place entre ces deux garanties dont il gomme les infirmités et concilie les forces. Cette position médiane provoque le trouble car elle rend très difficile les distinctions entre les différentes conventions. Elle brouille les frontières traditionnelles et reconnues de ces sûretés pourtant essentielles à leur qualification. La meilleure façon de l'illustrer consiste à en citer un exemple. La doctrine, même si les magistrats ne se sont pas prononcés sur la qualification, a reconnu comme constitut l'engagement pris par une personne de rembourser une somme de 5 000 francs par mois à partir de septembre 1980 jusqu'au règlement du solde débiteur d'un compte courant d'une société d'imprimerie ouvert auprès d'une banque<sup>1145</sup>. Cette obligation a été vue comme un engagement principal de payer la dette d'autrui, 5 000 francs par mois, et non comme un engagement accessoire tel le cautionnement. Mais le montant de la dette est défini en référence à la dette du débiteur principal, à savoir dans cette affaire le montant débiteur du compte courant. L'engagement de payer était propre, fort et incontestable. Il était directement calculé sur la somme dont la société débitrice était redevable, pas un centime de plus ou de moins. Le constitut ne fait pas disparaître l'obligation préexistante même s'il est conclu entre les mêmes parties que l'obligation initiale. Il y a coexistence de deux obligations<sup>1146</sup>. Il n'y a pas de remplacement de l'une par l'autre.

**536.** Malgré ces points communs entre constitut et « credit default swap », des différences sensibles et dirimantes demeurent entre ces notions. La première disparité est révélée par l'étude de la place particulière occupée par la dette dans le contrat de constitut. Si l'engagement du constituant est indépendant, le constitut se repose indiscutablement sur la dette principale. Cette dette est la référence absolue à suivre lorsque le constituant est appelé à exécuter son obligation. L'inexistence ou l'extinction de la dette, lorsqu'il y a eu satisfaction directe du créancier, peut être soulevée par le constituant<sup>1147</sup>. Un créancier ne peut appeler le constituant à exécuter son engagement si la dette du débiteur n'est pas liquide. Cette liquidité<sup>1148</sup> conditionne de façon sine qua non l'obligation de règlement du constituant. L'obligation de règlement du constituant est quantifiée et chiffrée par rapport à la dette du débiteur principal<sup>1149</sup>. La volonté de souscrire un constitut interdit toute prédétermination forfaitaire du quantum<sup>1150</sup> substitué par un renvoi plus ou moins solennel et exprès à la dette principale. La détermination exacte du quantum ne se fera qu'à posteriori, au moment où la garantie du constituant est appelée, et non à la conclusion du contrat. Cette caractéristique n'est pas essentielle chez un « credit default swap » qui peut être « digital » ou « binaire », c'est-à-dire prévoir par avance la remise d'une somme forfaitaire lors de la survenue de l'événement. Autre conséquence de la place de la dette principale, le montant des paiements que s'engage à acquitter le constituant ne doit jamais dépasser le montant de la dette principale<sup>1151</sup>. A défaut, le montant sera réduit à ce niveau. Malgré tout, le constituant peut quelquefois être tenu dans des conditions plus sévères que le débiteur principal en passant

---

<sup>1145</sup> Paris, 19 mars 1987, arrêt *L. c/ Crédit Lyonnais*, RDBB n° 3 de juil.-oct. 1987 p. 96 obs. Monique CONTAMINE-RAYNAUD.

<sup>1146</sup> François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 35 p. 30.

<sup>1147</sup> Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », *J.-Cl. com.* fasc. 387 n° 51 p. 20.

<sup>1148</sup> *Ibidem* n° 51 p. 20 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 275 p. 240.

<sup>1149</sup> François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 273 p. 238.

<sup>1150</sup> Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », *J.-Cl. com.* fasc. 387 n° 51 p. 20 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 223, 225 et 226 pp. 192, 193 et 194.

<sup>1151</sup> François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 34 p. 30.

outre la condition d'exigibilité de la dette ou par l'insertion d'un taux d'intérêt plus élevé<sup>1152</sup>. Là encore, la singularité avec les « credit default swap » se remarque. La réduction du montant de la prestation n'entre pas en ligne de compte. L'obligation de règlement du constitut est provoquée par le défaut de paiement, la défaillance du débiteur est primordiale. Or le « credit default swap » admet des événements déclencheurs de protection qui ne sont pas focalisés sur cette seule défaillance.

**537.** Les autres points de démarcations concernent les caractères du contrat de constitut. Un auteur relève qu'il ne peut rester un simple contrat consensuel<sup>1153</sup>. Il estime que la présence d'un écrit, qui transforme ce contrat en contrat solennel, s'impose en raison de la nature et du particularisme du contrat de constitut. La preuve de la portée de ce contrat doit être rapportée de manière certaine. En cas de doute, la règle selon laquelle un contrat s'interprète de la manière la plus favorable au profit de celui qui s'engage aboutirait à retenir systématiquement la qualification de caution et par conséquent, à nier toute place au constitut dans l'ordre des sûretés. S'il est possible de douter ou de discuter de la nature solennelle du constitut, le doute est écarté pour un autre caractère de ce contrat étranger au « credit default swap ». Le constitut est un contrat unilatéral<sup>1154</sup>. Le créancier n'assume aucune obligation envers le constituant. Or le « credit default swap » est toujours synallagmatique en raison de la prime, élément essentiel et indispensables de ce contrat.

Enfin, la cohabitation des engagements éclaire d'autres divergences. Si l'obligation du débiteur principal et l'obligation du constitut coexistent<sup>1155</sup>, le créancier se voit ouvrir le droit de poursuivre indifféremment, à sa discrétion, l'un ou l'autre pour ce qui lui est dû<sup>1156</sup>. Mais il ne peut pas bénéficier d'un double paiement. Le concours des actions est électif. Le paiement obtenu par l'exercice de l'une lui fait perdre l'autre. L'acheteur de protection d'un « credit default swap » est engagé dans deux contrats différents. Si l'un valorise le second, ces deux contrats restent indépendants. Si la protection est enclenchée, le créancier protégé conserve tous ses droits à l'encontre du débiteur principal qui n'est pas libéré à son égard. Aucune action n'existe entre l'acheteur de risque et le débiteur. Dans un constitut, le débiteur principal n'est pas libéré car le constituant se voit attribuer le droit de se retourner contre lui. C'est toujours au débiteur de contribuer définitivement à la charge finale de la dette<sup>1157</sup>. Ainsi, le recours personnel<sup>1158</sup> ou subrogatoire<sup>1159</sup> qui accompagne le constitut ne s'applique pas dans un « credit default swap ».

Le « credit default swap » n'est pas un contrat de constitut, ancien ou adapté au monde contemporain. Il n'est ni une garantie indépendante ni un cautionnement. Mais à chaque fois, nous avons cru apercevoir dans le « credit default swap » des caractéristiques propres à chacun de ces contrats. Ne serait-il pas un contrat qui se situerait à la frontière de tous venant compléter le panel des protections proposées aux créanciers ?

---

<sup>1152</sup> Philippe SIMLER, « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », J.-Cl. com. fasc. 387 n° 51 p. 20 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 32, 34 et 237 pp. 28, 30 et 203.

<sup>1153</sup> François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 150 p. 126.

<sup>1154</sup> Ibidem n° 154 p. 129.

<sup>1155</sup> Ibidem n° 35 p. 30.

<sup>1156</sup> Ibidem n° 37 p. 32.

<sup>1157</sup> Ibidem n° 49 et s. p. 39 et s.

<sup>1158</sup> Ibidem n° 384 p. 343.

<sup>1159</sup> Ibidem n° 398 p. 355.

#### d. Un mécanisme aux frontières de tous ?

**538.** Le « credit default swap » est au confluent des forces des diverses sûretés. Il efface les limites propres à chacune parfois considérées comme une faiblesse. Il procure une satisfaction efficace avec un risque mesuré pour le créancier. Il prendrait place à leur côté pour les compléter, voir les remplacer. Le cautionnement et le constitut axent le calcul du quantum de l'obligation du garant directement sur la dette du débiteur. Le « credit default swap » l'autorise en compensant la perte réelle d'un créancier. Une indemnisation inférieure ne modifie aucunement cette réflexion. Une caution peut ne s'engager que pour une partie de la dette. Le constitut et la garantie autonome possèdent une froide efficacité. Ils amoindrissent les possibilités pour le garant de s'opposer à l'exécution de son engagement en extrayant des arguments de la relation contractuelle principale créancier/débiteur. Ils ne reconnaissent pas l'accessoire qui n'a pas non plus droit de cité chez ce « dérivé de crédit ». Il véhicule la force juridique de la garantie autonome. La relation débiteur/créancier reste totalement hors du cercle d'exécution de ce « dérivé de crédit ». Il néglige totalement les moyens de défense émanant de cette relation principale. Ce faisant, il lie les deux caractères essentiels et forts de nos deux plus importantes sûretés, forces et caractères qui sont pourtant chez chacune d'elle incompatibles. L'incompatibilité est affichée par le fait que ces forces correspondent à un critère de distinction entre elles.

**539.** Pour autant, comparer le « crédit default swap » à une sûreté n'est pas aussi pertinent qu'il y paraît. Même lorsqu'il compense une perte financière réelle et avérée, qu'il remplace une garantie dans l'esprit de l'utilisateur, le « credit default swap » n'est pas une sûreté personnelle. La sûreté personnelle réclame l'intervention d'un tiers garant qui s'engage à désintéresser un créancier non satisfait par son débiteur principal. Le garant n'a pas vocation à contribuer à la charge finale du paiement de la dette. La sûreté personnelle n'est que la création d'un droit de créance supplémentaire propre à assurer la satisfaction directe de la personne garantie. Outre la création d'un droit de créance supplémentaire, la sûreté personnelle se reconnaît par le principe d'absence de contribution à la dette par le garant<sup>1160</sup>. Quand il règle le créancier, il n'a pas vocation à supporter la charge finale du paiement. Il peut solliciter et obtenir du débiteur le paiement complet de la somme acquittée à sa place auprès du créancier. Le « credit default swap » s'écarte radicalement de la sûreté personnelle. Il méprise l'absence de contribution finale de la part de l'offreur de protection. Le vendeur de protection ne dispose d'aucune possibilité de se tourner vers le débiteur initial du sous-jacent pour recouvrer la somme versée à l'acheteur de protection en raison de la survenance de l'événement de crédit considéré. Les conventions-cadre le rappellent logiquement car le règlement opéré par le vendeur de risque est sans influence sur la relation débiteur/créancier. Le débiteur reste identiquement engagé à l'égard du créancier même après l'exécution de sa prestation par l'acheteur de risque. L'acheteur de risque n'apporte pas sa protection pour le compte du débiteur. Il ne se place pas à ses côtés. Il ne désintéresse pas la dette du débiteur. Il règle sa propre dette en toute indépendance de celle du débiteur même si celle-ci sert de référence, en tant que sous-jacent, à la fixation du quantum de sa prestation. Le débiteur reste totalement étranger à la relation nouée par un « credit default swap ». De plus, l'objet premier du « dérivé de crédit » est de protéger d'un risque, celui de contrepartie. La sûreté n'a pas pour objet premier de garantir un risque, mais d'offrir une possibilité supplémentaire de satisfaction au créancier. La sûreté se focalise sur la dette du débiteur principal. Le « credit default swap » s'oriente vers les attentes de l'acheteur de protection qui sont d'être en

---

<sup>1160</sup> Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL, « droit des sûretés », op. cit. n° 25 p. 27 ; Laurent AYNÈS et Pierre CROCQ, « les sûretés, la publicité foncière », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 5 p. 4 ; François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », op. cit. n° 44 et 51 pp. 36 et 39.

possession d'une somme monétaire équivalente à celle normalement recouvrée ou espérée de manière totalement indépendante de l'existence et de la vie de la dette du débiteur et du débiteur lui-même, si ce n'est pour le quantum. Le débiteur est tellement étranger au contrat qu'il est maintenu dans l'ignorance de sa conclusion. Le débiteur ne peut invoquer, lorsque la protection est appelée, une extinction de ses obligations à l'égard de son créancier. Les mécanismes de subrogation ou de délégation connus du code civil restent ignorés. Le vendeur de protection ne pourra pas agir contre ce débiteur. C'est une caractéristique des instruments financiers. Créés en parallèle des garanties, ces instruments financiers, et les « credit default swap, ne sont pas une sûreté personnelle complémentaire des sûretés abordées.

La qualification du « credit default swap » n'est pas à chercher parmi les sûretés personnelles. Aucun autre mécanisme connu ne rappelle, même de loin, ce contrat. Cette conclusion est de nature à étendre encore un peu plus la zone d'influence du contrat sui generis. Néanmoins, une qualification reposant sur le risque n'est pas à repousser. Le « credit default swap » présente toutes les caractéristiques essentielles du contrat d'assurance quant il cherche à compenser une perte financière réelle. Cette qualification lui colle encore plus lorsque l'acheteur de risque est une société d'assurance. La qualification de ce contrat peut se montrer mouvante selon la qualité de ses cocontractants. A ce propos, d'autres qualifications surgissent lorsque les contractants sont des établissements de crédit.

## **2. Vendeur et acheteur de protection avec la qualité de banquier.**

**540.** Les établissements de crédit ont développé des conventions dont ils sont les uniques utilisateurs. Celle qui nous interpelle en particulier est la syndication bancaire. Il faudra alors expliquer la pertinence de cette association entre la syndication bancaire et le « crédit default swap ». Dans l'optique de l'étude d'une qualification aboutie du « credit default swap », ce rapprochement ne pourrait être finalement qu'un coup d'épée dans l'eau. Issu de la pratique bancaire, il n'a jamais été législativement ou réglementairement encadré. La doctrine s'est essayée à un conséquent effort de qualification. La syndication est protéiforme. Elle ouvre en conséquence la porte à des qualifications alternatives. Nous ne pourrions faire l'économie d'un état des lieux de ces qualifications puis d'une comparaison avec le « credit default swap ».

### **a. Confusion avec la syndication bancaire.**

**541.** L'adjectif pharaonique est de plus en plus souvent associé à certains projets économiques présentés comme capitaux au développement d'un pays et aux financements qu'ils doivent mobiliser pour aboutir. Rares sont ceux où leurs initiateurs sont capables de les autofinancer. Les acteurs du financement externe sont confrontés au même problème. Ils n'ont pas les capacités pour faire face à certains prêts gourmands en fonds. Cette impossibilité est renforcée par d'autres raisons comme la politique prudentiel d'octroi des crédits limitant le quantum à débloquent en faveur d'un seul emprunteur, d'un projet, d'une zone géographiques, ou encore des fonds disponibles limités voir une surface financière insuffisante etc. La solution imaginée est la réunion des capacités financières de plusieurs intervenants. Elle prend le nom de syndication bancaire. De la sorte, la syndication est réservée aux seuls établissements de crédit. C'est pourquoi il était nécessaire de tenir compte de la qualité des parties pour qualifier ce « dérivé de crédit ». Nous commettons jusqu'à présent une erreur en employant le singulier pour aborder la syndication bancaire. Elle est

hétérogène. Le pluriel est le plus adapté. C'est que nous verrons d'abord avant de voir comment peuvent être rapprochés la syndication bancaire et les « credit default swap ».

α. Les contours de la syndication bancaire.

**542.** Il existe des syndications symboles du regroupement de plusieurs prêteurs pour la satisfaction d'un unique emprunteur. Ce rassemblement marque la formation d'un syndicat bancaire, expression employée alternativement avec les termes de « pool bancaire », « tour de table », ou encore « consortium » etc. Le pool bancaire n'est qu'une reprise du pool d'entreprise défini comme un « *terme emprunté à l'anglais utilisé pour désigner un groupement d'entreprises comportant, sans forme juridique précise, la mise en commun d'activités, de ressources, de charges ou de résultats d'exploitation* »<sup>1161</sup>. En la matière, un arrêté relatif au vocabulaire économique et financier proscrit le terme pool pour lui préférer celui de « tour de table » explicité comme la « *réunion de différents apporteurs de capitaux sans appel public à l'épargne, ayant pour objet la répartition des capitaux apportés* »<sup>1162</sup>. L'idée majeure du pool, quel que soit sa nature, est la réunion de plusieurs entités dans un but commun. Elle se retrouve dans cette autre définition : « *réunion de plusieurs établissements de crédit qui conviennent de supporter ensemble les risques et les profits d'une opération de crédit* »<sup>1163</sup>. Cette dernière est plus intéressante car elle sous-entend l'idée d'une répartition des risques. Un établissement syndiqué n'apporte pas seulement des fonds, il accepte de supporter les risques classiques inhérents à un crédit. Chaque participant supporte les devoirs, les droits et les risques d'un prêt usuel. Mais ce groupement ne se réduit pas à une accumulation et juxtaposition de contrats de prêts. Nous en justifierons par la classification des diverses catégories de pools.

**543.** Une notion unitaire trompeuse de la syndication se dégage de ces définitions alors qu'il en existe de plusieurs sortes. Le premier critère de distinction repose sur la force de

---

<sup>1161</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>1162</sup> A travers l'annexe I consacrée à la liste des termes d'usage obligatoire de l'arrêté du 18 février 1987 relatif à l'enrichissement du vocabulaire économique et financier J.O.R.F. du 2 av. 1987 p. 3654 repris par Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », O.F. n° 414 du 29 juil. 1996 p. 26 et n° 415 du 26 août 1996 p. 26 ; François PORTÉ, « les tours de table bancaires », B.&D. n° 42 de juil.-août 1995 p. 9 ; Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », *Economica* 1998 n° 1 p. 2 ; Emmanuelle BOURETZ, « crédit syndiqués, syndication directe », J.-Cl. B. fasc. 505 n° 11 p. 4.

<sup>1163</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « octroi et rupture du crédit, mise en place du crédit », *Lamy Dr. fin.* 2009 n° 3060 p. 1446 citent un « *groupement d'établissements de crédit organisé en vue du financement d'un client ou d'une opération* ». Ou encore : « *Les établissements de crédit se regroupent afin de mettre en commun leurs ressources et de disperser les risques lorsque l'opération à financer est de grande importance* » de Jacques BERTRAN de BALANDA, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », *JCP E* 1994 n° 409 p. 561. Plus lapidaire : « *Crédits montés en commun par plusieurs établissements de crédit* » de François PORTÉ, « les tours de table bancaires », loc. cit. B.&D. p. 9. Celle d'Emmanuelle BOURETZ, « la syndication indirecte », *RDBB* n° 5 de sept.-oct. 2002 p. 293 : « *le crédit consorcial est un crédit octroyé par un groupe de banques, réunies au sein d'un consortium - également dénommé « syndicat », « tour de table » ou pool bancaire - afin de permettre le montage d'une opération d'une taille et d'un risque si élevé que les ressources les plus importantes d'une seule banque ne sauraient suffire à y faire face* ». Cette dernière : « *Plusieurs banques apportent leur concours pour fournir à un emprunteur du crédit* » ne se démarque pas des précédentes : Anne-Marie TOLEDO-WOLFSOHN, « transfert de participation et crédit syndiqué », *RDBF* n° 5 de sept.-oct. 2003 p. 320 ; Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 3 p. 4 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 284 p. 222.

l'engagement juridique pris par les établissements de crédit. Limité, il sera de concertation<sup>1164</sup>. Les participants coordonnent la politique de crédit que chacun mène à l'égard d'un client commun tout en conservant une entière autonomie envers ce client et les autres membres du pool. Aucun n'a le pouvoir de représenter les autres. A l'opposé, il sera d'engagement<sup>1165</sup>. Chaque membre avancera une partie de la trésorerie constitutive du prêt et/ou prendra en charge une part du risque de crédit. L'un d'eux les représentera conventionnellement auprès du débiteur.

Un second critère de classification distingue selon que le pool est révélé ou occulte. Révélé, ou encore « manifeste » ou « ostensible », il est créé au sus et vu de tous en particulier de l'emprunteur. Le pool occulte est installé sans que l'emprunteur n'en soit averti. Même révélé par la suite par l'un des participants ou un tiers, les relations initiales entre les concernés n'en sont pas modifiées.

Un troisième critère se réfère à l'architecture juridique unissant les parties. Certains pools attachent chacun de ses membres à l'emprunteur. Concrètement, l'emprunteur contracte avec chaque banque participante personnellement prêteuse de la fraction de crédit mise à disposition. Il est le client de chaque banque. Il ressort nominalement dans les livres de compte de chaque établissement prêteur. Ce pool s'identifie sous les termes de « syndicat bancaire » ou de « syndication »<sup>1166</sup>. Cette syndication ne peut être que révélée à l'emprunteur. Dans la seconde alternative de la distinction, l'emprunteur n'a souscrit la totalité du crédit qu'auprès d'un seul établissement de crédit. Cet établissement va, de son côté, à son initiative, indépendamment de l'emprunteur, constituer un pool en sollicitant ses confrères. Il cherche à installer une « syndication indirecte ». Autre modalité de création, un membre d'une syndication répartit la fraction de crédit à sa charge entre les membres d'un pool qu'il arrange. Membre d'une syndication révélée, il anime un pool pour sa part de crédit. Nous sommes face à une « sous-participation » ou un « compte à demi »<sup>1167</sup>. La sous-

---

<sup>1164</sup> Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « octroi et rupture du crédit, mise en place du crédit », Lamy Dr. fin. 2009 n° 3060 p. 1446 ; Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 7, 158 et 180 et s. pp. 10, 101 et 114 ; Jacques BERTRAN de BALANDA, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », loc. cit. p. 561 n° 5 ; Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. p. 26 ; François PORTÉ, « les tours de table bancaires », loc. cit. p. 9 ; Jacques TERRAY, « l'octroi conjoint de crédit syndicat et sous participation », JCP E 2002 étude n° 491 p. 511.

<sup>1165</sup> V. les références préc.

<sup>1166</sup> Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 5 p. 6 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 285 p. 222 ; Emmanuelle BOURETZ, « crédit syndiqués, syndication directe », J.-Cl. B. fasc. 505 n° 19 et s. p. 5 et « la syndication indirecte », loc. cit. p. 293 ; Jacques BERTRAN de BALANDA, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », op. cit. p. 561 n° 21 et « crédit syndiqué et sûretés », B.&D. n° 52 de mars-av. 1997 p. 3 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », B.&D. n° 61 de sept.-oct. 1998 p. 3 ; Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. pp. 26 ; Jacques TERRAY, « l'octroi conjoint de crédit syndicat et sous participation », loc. cit. n° 491 p. 511 ; Francis J.-CRÉDOT et Yves GÉRARD sous Versailles, 11 déc. 1997, RDBB n° 71 de janv.-fév. 1999 p. 26.

<sup>1167</sup> V. sur cette distinction : Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 203 p. 197 ; Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 6 et 718 pp. 9 et 426 ; Emmanuelle BOURETZ, « crédit syndiqués, syndication directe », J.-Cl. B. fasc. 505 n° 19 p. 5, « crédit syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506, « la syndication indirecte », loc. cit. p. 293 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », dans le dossier sur « les pools bancaires de crédit » paru à la RDBF n° 1 2004 p. 70 ; Jacques BERTRAN de BALANDA, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », loc. cit. n° 409 p. 561 n° 7 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « la syndication : un mécanisme essentiel de collecte des fonds et de répartition des risques », B. juil.-août 1981 n° 408 p. 822 ; Jean Du PRE De SAINT-MAUR, « les euro-crédits financiers : le point de vue du banquier », B. n° 331 de juil.-août 1974 p. 667 ; Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. pp. 26 ; Jacques TERRAY, « l'octroi conjoint de crédit syndicat et sous participation », loc. cit. n° 491 p. 511 ; Michel BAUER, « sous-

participation est le plus souvent occulte, mais ce n'est pas systématique. Sa caractéristique majeure est l'absence totale de relations juridiques directes entre les établissements bancaires membres d'une sous-participation et l'emprunteur. Les liens contractuels unissent d'une part l'emprunteur et l'établissement de crédit créateur de la sous-syndication et d'autre part cet établissement de crédit et les membres sous-participants.

**544.** Avant de refermer cette page de classification, il faut exposer celles propres à la sous-participation. L'intervention des sous-participants est modulable. Ils s'engageront en trésorerie seule, en risque seul ou bien encore en risque et trésorerie. La participation en trésorerie se limitera à un apport financier du sous-participant. Il sera remboursé au terme de la convention indépendamment de l'exécution intégrale ou non de ses obligations par l'emprunteur. Cette formule théorique est peu usitée. Elle avantage surtout les établissements de crédit d'une faible surface financière. S'il n'intervient qu'en risque, le sous-participant n'apporte aucun financement à la banque liée à l'emprunteur qui fournira seule l'intégralité du montant du crédit. Le participant en risque sera sollicité en cas de mauvaise fin du contrat principal dans la limite de la fraction du crédit principal pris en charge. Une participation en trésorerie et risque mêle les deux obligations précédentes. L'établissement de crédit interviendra à l'égard de la banque liée comme un membre d'un pool révélé. Il libérera et virera les fonds du crédit en faveur de la banque organisatrice du pool selon l'échéancier prévu. Il accepte de ne pas être totalement désintéressé en cas d'incident de crédit ou de défaillance de l'emprunteur dans la limite de sa part. La syndication occulte peut être partielle ou totale. Partielle, l'établissement de crédit n'assume qu'une partie du crédit. Totale, la syndication portera sur l'intégralité du crédit. Il est tenu compte du moment de sa formation par rapport à l'octroi du crédit à l'emprunteur. Elle peut être installée de manière antérieure, postérieure ou différée par rapport à la convention de syndication principale.

**545.** Plusieurs phases se succèdent lors de l'édification d'un pool. Elles éclairent ces distinctions. Pour une syndication révélée, l'emprunteur recherchera un établissement de crédit interlocuteur après mise en concurrence sur les conditions de crédit de plusieurs d'entre eux pressentis. L'élu sera bénéficiaire d'une lettre d'engagement. Il préparera l'installation du pool par un rôle de conseil notamment quant aux paramètres et garanties du prêt (montant, durée, taux d'intérêt, condition de remboursement), la documentation, la détermination des engagements à prendre et des banques à sélectionner, point sur lequel l'emprunteur peut manifester certaines préférences ou le laisser opérer seule. Il constituera le syndicat par mandat de l'emprunteur. Il concoquera les documents d'information et précontractuels. Il invitera les banques choisies à intégrer la syndication en leur communiquant une note d'information ou un prospectus. Il prendra à ce stade le nom de banque arrangeuse ou de chef de file. Son engagement peut excéder ce rôle. Il peut s'engager à prêter intégralement ou partiellement la somme requise indépendamment du montant des fonds réunis et du nombre de banques adhérentes au projet. Une autre phase s'engagera dès la sélection achevée. La banque arrangeuse servira d'intermédiaire entre les candidats participants et l'emprunteur dans la négociation de la convention définitive et de ses éventuels ajustements<sup>1168</sup>. Seront abordés le calendrier des tirages, le contrôle de l'utilisation des fonds, le taux d'intérêt, les engagements complémentaires de faire (le respect de ratios financiers) et de ne pas faire (la cession de certains actifs) à la charge de l'emprunteur. Une fois les modalités circonscrites,

---

participation : considérations pratiques » dans le dossier sur « les pools bancaires de crédit », RDBF n° 1 2004 p. 66 ; Francis J.-CRÉDOT et Yves GÉRARD, chron. de la RDBB n° 71 de janv.-fév. 1999 p. 26.

<sup>1168</sup> Un syndicat de direction remplacera le chef de file selon l'importance du montant demandé. Une hiérarchie s'instaurera entre les établissements membres du syndicat selon leur part de financement. Le directeur du syndicat sera chef de file principal, puis viendront des co-chefs de file principal, des chefs de file et enfin des co-chefs de file. Chacun pourra se voir confier certaines missions précises dans le cadre de l'organisation du syndicat : rédaction de la documentation, organisation des offres etc.

chaque banque décidera en interne d'accorder ou non le prêt. Chacune signera le contrat commun avec l'emprunteur lors d'une cérémonie de signature agencée par le chef de file. Une sous-participation naîtra à l'initiative de la banque qui veut se départir d'une partie du crédit. Prenant automatiquement le statut de chef de file, elle engagera seule les démarches nécessaires dont le formalisme sera allégé. La période préalable en collaboration avec l'emprunteur et le rôle d'intermédiaire disparaissent. Il devra évidemment former le pool et rédiger le contrat. Les critères de sélection de membres du pool diffèrent. Les liens affectifs s'effacent au profit de la nationalité ou de la connaissance d'une branche particulière. La banque liée apporte dès le début le texte complet du contrat de pool et une copie du contrat de crédit conclu ou du projet à conclure avec l'emprunteur. Il rédigera une note d'information sur l'emprunteur qui ne pourra engager, en cas d'erreur, que sa responsabilité dans la limite des clauses limitatives de responsabilité.

**546.** Leur fonctionnement, similaire dans les deux hypothèses de syndication, est imprégné par deux caractères équivoques. D'un côté, l'individualisation des rapports règne. Chaque prêteur n'agit que pour lui. De l'autre côté, la syndication est imprégnée d'une certaine communauté<sup>1169</sup>. La communauté transparaît de l'animation de ce groupement par la banque arrangeuse sous l'étiquette d'agent des banques<sup>1170</sup>, de banque chef de file de la syndication ou de mandataire de gestion. Le renvoi au mandat est juridiquement contestable. Ses pouvoirs ne reposent pas sur un contrat de mandat. Son rôle est celui d'intermédiaire entre les parties durant l'exécution du contrat de prêt. Cet agent gèrera administrativement le crédit. Il centralisera les fonds promis à l'emprunteur avant de les lui transmettre en respectant le tirage et le calendrier. Il surveillera les prises de garanties, les sûretés et leur efficacité. Il énoncera le taux d'intérêt s'il est variable. Il s'attellera à la gestion courante du crédit. Il répartira les remboursements reçus entre les membres de la syndication au prorata des participations. Il notifiera aux acteurs du crédit les informations relatives à la mise à disposition du crédit, les sommes remboursées et le niveau du taux d'intérêt variable. Il les représentera dans ces limites dans les relations avec l'emprunteur. Il surveillera l'évolution de la situation de l'emprunteur et le respect des engagements de faire ou de ne pas faire. Il rendra compte des difficultés rencontrées. Cette mission est affirmée pour les pools occultes en raison de la position de tiers de l'emprunteur à l'égard des banques membres. Ce rôle est central. Il a une répercussion financière puisque cette représentation dans la gestion du crédit allégera le coût du crédit. Les membres du pool se dispenseront de déployer des moyens pour gérer le prêt. Cet agent n'est ni le garant des banques membres du pool dans l'exécution de l'obligation de libération de la promesse des fonds ni le garant du remboursement par l'emprunteur.

**547.** La communauté affleure dans le régime de la responsabilité de l'agent. L'agent ne doit pas outrepasser ses fonctions sous peine d'engager sa responsabilité contractuelle. Il doit se limiter à la gestion courante sans prendre d'initiative hors stipulations conventionnelles. Les décisions importantes sur le sort de ce crédit (renégociation, déchéance du terme, exigibilité anticipée du crédit, prise de mesures conservatoires, ouverture d'une procédure collective, déclaration de créance) sont votées à l'unanimité ou à la majorité conventionnelle par les membres du syndicat après consultation. Les stipulations décrivent précisément les

---

<sup>1169</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 201 p. 196.

<sup>1170</sup> L'agent peut être un établissement de crédit différent de la banque arrangeuse du crédit syndical. Plusieurs critères président ce choix : la détention de la participation la plus importante du crédit (présumé le plus diligent pour assurer le pool), l'expérience, la compétence en matière de crédit consorsial et la meilleure connaissance de l'emprunteur. Ainsi, quasi-unanimement, le chef de file deviendra l'agent. Il est le pivot obligatoire entre des relations contractuelles indépendantes. Mais il n'a pas de rôle de représentation des banques liées à l'égard de l'emprunteur en l'absence de contrat entre eux. En revanche, en matière de pool occulte, l'agent sera forcément la banque liée à l'emprunteur en tant que seul contractant.

pouvoirs de l'agent<sup>1171</sup>. Toute extension ne peut provenir que d'un mandat spécifique. Le droit commun retrouve toute sa vigueur. Ce chef de file ne peut ester en justice<sup>1172</sup> sauf à être muni d'un pouvoir spécial donné par écrit<sup>1173</sup> par les autres membres du syndicat. La communauté est encore plus prégnante chez une sous-participation occulte en risque. La banque liée doit solliciter l'autorisation préalable et expresse des banques sous-participantes sauf pour les actes de gestion courante et pour l'application pure et simple des stipulations contractuelles. Des modulations sont apportées à cette intransigeance. Une décision prise par la banque liée n'est pas sanctionnée en présence du caractère implicite de l'accord du sous-participant, du caractère abusif du refus ou du caractère raisonnable des décisions.

**548.** Le caractère individuel de la syndication n'est jamais totalement effacé. Chaque membre du syndicat, personnellement engagé à l'égard de l'emprunteur, conserve un droit de créance direct à son encontre. Il peut défendre personnellement ses intérêts et engager en justice toutes les actions nécessaires pour recouvrer sa créance. Il ne commettra jamais de faute en se dissociant de la communauté. Agir en ordre dispersé sans coordination n'est pas fautif à la condition de n'enfreindre ni le devoir de collaboration entre membres ni celui de ne pas se nuire. Le défendeur à l'action en remboursement varie selon les pools. Dans une syndication bancaire, chaque membre assignera directement l'emprunteur débiteur. Dans une sous-participation, en l'absence de relation entre les prêteurs et l'emprunteur, les membres ne sont jamais devenus le créancier de l'emprunteur<sup>1174</sup>. Cette qualité est réservée au seul chef de file qui reste le seul bénéficiaire des sûretés concédées par l'emprunteur. Il pourra seul initier les recours contre le débiteur pour la totalité de la créance y compris la part cédée au(x) sous-participant(s). Les sous-participants n'orienteront leurs requêtes que vers le chef de file dans la limite de ce que le débiteur aura réglé. Le chef de file, qui n'est pas le garant du débiteur, ne saurait se voir réclamer plus que ce qui lui sera restitué.

**549.** Cette ambivalence entre individualité et communauté sourde dans les rapports internes entre les membres du pool et externes avec le débiteur. Marque de l'individualisme, l'absence de solidarité est de principe entre les membres du syndicat<sup>1175</sup>. Aucun ne peut ni

---

<sup>1171</sup> Parfois, cette banque arrangeuse prendra le statut de commissionnaire.

<sup>1172</sup> Possibilité refusée puisque nul ne plaide par procureur.

<sup>1173</sup> Au sujet de la déclaration de créances d'un pool pour laquelle la Cour de Cassation déclare : « *Attendu que la déclaration des créances équivaut à une demande en justice ; que la personne qui déclare la créance d'un tiers doit, si elle n'est pas avocat, être munie d'un pouvoir spécial donné par écrit* » : Cass. Ass. Plénière, 26 janv. 2001, arrêt *Pascual-Homont c/ société Générale*, Bull. civ. n° 1, D. 2001 act. juris. p. 631, JCP 2001 II n° 10 552 p. 1232 note Denis LOCHOUARN, JCP E 2001 p. 617 note Martine BEHAR-TOUCHAIS et p. 753 n° 8 obs. Michel CABRILLAC, RDBF mars-av. 2001 n° 66 p. 91 obs. François-Xavier LUCAS, Procédures mai 2001 n° 109 p. 11 obs. Christian LAPORTE, RTD com. pp. 508 et 746 chron. Michel CABRILLAC. Postérieurement, une décision précisera que ce pouvoir écrit « *doit accompagner la déclaration des créances ou être produit dans le délai légal de celui-ci* » : Cass. com., 16 oct. 2001, arrêt *Crédit Lyonnais c/ Pellegrin*, Bull. civ. IV n° 168 p. 159, D. 2001 J. p. 3275 obs. Alain LIENHARD. V. aussi Cass. Ass. Plén., 4 fév. 2011, arrêt *Martine bois et dérivés et a. c/ Unimat et a.*, BIDCC du 15 mars 2011 p. 19, D. 2011 p. 439 obs. Alain LIENHARD, JCP E 2011 p. 1263 n° 7 chron. Philippe PÉTEL et p. 1264 note Philippe ROUSSEL GALLE, JCP 2011 n° 381 p. 643 note Laurence-Caroline HENRY, Gaz. Pal. 2011 J. p. 1041 note Emmanuelle LE CORRE-BROLY et p. 823 note Laetitia ANTONINI-COCHIN, act. Proc. Coll. n° 5 mars 2011 n° 80 p. 2 note Philippe ROUSSEL GALLE, Rev. Proc. Coll. mars-av. 2011 n° 23 p. 32 note Pierre CAGNOLI, Dr. & Proc. n° 5 mai 2011 p. 117 obs. François VINCKEL, RLDA n° 59 av. 2011 n° 3368 p. 17 note Paola NABET, Procédure mai 2011 n° 177 p. 31 obs. Blandine ROLLAND, P.A. n° 138 du 13 juil. 2011 p. 10 obs. Georges TEBOUL.

<sup>1174</sup> Paris, 5 juil. 2002, arrêt *Da Costa c/ SA Banque Le Henin*, Légifrance : « *considérant que le caractère occulte d'un contrat de participation a pour effet direct qu'aucun lien de droit n'est créé entre la banque sous-participante et les tiers, dont les emprunteurs ... ; que dès lors, la convention ne confère aucun droit de créance sur l'emprunteur à la banque sous-participante qui ne peut donc exercer aucune des prérogatives attachées à la qualité de prêteur* ».

<sup>1175</sup> Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 201 p. 196 ; Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 246 et 822 pp. 149 et 481 ; Emmanuelle BOURETZ, « crédit

forcer ni agir contre l'un de ses confrères pour obtenir l'apport de sa quote-part au financement. Chacun fait son affaire de trouver la ressource proposée à l'emprunteur, à plus forte raison dans une sous-participation. L'emprunteur n'en profite pas non plus. Il ne peut actionner l'un des autres participants syndiqués lorsque l'un d'eux défaille à apporter sa quote-part dans le financement promis. Le crédit est réduit à concurrence de la part de la banque défaillante. Certes, des solutions peuvent être envisagées pour se dégager de cette impasse. Une clause peut imposer à l'agent et aux membres du syndicat de trouver un remplaçant. Ils peuvent s'engager à assumer cette part<sup>1176</sup>. En l'absence de prévision contractuelle, ils pourront accepter de tels remèdes après la naissance du problème. Mais aucune action forcée de l'emprunteur ne saurait aboutir. Réciproquement, le débiteur ne sera jamais valablement libéré en désintéressant la totalité de sa dette auprès d'un seul des membres du syndicat.

La communauté reprend son emprise par l'application stricte du principe d'égalité. Aucun membre du pool ne peut conserver le paiement de la totalité de la créance. Tout paiement préférentiel reçu devra être partagé entre tous les membres du syndicat dans la limite des participations. Les garanties prises sont réparties selon ce prorata des participations.

Ces questions sont ignorées en matière de pool occulte. Une banque sous-participante ne verse rien à l'emprunteur. Elle ne peut bénéficier d'un remboursement remis par le débiteur. Elle ne peut le poursuivre en recouvrement de sa créance ni se prévaloir des sûretés consenties ou des clauses protectrices insérées dans le contrat principal. Toute action indirecte est proscrite comme par exemple la compensation entre sa créance et une dette due à l'emprunteur à l'occasion d'un autre contrat. Il lui est défendu d'user d'une sûreté consentie lors de sa relation personnelle avec l'emprunteur.

**550.** L'absence de solidarité pointe également en matière de responsabilité. Chacun, professionnel averti, prend seul, en toute indépendance, la décision d'intégrer le syndicat. Il doit s'informer personnellement et agir avec prudence, en particulier face à l'octroi abusif de crédit invocable par l'emprunteur. Aucune responsabilité n'incombe au chef de file sauf à démontrer la transmission d'informations inexactes ou incomplètes. L'atténuation conventionnelle de sa responsabilité est inopérante lorsqu'elle est délictuelle, en présence d'une faute lourde ou d'un dol. La responsabilité contractuelle est engagée pour tout manquement à l'un des engagements. Celle du chef de file s'applique en cas de défaillance dans l'exécution des instructions reçues ou de l'une des missions conventionnelles. Si un membre du syndicat manque à une obligation, il engage seul sa responsabilité. Elle ne peut être étendue ou reportée aux autres membres, l'agent ou le pool lui-même. Cette carence ne libère de leurs engagements ni les autres membres du pool ni ne provoque l'extinction du syndicat.

---

syndiqués, syndication directe », J.-Cl. B. fasc. 505 n° 94 et s. p. 12 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 296 p. 231 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3 ; Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. pp. 26 ; Jacques TERRAY, « syndication directe : formation des contrats », et Jean STOUFFLET, « syndication directe : exécution de la convention de crédit et rôle de l'agent », dans le dossier sur « les pools bancaires de crédit » paru à la RDBF n° 1 2004 pp. 60 et 63 ; Jacques BERTRAN DE BALANDA, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », loc. cit. n° 409 p. 561 ; Hubert FRANÇOIS-MARSAL, « l'ouverture de crédits en euro-devises et les obligations des banques », B. n° 396 de juin 1980 p. 703 ; François PORTÉ, « les tours de table bancaires », loc. cit. p. 9 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « la syndication : le risque de conflit entre les banques », B. n° 410 oct. 1981 p. 1149.

<sup>1176</sup> Le contrat de pool peut résoudre ce problème : accroissement de la participation des membres selon le pourcentage de crédit, obligation pour l'agent de rechercher d'autres participants etc.

**551.** Pour achever cette présentation, il convient de souligner deux éléments. Le mode de fonctionnement et les principes exposés ne sont pas fondamentalement modifiés<sup>1177</sup> à l'occasion des pools internationaux ou des euros-crédit<sup>1178</sup>. Aux intérêts déjà évoqués de financement et de répartition des risques, d'autres plus ou moins spécifiques peuvent venir s'agglutiner selon les montages<sup>1179</sup> : le respect de la réglementation ou des ratios, apparition d'une source supplémentaire de revenus grâce aux commissions, commodité de gestion du crédit par la présence d'un agent intermédiaire, élimination du favoritisme grâce à l'égalité de traitement et d'information.

Après cet exposé, la confusion entre syndication et « credit default swap » paraît impossible. Les procédures de conclusion d'un « dérivé de crédit » et d'une syndication bancaire sont aux antipodes. Mais faut-il en rester à cette apparence ?

*β. Confusion possible avec la syndication bancaire en risque.*

**552.** A l'évidence, tout risque de confusion est banni. Nul point commun entre les syndications et les « credit default swap » tant dans la définition que dans la procédure d'élaboration des contrats. Cette affirmation est totalement justifiée pour la syndication bancaire révélée. Elle organise un prêt unique à grande échelle entre de multiples prêteurs. Le « credit default swap » n'est pas un prêt. Le vendeur de protection ne donne pas de somme d'argent à un destinataire qui en fera usage pour la réalisation d'un projet à charge pour lui de la lui rembourser aux échéances convenues. Il ne constitue pas un groupe de prêteurs attachés par un intérêt commun à un seul emprunteur. Le caractère révélé du pool le différencie du caractère confidentiel du « credit default swap ». Il ne se crée aucun lien juridique entre ce débiteur et le vendeur de protection. Tel n'est pas le cas dans une syndication révélée car tous les intervenants sont liés. En revanche, ces arguments sont stériles pour récuser tout rapprochement avec un pool bancaire occulte. En effet, non seulement ils sont confidentiels, connus des seuls contractants, mais en plus ils sont occultes. Ils ne créent pas de relations de droit entre le sous-participant et l'emprunteur. Certaines sous-participations tendent à la remise de fonds pour l'exécution d'un contrat de prêt. Tous les contrats obligeant le sous-participant à remettre des fonds dès sa signature en vue d'une restitution sont inadaptés à notre recherche d'une qualification. Les contrats de sous-participations en trésorerie, seule et/ou en risque, ne conviennent pas.

**553.** Par élimination, seule la sous-participation en risque surnage comme hypothèse de requalification. Ce sous-participant ne consent pas de prêt. Il ne transfère pas de fonds à son

---

<sup>1177</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 152 p. 159 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3 ; Jacques TERRAY, « l'octroi conjoint de crédit syndicat et sous participation », loc. cit. n° 491 p. 511 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « la syndication : un mécanisme essentiel de collecte des fonds et de répartition des risques », loc. cit. p. 822 et « la syndication : le risque de conflit entre les banques », loc. cit. p. 1149 et n° 411 de nov. 1981 p. 1214.

<sup>1178</sup> V. aussi la littérature consacrée aux euros-crédit (opération de crédit portant sur des euro-devises, c'est-à-dire un « prêt non commercial à moyen terme libellé en une monnaie indépendante des nationalités des prêteurs et des emprunteurs et financé par des ressources à vue ou à court terme empruntées sur le marché des euro-devises » selon la définition fournie par Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « le phénomène des euro-crédits et ses statistiques », B. n° 403 de fév. 1981 p. 149). Ces financements passent par une syndication : Hubert FRANÇOIS-MARSAL, « l'ouverture de crédits en euro-devises et les obligations des banques », loc. cit. p. 703 ; Jean Du PRE De SAINT-MAUR, « les euro-crédits financiers : le point de vue du banquier », loc. cit. p. 667.

<sup>1179</sup> Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 16 et s. pp. 20 et s. pour les pools révélés et n° 738 et s. pp. 435 et s. pour les pools occultes.

contractant, la banque liée, qui les remettra ensuite à un emprunteur. Ce contrat n'aménage pas les relations entre des établissements bancaires attribuant un crédit unique à un emprunteur. Un indice du rapprochement entre les deux notions émane de la Cour d'Appel de PARIS<sup>1180</sup> : la convention de sous-participation a pour objet le partage des risques ou de la trésorerie afférent à un crédit en contrepartie d'une part de la rémunération de celui-ci en intérêts et commissions. Recentrée sur la seule convention de sous-participation en risque, cette définition valorise la volonté de partage des risques relatifs à un crédit en échange d'une rémunération. Les objectifs poursuivis sont similaires. Le partage des risques comme source de motivation de la création d'une sous-participation en risque a souvent été soulignée par la doctrine qui renoue avec le vocabulaire habituel sur la diffusion des risques. Les expressions de « répartition des risques »<sup>1181</sup>, « division des risques »<sup>1182</sup>, « distribution du risque »<sup>1183</sup> et « transfert des risques »<sup>1184</sup> sont employées. Un auteur manie même celle de « risque de contrepartie » à cette occasion<sup>1185</sup>.

**554.** Sous l'angle de leurs intérêts, la comparaison entre la sous-participation en risque et le « crédit default swap » est convergente. Le sous-participant accède à de nouveaux marchés soit habituellement fermés, soit situés en dehors de sa sphère d'activité usuelle, soit inaccessibles en raison de l'insuffisance de sa surface financière. Ces ouvertures s'offrent au sous-participant sans mobilisation d'investissements pour la prospection d'un nouveau segment d'activité. Ils permettent la diversification de l'activité et la multiplication des opportunités d'investissements sans engagements substantiels des ressources ni soucis de la gestion du crédit. Il peut être l'occasion d'un premier contact à de nouveaux courants d'affaires avec des emprunteurs avertis de la création de la sous-participation occulte.

La banque liée initiatrice d'une sous-participation occulte trouve des avantages identiques aux acheteurs de protection d'un « credit default swap ». Elle offre de gérer efficacement tout à la fois les impératifs prudentiels internes (les limites de crédit par client et les obligations de diversifications) et externes (le ratio de solvabilité) tout en satisfaisant les besoins financiers de ses clients. Elle concédera des fonds à un client même si elle est déjà surexposée à son égard. Elle maintiendra la qualité de sa relation clientèle malgré la concentration des risques à son égard. Elle autorise une gestion plus efficiente des fonds propres. Elle libèrera des lignes de crédit qui seront affectées à des opérations plus rentables sans enfreindre les règles du capital réglementaire. Elle permettra de jouer sur l'évolution des taux.

Comme pour les « credit default swap », elle est bon marché pour le sous-participant qui n'a besoin de n'immobiliser ni fonds, ni trésorerie ni frais de financement à la signature du

<sup>1180</sup> Paris, 5 mai 1987, arrêt *soc. Al Bahrein Arab African Bank et a. c/ BFCE*, D. 1989 S.C. p. 323 ; Paris, 6 sept. 2002, arrêt *Da Costa c/ SA Banque La Hénin et a.*, JCP E 2003 pan. rap. n° 161 p. 199.

<sup>1181</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 205 p. 198 ; Jean Du PRE De SAINT-MAUR, « les euro-crédits financiers : le point de vue du banquier », loc. cit. p. 667 ; Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « la syndication : un mécanisme essentiel de collecte des fonds et de répartition des risques », loc. cit. p. 822 ; François PORTÉ, « les tours de table bancaires », loc. cit. p. 9 ; Jacques TERRAY, « l'octroi conjoint de crédit syndicat et sous participation », loc. cit. n° 491 p. 511 ; Emmanuelle BOURETZ, « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70.

<sup>1182</sup> Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. ; Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 664 p. 392.

<sup>1183</sup> Michel BAUER, « sous-participation : considérations pratiques », loc. cit. p. 66.

<sup>1184</sup> Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 828 p. 486 ; Emmanuelle BOURETZ, « crédit syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 1 p. 2, « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70 et « la syndication indirecte », loc. cit. p. 293 ; Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 155 et « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 72 ; Marc FAVERO, « de l'intérêt d'un nouveau contrat nommé : le contrat de transfert de risque », loc. cit. n° 1222 p. 2308.

<sup>1185</sup> Michel BAUER, « sous-participation : considérations pratiques » loc. cit. p. 66.

contrat. Elle subit l'effet de levier car le paiement de la prestation par le sous-participant en cas de défaillance de l'emprunteur peut être sans commune mesure avec la rémunération du service.

Commercialement, la sous-participation occulte en risque reste étrangère à l'emprunteur. Il n'y a modification ni de la relation commerciale de base ni de la relation de confiance. La banque liée maintient son prestige. Les critères de décision quant à l'octroi ou non du crédit ne dépendront plus seulement des ratios ou de la solvabilité du débiteur.

**555.** En terme de structure, des rapprochements sont indiscutables. Il existe deux contrats distincts avec un contractant créancier en situation de pivot entre les deux contrats. Mais ses deux cocontractants ne sont nullement liés<sup>1186</sup>. Cette charnière ne matérialise pas une chaîne de contrats. Ces mécanismes, même s'ils se réfèrent à un contrat de base en en reprenant les principaux termes et conditions, sont formellement séparés de cette convention. Le « credit default swap » ne produit d'effets qu'entre l'acheteur et le vendeur de protection. Il ignore le titulaire du sous-jacent malgré la transposition des obligations que tient l'acheteur de protection vers le vendeur de protection. Il en va ainsi avec la syndication occulte qui ne produit aucune conséquence entre l'emprunteur et le sous-participant. Le consensualisme règne en maître. Le créancier de la relation de base prend l'initiative de rechercher la protection contre le risque.

**556.** Les contrats présentent des caractéristiques analogues. Leur objet est d'organiser avec un tiers d'une première relation contractuelle une protection et une couverture contre un événement affectant le recouvrement de la créance de cette relation contractuelle initiale. La banque membre d'une syndication en risque seulement s'engage, en contrepartie d'une certaine rémunération, à payer à sa contrepartie une somme représentant un pourcentage convenu de toutes sommes dues par l'emprunteur et impayées à l'échéance. Le vendeur de protection, en échange d'une prime, s'engage à payer une somme égale à une perte de valeur d'une créance affligée par un événement. Si l'événement survient, tant le syndiqué en risque que le vendeur de protection doivent verser la prestation monétaire spécifiée dans le contrat. Si l'événement ne survient pas, les deux conservent la rémunération reçue. Ces deux contrats prévoient la protection d'une partie de manière onéreuse. Ils sont aléatoires car grevés d'une incertitude sur lequel se focalise ces conventions, la survenance d'un événement affectant une créance. Le ou les événements redoutés, incertains, extérieurs aux parties mais listés par leurs soins dans la convention, sont susceptibles d'engendrer une perte financière. Dans la mesure du possible, les modalités de calcul du « credit default swap », lorsqu'il couvre une perte financière réelle, tendent à se rapprocher le plus possible du montant du dommage final, c'est-à-dire de la perte économique supportée comme le démontre la procédure d'enchère. La sous-participation en risque attribue au prorata de sa part le montant de la perte engendrée par le défaut de paiement de l'emprunteur. La somme virtuelle à laquelle seront tenus le vendeur de protection et le sous-participant en risque sera dégressive au fil des remboursements effectués par le débiteur de la créance de référence, au fur et à mesure de l'avancée dans le temps.

A ce stade, si dans les deux hypothèses, toutes les parties sont des établissements de crédit, la distinction entre les deux conventions est rendue impossible. Dès lors, il devient intéressant d'étudier la qualification de la syndication bancaire occulte en risque pour éventuellement l'accommoder au « credit default swap ».

---

<sup>1186</sup> Emmanuelle BOURETZ, « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70.

## b. Qualification débattue de la syndication occulte en risque.

**557.** La qualification de la syndication occulte en risque a donné lieu à de nombreuses interrogations en doctrine et jurisprudence. Un sentiment de contrariété se dégage de la lecture de certains articles. Ils ne rapportent pas toujours les distinctions entre les diverses formes de syndications<sup>1187</sup>. En conséquence, soit sont retenues des qualifications inadaptées à certaines formes, soit sont écartées des qualifications pourtant adéquates à certaines variantes de la syndication. Les décisions de justice rendues ne participent pas toujours non plus à la clarté du débat. Elles s'épargnent la vérification de toutes les conditions propres à chaque syndication. Elles ne précisent pas la nature contractuelle du pool rencontré. Elles ouvrent la voie à des discussions interminables et finalement stériles en l'absence d'indication. Ces remarques doivent être gardées à l'esprit lors du travail à venir pour éviter de se fourvoyer dans de fausses pistes. Malgré tout, un consensus s'est dégagé pour certaines formes de pool. Les qualifications de société en participation et de caution émergent. Avant, nous écarterons très rapidement certaines qualifications énoncées peu plausibles.

### α. Les qualifications peu plausibles.

**558.** D'emblée, certaines qualifications sont écartées rapidement par la doctrine. En l'absence de remise de fonds par le sous-participant en risque à la banque liée au début du contrat, elle ne peut être ni une opération de crédit ou de prêt<sup>1188</sup> ni une opération de refinancement<sup>1189</sup>. La qualification d'opération de réassurance est très éloignée<sup>1190</sup>. Elle est l'« opération par laquelle un assureur (dit cédant), jugeant trop lourds ou dangereux pour lui les risques qu'il a acceptés de couvrir, s'en décharge partiellement sur un autre assureur (dit réassureur ou cessionnaire), tout en demeurant intégralement tenu vis-à-vis de l'assuré »<sup>1191</sup>. Elle conforte un contrat d'assurance. Le réassuré ne peut être qu'une société d'assurance. La différence est éclatante avec la sous-participation en risque réservée aux établissements de crédit qui conforte une opération de crédit. La cession occulte de créance ne convient pas<sup>1192</sup>. Il n'y a ni vente ni donation du prêt bancaire. En revanche, la notion de société en participation a eu son heure de séduction.

---

<sup>1187</sup> Par exemple Emmanuelle BOURETZ aborde la qualification générale de la sous-participation sans procéder aux diverses distinctions : « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 73 et s. p. 12 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 295-5 p. 229.

<sup>1188</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 77 et s. p. 12 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70. Contra à l'occasion d'une étude globale : Jacques BERTRAN DE BALANDA, « à la recherche de la nature juridique des conventions de sous-participations bancaires », loc. cit. n° 572 p. 303 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3.

<sup>1189</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 84 p. 13 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3.

<sup>1190</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 74 et s. p. 12 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70.

<sup>1191</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

<sup>1192</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 87 et s. p. 13 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70.

### β. La société en participation.

**559.** La jurisprudence<sup>1193</sup> a inspiré la doctrine<sup>1194</sup> en se polarisant à plusieurs reprises sur cette qualification. Les décisions se concentrent sur le risque de perte partagé entre la banque liée et le sous-participant occulte. Elles considèrent qu'il y a partage des pertes<sup>1195</sup>, caractère indispensable à la formation d'un contrat de société. En vertu de l'article 1832 du code civil précité<sup>1196</sup>, les juridictions recherchent la réalité des apports des associés et leur volonté d'être animés de l'*affectio societatis*. Si cette qualification est attribuée à juste titre pour les sous-participations occultes en risque et trésorerie<sup>1197</sup>, elle reste discutable pour la sous-participation en risque seule face à l'impossibilité de déterminer un apport de chaque partie. Le sous-participant ne libère aucun capital à la conclusion du contrat. Estimer que cette obligation est accomplie lorsque le sous-participant exécute son devoir de couverture mène à une impasse. Cet engagement est aléatoire. Cette théorie n'explique pas où identifier l'apport quand le sous-participant n'a pas à exécuter sa prestation en l'absence de défaillance de l'emprunteur. Bien plus, l'exécution de cette obligation par le sous-participant marque le terme du contrat de sous-participation. Au contraire, l'apport exalte le début du contrat de société en participation. Il est impossible de déceler un apport en industrie du sous-participant. La seule tâche susceptible d'être vue comme tel serait la gestion administrative du crédit. Or elle incombe à la banque liée et non au sous-participant inconnu de l'emprunteur. Il semble tout aussi délicat d'y discerner l'*affectio societatis*. Une collaboration doublée d'un devoir de loyauté doit guider les relations entre les parties même si la banque liée conserve une certaine liberté dans la gestion courante du crédit et la prise de décision. Ce devoir de loyauté, imposé dans de nombreuses conventions, n'est pas d'une intensité suffisante pour se confondre avec l'*affectio societatis* du contrat de société. C'est pourquoi les magistrats ont totalement renoncé à user de cette qualification par la suite<sup>1198</sup>.

**560.** La qualification de société en participation sera écartée par ricochet pour les « credit default swap ». Une rapide comparaison le confirme. Aucun apport n'est effectué monétairement ou industriellement par le vendeur de protection. L'acheteur de protection verse une prime au vendeur de protection. Cette prime n'est certainement pas un apport puisqu'elle n'est que le paiement du service offert par le vendeur de protection. Les parties ne sont pas animées par l'*affectio societatis*<sup>1199</sup> ni n'ont pour philosophie d'élaborer et de collaborer à un projet commun. Elles ne sont pas animées par un projet commun puisque

---

<sup>1193</sup> Paris, 5 mai 1987, arrêt *soc. Al Bahrein Arab African Bank et a. c/ BFCE*, D. 1989 S.C. p. 323 obs. Michel VASSEUR ; Versailles, 6 juin 1996, arrêt *Bissonnet c/ BNP et a.*, D. 1996 I.R. p. 221 ; Paris, 8 sept. 1998, arrêt *soc. financière immobilière SA c/ CIC*, RDBB n° 71 janv.-fév. 1999 p. 26 note Francis J.-CRÉDOT et Yves GÉRARD, RTD com. 1998 p. 870 note Claude CHAMPAUD et Didier DANET, Rev. Soc. 1999 p. 196 note Yves GUYON.

<sup>1194</sup> Retiennent cette qualification pour toutes les sous-participations : François PORTÉ, « les tours de table bancaires », loc. cit. p. 9 ; Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. pp. 26 avec quelques exceptions, lorsque la sous-participation en risque et trésorerie porte sur l'intégralité du crédit ; le commentateur de la décision Paris, 7 juil. 1975, arrêt *Bellat c/ BNP*, Gaz. Pal. 1975 2 p. 727 et Michel CABRILLAC et Jean-Louis RIVES-LANGES dans la RTD com. 1975 p. 897 ; E.C. dans ses commentaires sous Cass. com., 16 janv. 2001, arrêt *Banque industrielle et immobilière privée (B.I.M.P.) c/ soc. Depfa Bank France*, P.A. n° 53 du 15 mars 2001 p. 5.

<sup>1195</sup> Paris, 8 sept. 1998, arrêt *soc. financière immobilière SA c/ CIC* préc. : « en donnant expressément son accord à une participation au risque, la BIC s'est engagée à contribuer aux pertes ; ... ; qu'une société en participation a bien été constituée ».

<sup>1196</sup> V. supra § 306.

<sup>1197</sup> Paris, 26 nov. 1999, arrêt *soc. Sofic c/ soc. White SAS*, BJS av. 2000 § 89 p. 432 note Youmna ZEIN.

<sup>1198</sup> Cass. Com., 17 déc. 2002, arrêt *Sofal c/ BMCI*, Légifrance, qui écarte la qualification de société en participation pour celle de mandat d'intérêt commun.

<sup>1199</sup> Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 990 p. 615 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3.

l'une rémunère l'autre. Leurs intérêts sont contradictoires. Le vendeur de protection ne veut surtout pas se voir réaliser le risque déclenchant le paiement de sa protection alors que ce souci est devenu au mieux indifférent au vendeur de risque. Ces divergences d'état d'esprit traduisent on ne peut mieux l'absence de volonté de partager un profit ou une perte. Le vendeur de risque cherche surtout à se défaire totalement d'un risque sur un sous-jacent. Le partage d'un profit ou d'une perte est inexistant. Il se contentera de verser une prime irrémédiablement acquise au vendeur de risque indépendamment de la manière dont se dénouera le contrat. La collaboration entre les parties ne dépasse pas celle demandée lors de l'exécution de toute convention.

**561.** L'absence de convention de société écarte en retour celle parfois avancée de convention de croupier<sup>1200</sup>. Le croupier désigne la personne qui, dans une société de personnes, participe en tout ou partie aux pertes et aux gains en se dissimulant derrière une autre personne qui est, au regard des tiers et des autres associés, le seul titulaire de ladite participation. Elle présuppose l'existence d'un contrat de société. Or dans un « dérivé de crédit », la seule relation contractuelle existante, le contrat sous-jacent de référence, sera rarement un contrat de société. De plus, à considérer même cette hypothèse, le « credit default swap » devrait couvrir une part sociale d'une société de personne. En tout état de cause, le vendeur de protection ne participe pas aux bénéfices. Cette qualification de contrat de société n'est pertinente ni pour la sous-participation occulte en risque ni pour le « credit default swap ». Dès lors, il faut s'attarder sur la qualification de caution.

#### γ. Cautionnement.

**562.** En assumant une part de la défaillance financière du débiteur-emprunteur, le sous-participant occulte en risque cautionnerait l'obligation du débiteur. Il acquitte auprès du créancier, la banque liée, une partie de la dette du débiteur. Youmna ZEIN, principale défenderesse de cette thèse, développe cette argumentation<sup>1201</sup>. La banque sous-participante convient d'un contrat par lequel elle s'engage envers un créancier, le prêteur, à payer la dette de son débiteur au cas où celui-ci n'y satisferait pas lui-même. Deux conventions sont présentes. La première est l'ouverture du crédit en faveur de l'emprunteur. La deuxième est l'engagement de la banque sous-participante à solder une part contractuellement prévue des sommes non réglées par le débiteur principal aux échéances convenues. Elle qualifie d'accessoire l'engagement de payer pris par la banque sous-participante ; la banque sous-participante s'engage à acquitter la dette du débiteur principal. Dans cette convention sont introduites des clauses spécifiques inconnues du contrat de cautionnement. Tel est le cas de la clause de recours subrogatoire du sous-participant occulte en risque exécutant son obligation flanquée d'un mandat irrévocable à titre gratuit de représentation par la banque liée de la banque sous-participante dans toutes les actions relatives au recouvrement de la convention d'ouverture du crédit. Mais ces insertions ne modifient pas l'analyse de l'engagement selon Youmna ZEIN.

**563.** Cette position est pourtant isolée. Nombre d'auteurs considèrent que le contrat de sous-participation est un contrat principal. Ils refusent d'y voir un engagement accessoire et

---

<sup>1200</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 107 et s. p. 15 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. p. 70.

<sup>1201</sup> Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », op. cit. n° 981 et 994 pp. 608 et 621. Thèse approuvée par Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. pp. 155 et 159 et « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 76.

partant contestent l'assimilation au cautionnement<sup>1202</sup>. L'un souligne que tous les contrats de sous-participations occultes en risque ne proposent pas de recours subrogatoires en faveur du sous-participant<sup>1203</sup>. Cette défection bloque tout rapprochement avec le cautionnement. La jurisprudence, après des hésitations, notamment des juges du fonds, s'oriente vers un refus de les considérer comme des contrats de cautionnement<sup>1204</sup>. Les commentateurs insistent sur la rédaction et les termes des décisions de justice qui relèvent l'absence de recours subrogatoire. Ils doutent de l'application de certaines règles propres au cautionnement. La première est celle de l'opposabilité des exceptions en faveur du débiteur principal. La seconde est celle du principe de discussion adjoint au caractère de l'accessoire. Quelle serait l'utilité, pour la banque liée, de devoir agir totalement à l'encontre du débiteur pour tenter de recouvrer l'ensemble des sommes avant d'actionner le sous-participant occulte en risque ? Autant directement souscrire un contrat de cautionnement dans ce cas. La troisième prescription écartée est celle du bénéfice de division. Elle n'aurait vocation à s'appliquer que dans la situation précise d'une caution présentée par le débiteur emprunteur. La banque sous-participante occulte en risque pourrait demander à la banque liée de n'agir à l'encontre des cautions et d'elle-même que dans la limite de sa contribution. Cela reviendrait à placer sur un même pied d'égalité les cautions et la banque sous-participante occulte en risque. Ce postulat est contraire à la véritable situation de la banque sous-participante. Cette prise de risque lui donne vocation à profiter, à travers la banque liée, des garanties et sûretés consenties par l'emprunteur, y compris les cautions. Traditionnellement, la caution est perçue comme une victime expiatoire placée à côté du débiteur principal. Elle ne peut pas agir directement sur la gestion de la créance par le créancier. Elle ne peut arguer que des avantages concédés par le créancier ou des fautes de nature à le priver du droit de l'invoquer. La banque sous-participante occulte en risque dispose d'un droit de regard, de consultation, plus ou moins étendu, quant à la prise de décisions importantes sur l'avenir du crédit. Elle se place dans une situation symétrique au créancier alors que la caution est placée dans une situation symétrique au débiteur. La banque sous-participante, bien que son obligation de payer soit étroitement subordonnée à la dette principale, n'est pas dans la même situation qu'une caution classique.

**564.** Quoi qu'il en soit, cette qualification en cautionnement nous apparaît vaine une fois le débat recentré sur le « credit default swap ». Ce « dérivé de crédit » ne peut pas être assimilé à un cautionnement<sup>1205</sup> puisqu'il crée une dette propre au vendeur de protection. Il n'est pas accessoire. La documentation standardisée qui lui est consacrée par des organismes avertis l'écarte expressément. Il n'est même pas une sûreté. Cette conclusion laisse poindre une distorsion dans notre raisonnement. Soit la qualification de la sous-participation occulte en risque n'est pas un cautionnement, soit l'assimilation des « credit default swap » à une sous-participation occulte en risque n'est pas pertinente. Cette dernière hypothèse est la plus probable.

<sup>1202</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 92 p. 13 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 295-5 p 229 ; Jacques BERTRAN DE BALANDA, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », loc. cit. n° 409 p. 561 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. p. 3 ; Philippe BILLOT et François BONTEIL, « les tours de tables bancaires », loc. cit. pp. 26.

<sup>1203</sup> Michel BAUER, « sous-participation : considérations pratiques », loc. cit. p. 66.

<sup>1204</sup> Paris, 7 juil. 1975, arrêt *Bellat c/ BNP* préc. ; Paris, 5 mai 1987, arrêt *soc. Al Bahrein Arab African Bank et a. c/ BFCE* préc. ; Cass. com., 11 juin 2002, arrêt *C<sup>te</sup> européenne de crédit c/ Vergottiny*, Bull. civ. IV n° 101 p. 110, D. 2003 S.C. p. 343 obs. Didier R. MARTIN, JCP E 2003 n° 395 p. 467 chron. n° 13 de Jean STOUFFLET, D. 2002 S.C. p. 3332 obs. Laurent AYNÈS, JCP E 2002 pan. rap. n° 1209 p. 1358, RDBB n° 5 de sept.-oct. 2002 n° 176 p. 254 obs. Dominique LEGEAIS.

<sup>1205</sup> Voir supra § 527.

#### δ. Les incertitudes de qualification.

**565.** Certains indices laissent entrevoir des failles dans le raisonnement qui compare les « credit default swap » à la sous-participation occulte en risque. Les « credit default swap » ont un domaine d'intervention plus vaste que la sous-participation occulte en risque. Premièrement, les événements générateurs de la protection de ce « dérivé de crédit » sont plus nombreux que dans la sous-participation occulte en risque. Cette dernière se réduit au non-paiement d'une ou de plusieurs échéances. A travers celle-ci, il faut ajouter l'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire constatant l'insolvabilité du débiteur. Ces circonstances ne sont que quelques un des nombreux événements listés comme déclencheurs de protection dans le « dérivé de crédit ». Parmi eux s'en trouvent certains qui ne sont que les signes précurseurs d'un éventuel futur état d'insolvabilité même si le défaut de paiement n'est pas définitif : un jugement de redressement judiciaire ou de concordat, le rééchelonnement de la dette, l'annonce du moratoire d'une dette. D'autres événements sont simplement annonceurs de difficultés sans forcément traduire un manquement du débiteur à ses obligations : l'annonce d'une fusion, d'une scission, le défaut de respect de certains ratios financiers, la dégradation de la notation de la dette ou de son titulaire. Ceux-là n'induisent pas systématiquement une perte financière. Ils n'excitent pas forcément la prestation du sous-participant occulte en risque. Ceci aussi parce que, deuxièmement, la nature des créances protégées est différente. La sous-participation occulte en risque est érigée pour un emprunt bancaire<sup>1206</sup>. La consultation de ces contrats est sans équivoque. Ils stipulent la prise en charge d'un pourcentage donné du montant principal du crédit octroyé à l'emprunteur au titre de la convention de crédit ou de l'encours de crédit restant dû. La protection d'un « credit default swap » peut porter sur tous types de créances, y compris les titres ou les obligations, d'où la possibilité de retenir les hypothèses de dégradations. Troisièmement, le sous-participant perçoit une commission équivalente à un transfert des intérêts perçus par la banque liée pour la part du crédit sous-participé. Elle est guidée par la proportionnalité. Les modalités de calcul de la prime d'un « dérivé de crédit » sont différentes<sup>1207</sup>. Quatrièmement, la banque sous-participante supportera toujours avec adéquation la perte finalement supportée par la défaillance du débiteur emprunteur. Après l'exécution de sa prestation, le sous-participant recevra proportionnellement à sa participation toutes les sommes que la banque liée parviendra finalement à recouvrer au titre de ce crédit auprès du débiteur. Les contrats prévoient une clause de remboursement de la banque sous-participante des sommes déboursées en exécution de son obligation. Cette faveur vise les sommes payées en retard par l'emprunteur, celles perçues au titre d'indemnités d'assurance, celles issues du produit de la vente du bien objet du financement ou encore celles recouvrées au titre de l'exécution des sûretés. Seules les sommes irrémédiablement perdues seront assumées par le sous-participant. L'obligation de paiement exécutée pour la couverture est exactement calquée sur la perte financière réellement et finalement subi. Tel est loin d'être le cas pour un « credit default swap ». La survenance de l'évènement de crédit gèle le contrat. Elle entraîne l'exécution de la protection. Elle détermine le moment où le montant de cette protection est calculé. Une fois ce travail accompli, la prestation monétaire est versée. Le montant de la perte financière est figé. Il correspond à celle relevée lors de la défaillance. Toute amélioration ou recouvrement postérieur au versement de cette prestation est ignoré à la différence de la sous-participation. La sous-participation connaît parfois du recours subrogatoire totalement inconnu du « credit default swap ».

---

<sup>1206</sup> Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 156 et « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 74.

<sup>1207</sup> V. supra § 363.

Il existe des particularités propres au « credit default swap » méconnues dans les sous-participations occultes en risque. Un « credit default swap » peut porter sur un panier de créances. Une sous-participation vise un emprunt et non plusieurs emprunts. Elle ne regroupe jamais dans un seul document une multitude de sous-participations. Les « dérivés de crédit » peuvent se présenter sous la forme de produits standardisés négociables, jamais une sous-participation occulte en risque. Un « credit default swap » est plus souple qu'une sous-participation occulte en risque. Il offre un dynamisme de gestion de la dette plus vif. La procédure de conclusion d'un « credit default swap » n'est pas aussi complexe que pour une sous-participation occulte en risque.

**566.** La seule qualification résiduelle est celle de contrat *sui generis*<sup>1208</sup>. Elle colle à chaque « dérivés de crédit » pour lesquels aucune autre qualification satisfaisante ne s'entrevoit. Néanmoins, celle de contrat d'assurance ne peut être totalement méprisée au vu des caractéristiques essentielles de la convention. Qu'il soit conclu entre deux établissements de crédit n'efface pas cette requalification, mais restreint, dans certaines limites, la possibilité de le conclure. Tous sont susceptibles de se voir appliquer ce régime juridique qui gommerait toutes les distinctions byzantines que nous sommes en train d'opérer. Après avoir étudié le « credit default swap » lorsqu'il n'est pas conclu par un établissement de crédit, puis lorsqu'il est passé entre deux établissements de crédit, il reste une dernière situation à étudier, celle dans laquelle une seule des parties au contrat est un établissement de crédit.

### **3. Hypothèse intermédiaire : une partie détient la qualité d'établissement de crédit.**

**567.** A la croisée des chemins, une seule des parties peut détenir la qualité d'établissement de crédit. Il n'existe aucune remarque à émettre lorsque l'acheteur de protection est cet organisme. Il suffit de se reporter aux explications écrites à l'occasion de la première hypothèse. En revanche, une petite modification peut poindre lorsque seul le vendeur de protection est un établissement de crédit. Une seule hypothèse de qualification est pertinente, qui rejoint partiellement une notion déjà abordée, le *ducroire* et particulièrement le *ducroire de banque*. Institution non réglementée, sa définition indique que « *le banquier ducroire est celui qui, par son intervention, garantit le risque d'insolvabilité d'un débiteur* »<sup>1209</sup>. Est-il alors utile de la développer puisque le *ducroire* a déjà été écarté ? La réponse est positive car les deux *ducroires* ne se confondent pas.

**568.** Reprenant certaines des caractéristiques des « dérivés de crédit », il est un contrat consensuel, synallagmatique, aléatoire, à titre onéreux<sup>1210</sup>. Il s'inscrit dans une structure contractuelle qui leur ressemble en impliquant la présence de trois personnes unies par au moins deux conventions autonomes et indépendantes<sup>1211</sup>. La première relation contractuelle est un contrat de fourniture indépendant de la convention de *ducroire*. Il faut insister sur cette autonomie qui impose au *ducroire* de régler une dette qui lui est propre et égale à l'impayé du débiteur. Il n'est pas redevable de ce que doit le débiteur. Le deuxième est le contrat d'entremise entre le banquier et le créancier. L'obligation de *ducroire* née d'un contrat

<sup>1208</sup> Emmanuelle BOURETZ, « crédits syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506 n° 113 p. 16 et « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », loc. cit. 70 ; François PORTÉ, « les tours de table bancaires », loc. cit. p. 9 ; Jean-Michel DAUNIZEAU, « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », loc. cit. B.&D. p. 3 ; Didier R. MARTIN dans ses obs. de l'arrêt Cass. com., 11 juin 2002, arrêt *C<sup>ie</sup> européenne de crédit c/ Vergottiny*, D. 2003 S.C. p. 343.

<sup>1209</sup> Louis BANCAL et Christine LAGELLE-CHARRETTE, « *ducroire de banque* », J.-Cl. B. fasc. 600 n° 3 p. 2.

<sup>1210</sup> *Ibidem* n° 10, 14, 25 et 30 pp. 4, 6 et 7.

<sup>1211</sup> *Ibidem* n° 20 p. 6.

principal à la demande et à l'initiative du créancier. Elle n'est pas une clause accessoire du contrat de fourniture. L'établissement de crédit protecteur intervient toujours en qualité de tiers au contrat de fourniture<sup>1212</sup>, caractéristique copiée par le « credit default swap ».

La nature de la protection est totalement identique car le ducroire assure un paiement<sup>1213</sup> sous la forme d'une prestation monétaire après le manquement d'un débiteur. Il est subordonné à la réalisation d'un événement incertain<sup>1214</sup> stipulé contractuellement matérialisant le risque d'insolvabilité. Les parties détermineront librement la gradation de l'insolvabilité, avec des seuils déclencheurs, la procédure à suivre et le ou les événements provoquant l'exécution de la garantie : des difficultés passagères, le simple retard, la seule négligence dans le recouvrement, l'ouverture d'une procédure collective, de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire. Contrat onéreux, la protection du ducroire sera accordée contre le paiement d'une prime sous la forme d'une commission ducroire.

**569.** La doctrine a souligné les ressemblances avec l'assurance<sup>1215</sup>. Nous avons relativisé les arguments énoncés pour opérer distinction entre assurance et « dérivés de crédit », comme celui de la mutualité. Inutile de les héler afin d'espérer s'en servir par ricochet pour nuancer le rapprochement entre « crédit default swap », ducroire et assurance. En revanche, des caractères spécifiques au ducroire les distinguent de ce « dérivé de crédit ». La différence la plus évidente est l'autonomie relative du contrat de ducroire de banque. Autonomie car il n'est pas dépendant, comme dans un simple ducroire, d'un contrat d'entremise de fourniture. Il est séparé du ou des contrats sous-jacents qui sont protégés. Mais elle est relative car ce contrat s'inscrit comme le complément d'un contrat d'entremise cambiaire. Il accompagne des procédés cambiaires, l'escompte par exemple<sup>1216</sup>, le crédit documentaire irrévocable ou l'émission d'une carte de paiement. Il prend la forme d'une clause inscrite dans le contrat protégé. Or un « credit default swap » ne dépend nullement d'un tel support. Le ducroire de banque n'intervient qu'à titre subsidiaire, c'est-à-dire après constatation de l'inexécution par le débiteur du paiement mis à sa charge aux termes du contrat de prestations ou de fournitures. Cette créance doit être certaine, liquide et exigible<sup>1217</sup>. Les événements et la protection accordés par les « credit default swap » sont nettement plus larges. Ainsi, la requalification envisagée reste impossible.

**570.** En conclusion, quelle que soit la qualité des parties d'un « credit default swap » couvrant une perte financière réelle, seule la qualification de contrat *sui generis* trouve vocation à s'appliquer sous réserve des risques encourus par l'attraction du contrat d'assurance. Voyons ce qu'il en est lorsqu'il impose la remise de titre.

## B. Le contrat se résolvant par la remise des titres de créances protégées.

**571.** Certains « dérivés de crédit » imposent à l'acheteur de protection de remettre les titres sous-jacents au vendeur de protection lorsque la protection est appelée. Il ne se dénoue pas par la simple remise d'un différentiel. Il devient alors adéquat d'explorer des qualifications qui envisagent cette possibilité. Selon la rédaction de la convention et le degré de certitude de réalisation de la transaction, il est loisible d'envisager la présence d'une promesse de vente ou d'achat de titres ou une cession de titres de créances.

---

<sup>1212</sup> Ibidem n° 6 p. 3.

<sup>1213</sup> Ibidem n° 6 p. 3.

<sup>1214</sup> Ibidem n° 14 et 30 pp. 4 et 7.

<sup>1215</sup> Ibidem n° 14 p. 4.

<sup>1216</sup> Ibidem n° 32 p. 8 ; Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL, « droit des sûretés », op. cit. n° 451 p. 332.

<sup>1217</sup> Ibidem n° 24 p. 6.

## 1. Une promesse de vente ou d'achat des titres ?

**572.** Les promesses se répartissent en deux catégories. Elles sont soit unilatérale, soit synallagmatique.

### a. La promesse unilatérale.

**573.** Le « credit default swap » se dénouant physiquement obligera les deux parties à exécuter une prestation en faveur de l'autre lorsque surviendra l'événement de crédit envisagé. L'acheteur de protection livrera les titres sous-jacents en échange de leur prix. Une partie de la doctrine a vu dans ce « dérivé de crédit » l'insertion d'une option<sup>1218</sup>. L'option, nous le verrons plus loin<sup>1219</sup>, est assimilée à une promesse unilatérale. En poursuivant le syllogisme, ce « credit default swap » qui prend la forme d'une option serait une promesse unilatérale de contrat. L'objet de cette promesse serait une convention de vente puisque l'acheteur de protection livre des titres contre leur prix. Comportant accord sur la chose et son prix, il reprend les caractéristiques du contrat de vente. La promesse implique souvent le paiement d'une prime par son bénéficiaire au profit du promettant dès sa formation tout comme le « credit default swap ». Les conditions de l'exécution future de la vente sont fixées dès sa conclusion. Néanmoins, cette théorie se heurte très tôt à une difficulté insurmontable. L'un promet par avance de conclure le futur contrat dont les conditions sont fixées si l'autre manifeste son intention, pendant un délai donné, de le passer. La formation définitive du contrat réclame une manifestation ultérieure de volonté. En son absence, aucun contrat n'est formé. Or le « credit default swap » ne réclame aucune manifestation complémentaire de volonté. L'exécution des obligations, si l'événement survient, provient du contrat de « credit default swap » lui-même et non de la formation d'un contrat ultérieur. Il n'est nul besoin de manifestation de volonté postérieure. Si l'événement ne survient pas, les prestations ne s'exécuteront pas. Une manifestation de volonté pour exécuter ou non le contrat indépendamment de l'événement est indifférente et ne saurait être tolérée. En conséquence, le « credit default swap » n'est pas une promesse unilatérale d'achat ou de vente des titres ou des créances sous-jacentes. Cette analyse confirme notre opinion selon laquelle ce « dérivé de crédit » n'est pas une option. Mais vu le décalage dans le temps, ne sommes nous pas face à des promesses synallagmatique ?

---

<sup>1218</sup> V. supra § 175. Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », op. cit. p. 129 ; Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 36 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 85 de même que MM. Patrick D'HEROUVILLE et Pierre MATHIEU, « comment gérer sa perte en cas de faillite », loc. cit. ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », op. cit. p. 1035 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 253 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 412 p. 288 ; Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 85.

<sup>1219</sup> V. infra § 620.

## b. La promesse synallagmatique de vente ou d'achat.

**574.** La promesse synallagmatique de vente réunit le croisement de l'engagement de chacune des parties à vendre ou acheter le même bien. Ces promesses, sauf manifestation contraire de volonté, ne réclament pas la réitération ultérieure de volonté pour que le contrat soit formé. Le code civil considère en son article 1589 que « *la promesse de vente vaut vente, lorsqu'il y a consentement réciproques des deux parties sur la chose et sur le prix* ». La promesse synallagmatique de vente vaut vente. Le « credit default swap » n'est pas rédigé sous la forme d'une promesse. Les engagements sont fermes. De plus, cette qualification ignore le rôle de l'événement introduisant l'aléa. La seule qualification de promesse synallagmatique n'en contient aucun. L'intermédiaire de la promesse synallagmatique n'apparaît pas utile. Ne serait-il pas directement une cession de titres ?

## **2. Une cession des titres de créances sous condition suspensive ?**

**575.** En imposant la cession du sous-jacent contre une somme d'argent, ce « credit default swap » ressemble à une convention de vente portant sur une créance ou des titres. Il répond pour partie à la définition de l'article 1582 du code civil du contrat de vente. Pour autant, l'exécution des prestations n'est pas certaine. Elle est soumise à la survenance d'un événement. Cette volonté introduit une condition spécifiée à l'article 1168 du code civil : « *l'obligation est conditionnelle lorsqu'on la fait dépendre d'un événement futur et incertain, soit en la suspendant jusqu'à ce que l'événement arrive, soit en la résiliant, selon que l'événement arrivera ou n'arrivera pas* »<sup>1220</sup>. Nous l'avons amplement explicité, les modalités de la protection ne sont exécutées qu'après la survenance d'un événement futur et incertain. Les obligations sont conditionnelles. Les parties n'ont aucune prise sur l'apparition de ces événements. La condition est casuelle car elle dépend du hasard au regard de l'article 1169 du code civil sans que les parties ne puissent l'influencer. Ces stipulations n'encourent pas la nullité de l'article 1174 du code civil qui l'impose aux conditions potestatives. Le « dérivé de crédit » est toujours à durée déterminée. Si aucun événement ne survient, les prestations n'ont pas à être exécutées. La condition est défaillie lorsqu'une obligation est contractée sous la condition qu'un événement incertain arrivera dans un temps fixe et que ce temps est expiré sans que l'événement ne soit arrivé selon l'article 1176 de ce code. Elle est suspensive selon l'article 1181 du code civil. La cession n'interviendra qu'après la survenance de l'événement.

**576.** Confrontée au « credit default swap », cette qualification suscite quelques interrogations. En premier lieu, l'article 1179 du code civil précise que « *la condition accomplie a un effet rétroactif au jour auquel l'engagement a été contracté* ». Appliqué au « credit default swap », la vente des titres au prix préfixé ne serait pas réalisée au moment de la survenance de l'événement de crédit, mais au jour de la conclusion de ce « dérivé de crédit ». Le vendeur de protection est réputé être devenu propriétaire des titres ou de la créance au moment de la passation du « dérivé de crédit » si l'événement surgit. En théorie, l'application de cette règle de droit semble impossible. Souvent, l'acheteur de protection ne possède pas les titres avant la survenance de l'événement. Il se les procure dès ce moment. Appliquer la rétroactivité reviendrait à reconnaître la qualité de propriétaire des titres à l'acheteur de protection sur une période durant laquelle la plénitude du droit de propriété était exercée par un ou plusieurs tiers. N'exerçant aucun droit sur ce sous-jacent, le vendeur de risque n'est pas en mesure d'en concéder plus que lui-même n'en détenait. L'incompatibilité

---

<sup>1220</sup> Jean-Jacques TAISNE, « contrats et obligations : obligation conditionnelle, mécanisme de la condition », J.-Cl. civ. art. 1175 à 1180 ; Yvaine BUFFELAN-LANORE, « condition », Rép. Civ. D. n° 1 et s. p. 2.

de cette règle et de la pratique financière est manifeste. Pourtant, elle n'est que supplétive. Les parties peuvent librement l'aménager en choisissant d'écarter, de maintenir ou d'étendre cette règle<sup>1221</sup>. La jurisprudence tempère la rigueur de cette règle. Elle admet que ce moment puisse être retardé à celui de l'entrée en jouissance lorsque les stipulations contractuelles décident que la jouissance du bien ne débutera qu'à compter de la réalisation de la condition suspensive<sup>1222</sup>. En matière financière, les parties ont parfaitement conscience de ce que celle chargée de livrer l'actif ne le possède pas. Le projet de texte européen sur la vente à découvert des produits dérivés le démontre amplement. Dès lors, cette volonté de ne faire devenir le vendeur de protection des titres qu'à compter du moment de l'entrée en jouissance est implicite en matière financière.

**577.** Parmi la gamme de contestations élevées lors de l'exécution d'un « credit default swap », certaines concernent la nature de l'actif livrable. L'acheteur de protection dispose d'une certaine liberté dans la nature de l'actif à livrer. Il choisit les titres ou les obligations de l'entité de référence qu'il remettra au vendeur de protection. Le contrat de vente impose que le prix et son objet soit déterminé. Le degré de détermination dans ce cas de l'objet est-il suffisant pour admettre la présence du contrat de vente ? En réalité, cette difficulté est écartée par l'article 1189 du code civil. Il autorise une convention à laisser le choix de la remise entre plusieurs choses. Nous sommes en présence des obligations alternatives<sup>1223</sup>. Cet article énonce que « *le débiteur d'une obligation alternative est libéré par la délivrance de l'une des deux choses qui étaient comprises dans l'obligation* ». L'énoncé dans le code civil de l'expression de « *l'une des deux choses* » ne doit pas affoler au regard de la variété des titres à la disposition de l'acheteur de risque. Le code civil ne limite pas le nombre d'alternative. L'article 1196 énonce que « *les mêmes principes s'appliquent au cas où il y a plus de deux choses comprises dans l'obligation alternative* ». Par ailleurs, l'acheteur de protection est tout à fait en droit d'exercer ce choix car l'article 1190 du code civil précise que « *le choix appartient au débiteur s'il n'a pas été expressément accordé au créancier* ». Ainsi, la pratique développée contractuellement ne heurte pas les dispositions du code civil. Bien plus, des auteurs relèvent que l'inégalité des prestations alternatives n'est pas un juste motif de contestation de la validité de l'engagement. Ils écrivent que « *si les deux prestations alternatives sont inégales – ce qui relève de la liberté contractuelle (ou testamentaire) – elles n'en sont pas moins réputées juridiquement équivalentes, le créancier étant censé pareillement satisfait par l'exécution de l'une ou de l'autre* »<sup>1224</sup>. Toute contestation relative à la nature des titres à livrer, et incidemment à leur valeur, est tuée dans l'œuf. L'apport par le

<sup>1221</sup> Jean-Jacques TAISNE, « contrats et obligations : obligation conditionnelle, mécanisme de la condition », J.-Cl. civ. art. 1175 à 1180 n° 13 p. 4 et « contrats et obligations : obligation conditionnelle, effet de la condition suspensive », J.-Cl. civ. art. 1181 à 1182 n° 67 et s. pp. 13 et s. ; Yvaine BUFFELAN-LANORE, « condition », Rép. Civ. D. n° 123 p. 16.

<sup>1222</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 19 juil. 1995, arrêt *M. Bazus et a. c/ époux Dubant et a.*, Bull. civ. III n° 208 p. 138 ; Cass. req., 10 février 1925, arrêt *Veuve Fianger c/ demoiselle Marpot*, Gaz. Pal. 1925 1 p. 763, S. 1925 1 p. 61 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 30 av. 1970, arrêt *Gaillard c/ Dame Lheureux-Gaillard*, JCP 1971 II n° 16674 note Lucien MOURGEON.

<sup>1223</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1239 p. 1224 ; Yves PICOD, « obligations », Rép. Civ. D. n° 59 p. 14 ; Daniel VEAUX, « obligations alternatives », J.-Cl. civ. art. 1189 à 1186 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1084 p. 598 ; Marie-Josèphe GEBLER, « les obligations alternatives », RTDC 1969 p. 1.

<sup>1224</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1239 p. 1224. Adde Daniel VEAUX, « obligations alternatives », J.-Cl. civ. art. 1189 à 1186 n° 5 p. 3 : le bénéficiaire de l'alternative « *pourra ainsi prendre le parti le plus avantageux pour lui, compte tenu de l'évolution économique postérieure à l'accord des volontés* » et n° 18 p. 3 : « *il n'est pas, non plus, nécessaire, que les différentes prestations, faisant l'objet de l'option, soient de valeurs équivalentes* ». Dans le même sens, en prenant l'exemple d'unités monétaires différentes : Marie-Josèphe GEBLER, « les obligations alternatives », RTDC 1969 p. 1.

débiteur de l'obligation acheteur de protection des titres de la plus faible valeur est définitivement validé quoi qu'en pense le vendeur de protection.

**578.** Si dans cette cession, le mode de désignation de la chose retenue est valable, qu'en est-il du prix de cette chose dans un « credit default swap » ? D'après l'article 1591 du code civil, « *le prix de vente doit être déterminé et désigné par les parties* ». Si le « credit default swap » est digital, le prix sera désigné par chiffres dans la convention. Il sera incontestablement valable. A défaut, les parties inséreront la méthode de calcul dans la confirmation. Le prix est alors déterminable. Il peut suppléer sans risque dans le contrat le prix déterminé<sup>1225</sup>. Le prix déterminable est admis tant que sa fixation ne dépend pas de la volonté de l'une des parties et ne nécessite pas pour sa fixation un accord ultérieur des parties<sup>1226</sup>. Ainsi, insérer la méthode de calcul du prix dans l'accord ne rend pas la convention indéterminable. Le renvoi par les conventions-cadres à un agent indépendant chargé de procéder à ce calcul s'accorde à merveille aux spécifications de l'article 1592 précisant que ce prix peut « *cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers* ». L'indépendance du tiers par rapport aux parties est une condition essentielle. La sécurité est encore plus forte quand il est recouru à la procédure d'enchère d'autant qu'elle vise à établir un prix de marché. Les juridictions admettent le caractère déterminable du prix s'il est fixé par référence au prix du marché<sup>1227</sup>. Le « credit default swap » n'a pas non plus à redouter d'être sanctionné pour absence de prix sérieux. Ce prix sera supérieur à la valeur de marché des titres suite à l'apparition de l'événement.

Le « credit default swap » avec remise de prix s'inspire du contrat de vente sous condition suspensive avec obligation alternative. Voyons ce qu'il en est lorsque le « credit default swap » n'est pas calqué sur une perte financière réelle.

## § II - Les « credit default swaps » non calqués sur une perte financière.

**579.** Cette variante du contrat est encore plus spécifique que la précédente. Reposant sur l'idée que le vendeur de risque obtient une protection sans supporter de perte financière, nous rappellerons les différentes hypothèses concernées. Il conviendra de garder à l'esprit que le contrat peut contenir des modalités qui peuvent le transformer en instrument financier spéculatif même si initialement le vendeur de risque était motivé par la protection d'un actif. Teintée de spéculation, nous verrons en nous penchant sur ces qualifications que seront écartées d'office avec facilité de nombreuses pistes.

### A. Enoncé des différentes hypothèses.

**580.** Un « credit default swap » est spéculatif lorsque l'acheteur de protection perçoit une somme de son contractant sans subir de perte financière à hauteur du montant de cette prestation. Il tire un profit, une plus-value de ce contrat. Cette situation peut

---

<sup>1225</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 26 sept. 2007, arrêt *consorts Denain c/ M. Levi Laurenti*, Bull. civ. III n° 159 p. 145.

<sup>1226</sup> Cass. com., 24 mars 1965, arrêt *S.A. Bronzavia c/ Angot*, D. 1965 p. 474, RTDC 1965 p. 821 note Gérard CORNU.

<sup>1227</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 14 déc. 2004, arrêt *GAEC Théry c/ soc. Beaumarais*, Bull. civ. I n° 327 p. 272, con. conc. cons. av. 2005 n° 64 p. 19 note Laurent LEVENEUR, Rev. Dr. pat. n° 137 de mai 2005 p. 98 n° 3680 obs. Patrick CHAUVEL.

résulter soit du ou des événements retenus comme élément déclencheur de la protection, soit des clauses de calcul de l'indemnité de protection du vendeur de risque.

### **1. En fonction de l'événement retenu.**

**581.** La liste des événements déclencheurs de protection à la disposition des parties est garnie. Ceux qui nous intéressent à priori sont ceux qui ne débouchent ou ne se matérialisent pas par un passif financier irrémédiable. Ils concernent la plupart du temps le déroulement de la vie économique. S'ils peuvent être annonciateurs de difficultés ou de pertes, ils ne se résoudront pas forcément par un manque financier. Le non-respect de ratios financiers, l'annonce d'une fusion ou d'une scission (en débouchant sur une entité détentrice de la dette plus faible), la simple dégradation de la notation d'un débiteur ou de la dette peuvent donner lieu à une protection sans forcément entraîner sur une perte sèche pour le créancier. La dégradation financière de l'appréciation de l'endettement de la Grèce, objet d'une intense activité financière par le biais de « credit default swap », ne signifiera pas forcément qu'elle manquera à l'intégralité de ses engagements aux échéances prévues. La pratique borne ce caractère spéculatif grâce à l'enrichissement du contrat par des seuils à franchir. Leur niveau est censé refléter une dégradation sérieuse de la situation de l'entité ou de la dette de référence. Ils limitent tout enrichissement sans perte financière réelle sans l'empêcher totalement. L'évaluation ou la dévaluation d'une créance financière est constante. Le quantum d'une perte ou d'un gain est estimé au jour le jour. Ces pertes ou gains ne sont définitivement acquis qu'au moment de la vente de la créance financière. Un passif à un temps  $x$ , engendrant une protection à la suite de la survenance d'un événement déclencheur, peut se matérialiser par un gain ou une perte moindre au temps  $x + 1$  lors de la vente de l'actif. L'appréciation globale de toute la situation permet la naissance d'un gain. Le « dérivé de crédit » ne s'arrête jamais sur cette estimation générale. Seuls les événements comptent.

**582.** D'autres événements doivent naturellement déboucher sur une perte financière réelle. Malgré tout, la situation d'ensemble de la dette ou de l'entité de référence peut se dénouer favorablement. Aucune certitude sur la perte n'est définitive tant que celle-ci ou l'entité de référence n'a pas disparu pour cause d'insuffisance d'actif. Un moratoire, mené à bonne fin, peut finir sur le règlement intégral de la dette. Le débiteur peut se redresser. En envisageant la situation de manière globale au terme de la créance, un bénéfice peut apparaître pour le vendeur de risque représenté par l'addition du recouvrement de la créance et de la protection du « credit default swap ». Le même raisonnement peut prévaloir pour le rééchelonnement de la dette, le défaut de paiement d'une ou de plusieurs échéances de la dette du débiteur et le concordat. Seul le transfert de l'actif protégé peut neutraliser la spéculation. Le vendeur de risque indemnisé par l'acheteur de risque à qui il remet l'actif protégé ne profitera pas d'un redressement de l'entité ou de l'actif sous-jacent puisqu'il n'en détient plus le titre. Il ne bénéficiera pas de sa réévaluation ou des versements ultérieurs. La faillite, un jugement de redressement ou de liquidation judiciaire ne peut donner lieu à un excédent monétaire pour le vendeur de risque qu'à la condition que les sommes recouvrées à l'issue de la procédure additionnée à celle perçue à l'occasion du « credit default swap » soient supérieures à celles finalement perdues.

Un enrichissement du vendeur de risque peut éclore lorsqu'il existe un décalage entre les sommes données pour la protection et celles non recouvrées sur la dette de part l'existence d'une disproportion entre lesdites sommes.

## **2. En fonction de la disproportion des sommes.**

**583.** La spéculation peut être provoquée par une indemnisation supérieure à la perte financière réellement soufferte par le vendeur de risque après la survenance de l'événement. Les hypothèses d'un tel décalage sont multiples. Le montant de l'indemnisation envisagée dès la conclusion du contrat est supérieur au montant de la dévaluation. Les modalités de calcul de la prestation du vendeur de protection seront prévues d'une façon totalement indépendante de la dépréciation financière. Cette prestation monétaire pourra couvrir totalement, partiellement ou par excès cette perte. L'illustration la plus évidente en est le « credit default swap digital » ou « binaire » qui prévoit par avance le versement d'un montant fixe d'indemnisation en cas de concrétisation du risque. Dès que la prestation de l'acheteur de risque dominera la perte réelle ou la dépréciation financière réellement éprouvée, le vendeur de risque profitera d'un profit. La différence peut résulter d'un montant de couverture du sous-jacent supérieur à celui du nominal de la créance détenue. Un titulaire d'une créance de 50 conclura une protection sur une valeur de 100. Cette pratique est loin d'être marginale. La faillite de l'entreprise italienne PARMALAT a montré que le montant total des « dérivés de crédit » conclu sur sa dette était 5 fois plus élevé que cette dette<sup>1228</sup>. Mais beaucoup souscrivent une protection sur un actif sous-jacent dont ils ne sont pas et ne seront pas possesseurs, à moins que la convention ne les oblige à délivrer l'actif.

**584.** Le « credit default swap » peut cumuler les conditions de nature à le rendre spéculatif. Il peut installer une couverture supérieure au montant notionnel de l'actif sous-jacent détenu en retenant un événement susceptible de ne pas faire supporter une perte financière définitive. La détection du caractère spéculatif d'un contrat dès son origine est une difficulté majeure. Ce n'est qu'à son exécution qu'il exhibera sa vraie nature. Un « credit default swap » sélectionne plusieurs événements. Certains favoriseront l'obtention d'une prestation supérieure au regard d'autres. Aucune des parties ne connaît à l'avance la nature de l'événement qui donnera naissance à la protection. Pour d'autres, le caractère spéculatif sera présent et connu d'au moins l'une des parties, notamment pour l'acquéreur de protection qui l'adopte pour un montant supérieur à l'actif détenu ou qui ne possède pas cet actif. En revanche, il est fort probable que le vendeur de protection n'en sera pas informé. Il est délicat d'affirmer incontinent si un contrat est spéculatif ou non. Voyons comment le qualifier.

### **B. La difficulté de trouver une qualification adéquate.**

**585.** Le droit de spéculer caractérise fortement ce contrat. Dès lors, il écarte séance tenante de nombreux mécanismes utilisés par le monde des affaires et bancaire. La seule qualification actuellement disponible restante sera celle de contrat *sui generis*.

#### **1. Le rejet de qualifications connues et utilisées.**

**586.** Le « credit default swap » couvrant une perte financière n'est pas une sûreté, ni réelle ni personnelle. A fortiori en va-t-il ainsi pour un « credit default swap » spéculatif. Il n'affecte pas à la satisfaction d'un créancier un bien ou une autre personne pour le cas où le débiteur ne s'exécuterait pas. Sans revenir sur le régime juridique de la sûreté

---

<sup>1228</sup> Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 45 ; Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », loc. cit. p. 18.

personnelle, elle ne peut jamais générer un enrichissement du bénéficiaire du contrat. Ce caractère spéculatif est ici encore plus rédhibitoire. Il convient ainsi d'éloigner tout le panel de qualification étudiée précédemment. Dès lors, seule une qualification autorisant l'enrichissement des parties, comme les mécanismes de crédit par exemple, peuvent concorder. Ils doivent forcément être onéreux. Ce contrat n'est ni une opération de banque<sup>1229</sup> ni de crédit. La mise à disposition de fonds à l'une des parties n'est pas l'objectif recherché. L'exclusion de sûreté écarte parmi les opérations de banque les engagements par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie. Ils ne ressemblent pas non plus à un instrument financier préexistant. Peu de contrats, en droit français, acceptent la spéculation sans raison, travail, industrie ou échange, donnant lieu à un fort effet de levier entre les prestations offertes par les parties. Seule la convention de jeu et pari pourrait être citée. Malgré ce déséquilibre, les parties émettent une opinion contraire. Celle qui a raison recevra de l'autre une prestation. La multitude des événements de crédit n'est pas un obstacle. Tout parieur peut émettre diverses opinions susceptibles de le faire gagner ou perdre. Un turfiste peut retenir et placer plusieurs chevaux selon des formules différentes. La qualification de pari réglementé convient tant que n'est pas couvert même partiellement un risque réel. Il existe un intérêt économique propre au vendeur de risque qui le différencie du pari. Ce contrat prend une place unique dans notre ordre juridique. Il est certainement *sui generis*.

## **2. Un contrat *sui generis*.**

**587.** Ce contrat reste abandonné dans sa sphère. Il autorise la spéculation à partir d'un sous-jacent, le risque de crédit et un aléa concrétisé sous la forme d'événement. Aucun contrat de notre ordre juridique ne s'en rapproche même parmi les contrats financiers déjà inventés. Chercher parmi les « produits dérivés » est vain. Il pourrait se rapprocher du contrat de pari. Mais ce contrat ne deviendrait-il pas pour le contrat *sui generis* des contrats aléatoires ? Il sera sauvé par sa qualification d'instrument financier avec les règles afférentes le transformant en un pari réglementé. Il se place à part car tous les contrats de paris ne peuvent se réclamer de l'instrument financier. La difficulté de déterminer la nature de ce contrat, spéculatif ou non, rend difficile sa qualification en pari qui doit normalement s'apprécier lors de sa conclusion. Il s'oriente de manière certaine vers la qualification de contrat *sui generis* qui reste indifférente à la présence d'une nature spéculative du contrat.

**588.** Ainsi, le « credit default swap » serait un instrument financier *sui generis* dès qu'il couvre un actif. Lorsqu'il mêle partiellement couverture et spéculation, quels que soient les proportions, il reste *sui generis*. Ce qui évite la difficulté de démêler dans quelle mesure il est spéculatif ou de couverture. Totalement spéculatif, il peut se ramener à un pari réglementé. Dans tous les cas, dès qu'il oblige à la livraison des créances sous-jacentes, il adopte la forme d'un contrat de vente ou de cession de titres ou de créances avec conditions suspensives et bien souvent obligations alternatives. Cette conclusion vaut sous réserve qu'il puisse résister efficacement à l'attraction du contrat d'assurance. Ils détiennent des caractéristiques identiques : prime, risque et prestation. Le régime juridique du contrat d'assurance ferme la porte à la spéculation. Tous seraient astreints à une indemnisation stricte des pertes. Le « credit default swap » peut être qualifié de tel. Là encore, notre remarque emploie le verbe « pouvoir » et non « devoir ». Tout simplement parce que les instruments financiers qui

---

<sup>1229</sup> Les explications données supra § 346 et s. sont totalement d'actualité.

luttent contre le risque de contrepartie ne sont pas définis. L'autre « dérivé de crédit » reposant sur un mécanisme événement est le « credit linked notes ».

Section II : La survenance d'un événement aléatoire  
entraînant une interruption de « flux financiers » :  
le « credit linked note ».

**589.** Le « credit linked notes » protège contre le risque de contrepartie provoqué par un événement. Il protège doublement du risque de contrepartie car il préserve en plus de la défaillance de l'acheteur de risque. En cela, il se discerne très nettement du « crédit default swap ». Nous pouvons écarter d'office les qualifications montrant des accointances avec les « credit default swap ». Ces dissemblances prouvent que ces réflexions ne peuvent nous servir de piste satisfaisante pour le « credit linked notes ». Le « credit linked notes » met entre les mains du vendeur du risque des fonds dès sa conclusion. Il est également un outil de masse. Il est idéal pour protéger un portefeuille, une multitude de contrats, contre le risque de contrepartie. Il est susceptible de toucher une multitude d'investisseurs désireux d'acheter ce risque. Cette faculté lui est offerte par sa structure, le titre financier. Notre recherche doit s'orienter vers les qualifications recourant à de tels titres. Certains mécanismes usent de titres existants pendant que d'autres sont créateurs de titres.

§ I - Le « credit linked notes » et les mécanismes de transfert de titres.

**590.** D'après l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers. Les titres financiers sont « 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ; 2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ; 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectifs ». Ils présentent quelques points communs : ils sont créés ou plutôt émis par une entité en exécution d'un contrat qui les liera aux souscripteurs ; ils sont représentés par quelque chose ; ils sont négociables par simple virement en compte<sup>1230</sup>. Nos « credit linked notes » recèlent ces caractères. Ils sont des titres financiers. Pourtant ils n'intègrent pas les titres de capital ni ne sont des parts ou actions d'organismes de placement collectifs. Ces titres de créance doivent permettre un transfert de risque. La pratique a initié deux opérations gérant un risque en transférant des titres. La première est la pension livrée, la seconde la defeasance.

A. L'opération de pension.

**591.** L'opération de pension est un outil d'emprunt tout comme le « credit linked notes ». Pourtant, ce mécanisme d'emprunt repose sur des titres préexistants.

---

<sup>1230</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 389 p. 209.

## **1. Un outil d'emprunt.**

**592.** L'opération de pension ressemble au « credit linked notes » en ce qu'elle dégage des fonds à l'occasion de la cession de titres. L'initiateur d'un « credit linked notes » obtient des fonds dégagés par la cession des titres. L'initiateur d'une opération de pension obtient des liquidités à l'occasion de la vente de titres dont il est le propriétaire comme le montre incontestablement le régime juridique de la pension exposé aux articles L. 211-27 à 34 du code monétaire et financier<sup>1231</sup>. La première partie de la définition de l'opération de pension, située à l'article L. 211-27 de ce code, indique qu'elle « *est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers* ». La place centrale de la cession est soulignée par l'article L. 211-29 du code monétaire et financier qui rend la pension opposable aux tiers dès la livraison des titres financiers. Tous les titres financiers de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier sont visés<sup>1232</sup>. Ils peuvent tous être des effets publics ou privés, seuls les établissements de crédit pouvant prendre ou mettre en pension les effets privés. Que l'opération de pension ne se concentre pas que sur des titres n'emporte aucune incidence sur la qualification. Le « credit linked notes » ne serait alors qu'un compartiment bien ciblé de l'opération de pension. La pension est conventionnelle et à titre onéreux. L'existence d'un prix de vente des titres le laissait supposer. L'article L. 211-31 du code monétaire et financier le confirme car « *la rémunération du cessionnaire, quelle qu'en soit la forme, constitue un revenu de créance. Elle est traitée sur le plan comptable comme des intérêts* ».

**593.** Jusqu'à présent, nos explications ne distinguent pas l'opération de pension d'une simple cession de titres qui non seulement ne mériterait pas l'élaboration d'un régime juridique spécifique, mais encore ne saurait s'assimiler au « credit linked notes », montage plus complexe qu'une cession de titres. L'opération de pension ne se ramène pas à une cession. Pour ces deux catégories d'opérations émergent la notion d'emprunt. Mais les ressemblances s'arrêtent là car l'emprunt ne se place pas au même niveau dans ces deux

---

<sup>1231</sup> Le régime juridique et fiscal de l'opération de pension a été introduit pour la première fois grâce à l'article 12 de la loi n° 94-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. Ce mécanisme ancien était antérieurement régi par la loi contractuelle.

Pour l'historique : Marie-Pierre BEVIÈRE, « réméré et pension de titres », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2162 p. 1117 ; Franck AUCKENTHALER, « pension », J.-Cl. B. fasc. 2123 n° 2 p. 2 ; Gilles SAINT-MARC et Jean-Jacques ESSOMBÈ MOUSSIO, « pension livrée », Rép. Soc. D. n° 7 p. 3 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1154 p. 698 ; Jacques NORMAND, « les opérations bancaires de pension », RTD com. 1966 p. 791 ; Frédéric PELTIER, « les aspects juridiques de la mobilisation des emplois bancaires par la banque de France », RDBB n° 23 de janv.-fév. 1991 p. 5 ; Aline LUNEL-JURGENSEN et François GUERANGER, « le réméré, la pension et le prêt de titres », Rev. B. n° 524 de fév. 1992 p. 144, n° 525 de mars 1992 p. 246 et n° 526 d'av. 1992 p. 361 ; Patrick DE LAPASSE, « le nouveau régime juridique des opérations de pension », Bull. B. France n° 7 de juil. 1994 p. 101 ; Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « le régime juridique des opérations de pension », B.&D. n° 41 de mai juin 1995 p. 3.

<sup>1232</sup> Pour mémoire, sont cités :

« 1° Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;  
2° les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;  
3° Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ».

instruments. Cette caractéristique permet de les séparer très clairement. L'opération de pension est en réalité une double cession de titres. La définition complète spécifie en effet que « *la pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus* ». Cette définition nous invite à approfondir le régime juridique de la rémunération du cessionnaire. Elle est appréciée comme un revenu de créance. Le cessionnaire offre une prestation de service de financement. A l'issue de la rétrocession des titres et du prix de vente convenu, l'opération s'assimile un « prêt » garanti par le transfert momentané, le temps de sa durée, de la propriété des titres. Elle est explicitée comme une cession temporaire en pleine propriété de titres à un cessionnaire procurant des liquidités au cédant<sup>1233</sup>. Le premier prix de vente remis en échange des titres correspond aux liquidités mises à la disposition du cessionnaire pour mener à terme son projet ou redresser sa trésorerie. La rétrocession des titres contre un prix de vente se dévoile comme la restitution des liquidités. La rémunération du service proviendra de la différence perçue entre le prix de vente initial et celui versé lors de la rétrocession. L'article L. 211-30 du code monétaire et financier insiste sur l'importance de cette rétrocession qui doit se dérouler au terme fixé par la convention. A ce moment, le cédant acquitte le prix convenu au cessionnaire qui rétrocède les valeurs, titres ou effets. Dans l'hypothèse où l'un viendrait à manquer à son obligation, la loi autorise l'autre à ne pas exécuter son engagement. Il peut conserver les titres, valeurs et effets ou le prix de vente. Le caractère temporaire et de financement de la pension perce en filigrane au travers de l'article L. 211-31 du code monétaire et financier qui impose que soient reversés au cédant les revenus des titres, effets ou valeurs que le cessionnaire perçoit pendant l'opération de pension. Cette disposition est surprenante car l'utilisation d'un mécanisme de transfert de propriété des titres, valeurs ou effets devrait laisser à celui qui les détient leurs revenus. Elle traduit non seulement le caractère temporaire de l'opération, mais également son caractère virtuel. Tout est agencé comme si le cessionnaire n'avait jamais été propriétaire temporaire des actifs, mais juste garanti par ceux-ci en échange d'un prêt. Son régime fiscal, dominé par le principe de neutralité, conforte cette opinion. La cession et la rétrocession ne donnent pas lieu à imposition. Les titres, au plan fiscal, sont réputés ne pas avoir été cédés<sup>1234</sup>.

<sup>1233</sup> Franck AUCKENTHALER, « pension », J.-Cl. B. fasc. 2123 n° 21 p. 4 ; Jacques MESTRE, Dominique VELARDOCCIO, « les opérations sur valeurs mobilières », Lamy soc. com. 2010 n° 4318 p. 2046 ; Gilles SAINT-MARC et Jean-Jacques ESSOMBÈ MOUSSIO, « pension livrée », Rép. Soc. D. n° 2 p. 3 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1153 p. 697 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 713 p. 859 ; Patrick DE LAPASSE, « le nouveau régime juridique des opérations de pension », loc. cit. Bull. p. 101 ; Annick PERROT, « pension de titres et transfert de propriété », RDBB n° 46 de nov.-déc. 1994 p. 252 ; Aline LUNEL-JURGENSEN et François GUERANGER, « la pension nouvelle est arrivée », loc. cit. p. 58 ; Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « le régime juridique des opérations de pension », loc. cit. p. 3.

<sup>1234</sup> Article 38 bis-0 A du Code Général des Impôts ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « réméré et pension de titres », Lamy Dr. fin. 2009 n° 2177 p. 1121 ; Jean SCHMIDT, « plus-values », Lamy Dr. Fis. 2011 n° 1262 p. 478 ; Franck AUCKENTHALER, « pension », J.-Cl. B. fasc. 2123 n° 69 p. 10 ; Annick BIENVENU-PERROT, « marchés de capitaux », J.-Cl. com. fasc. 1658 n° 47 p. 6 ; Gilles SAINT-MARC et Jean-Jacques ESSOMBÈ MOUSSIO, « pension livrée », Rép. Soc. D. n° 119 p. 15 ; Claude FERRY et Jean-Claude BIGNON, « les opérations de pensions », JCP E 1994 I n° 389 p. 455 ; Patrick DE LAPASSE, « le nouveau régime juridique des opérations de pension », loc. cit. p. 109 ; Aline LUNEL-JURGENSEN et François GUERANGER, « la pension nouvelle est arrivée », loc. cit. p. 58 ;

C'est parfois concrètement le cas. Ils restent dans les comptes du cédant. Les praticiens parlent alors de pension non livrée. A l'inverse, avec la pension livrée, les titres sont remis au nom du cessionnaire. La différence porte sur une question d'opposabilité aux tiers, la pension livrée l'étant alors qu'elle ne l'est nullement dans l'autre. Quelle meilleure illustration du propos précédent ! Le cessionnaire n'a jamais vocation à devenir le propriétaire définitif des titres.

## **2. Un emprunt grâce à des titres préexistants.**

**594.** Les différences sont évidentes. L'installation d'une protection par un « credit linked note » nécessite l'émission de titres. Il est un « dérivé de crédit » titrisé. Il y a nécessairement un travail de création du titre dont l'émission permettra l'achat des créances sous-jacentes. L'opération de pension se réalise à partir de titres, effets ou valeurs préexistants. Le cédant est le détenteur propriétaire de ces valeurs lors de l'opération de pension. Dans la philosophie de l'opération de pension, les parties se doivent de se rétrocéder les titres et prix de vente. Il n'y a pas d'introduction d'aléa dans l'esprit des parties. Les ventes et rétrocessions des titres, aux prix et dates prévus, sont fermes. Le souscripteur des titres d'un « credit linked notes », titres qui représentent des créances, accepte de ne pas être totalement remboursé, comme il est de norme en la matière, selon les modalités envisagées si l'une de ces créances n'est pas désintéressée. L'aléa est un élément fondamental de cet instrument à la différence de l'opération de pension. Rien n'est censé altérer la rétrocession des titres. Or le défaut de remboursement des titres émis lors d'un « credit linked notes » n'est qu'une des modalités alternatives de dénouement du contrat. Il n'est pas en soit une mauvaise exécution ou une inexécution du contrat.

**595.** Le « credit linked notes » ne prévoit pas de double ventes des titres. Une seule existe. Elle sert à financer l'acquisition des créances protégées sous-jacente auprès du vendeur de risque. Au terme de l'opération, il n'existe pas de revente des titres à l'émetteur acheteur de protection, mais leur remboursement à partir du désintéressement des créances. L'achèvement normal du « credit linked notes » est la disparition des titres.

La rémunération du « credit linked notes » se concrétise par l'intérêt offert avec le titre et non par la différence entre deux prix de vente. Les notions de créancier et de débiteur y occupent une place centrale. Le vendeur de risque reste créancier des débiteurs des contrats sous-jacents. Il devient débiteur, en tant qu'emprunteur émetteur des titres, des acheteurs de risque qui ne seront désintéressés qu'en fonction du remboursement qu'il encaissera des contrats sous-jacents. L'opération de pension repose, tout au moins lorsqu'elle est livrée, sur la notion de transfert temporaire de propriété. Le « credit linked notes » ne transfère pas la créance de l'acheteur de protection au vendeur de protection.

L'objet de la pension n'est pas de protéger contre un risque de survenance d'une défaillance, à transférer un risque de crédit<sup>1235</sup> ou à organiser une protection quelconque contre un risque de crédit. Elle ne s'évertue pas à enrayer une perte. L'évolution de la valeur des titres, à la baisse comme à la hausse, n'a aucune influence sur l'exécution de la rétrocession entre les parties. Le détenteur éprouvera des réticences à restituer les titres lorsque leur valeur aura fortement augmenté. En cas de baisse, le bénéficiaire ne sera pas motivé pour les reprendre. Or les restitutions doivent s'opérer selon les stipulations de l'accord indépendamment de leur valeur. Aucune des parties ne peut prétendre à une somme d'argent supplémentaire pour compenser

---

Jean-Michel BOSSIN et Denis LEFRANC, « le régime juridique des opérations de pension », loc. cit. p. 3.

<sup>1235</sup> Patrick DE LAPASSE, « le nouveau régime juridique des opérations de pension », loc. cit. p. 102.

une dévaluation ou une amélioration. Certes, la convention peut prévoir, en cour d'exécution, des transferts complémentaires de titres pour maintenir leur valeur à celle du financement. Mais l'objectif est uniquement de sécuriser la transaction et de rassurer le bénéficiaire. A l'inverse, en cas de hausse, des titres pourront être restitués au cédant par le cessionnaire. Leur objet n'est pas de protéger contre un risque de contrepartie d'un tiers, mais de s'assurer que la valeur des titres transférés, vus comme une garantie, protège au plus juste le cédant fournisseur des liquidités. Les différences sont trop sensibles pour valider ce rapprochement. L'autre opération faisant intervenir des titres est la defeasance.

## B. La defeasance.

**596.** A priori, il semble saugrenu de ne serait-ce qu'envisager une ressemblance entre le « credit linked notes » et la defeasance. Les points communs sont indétectables hormis celui d'avoir été imaginé par les praticiens, ce que nous expliquerons d'abord. En réalité, cette imagination a dépassé sa nature initiale car elle présente à présent un double visage qui mérite un peu plus d'attention.

### 1. Un rapprochement à priori inadapté.

**597.** La « defeasance » est, sans surprise, apparue aux Etats-Unis, connue initialement sous l'appellation de « in-substance defeasance ». En droit anglo-saxon, la « defeasance » désigne l'extinction juridique d'une dette. Or la defeasance telle qu'elle est actuellement utilisée ne produit pas cet effet. Un avis du Conseil National de la Comptabilité<sup>1236</sup> la décrit comme une technique d'ingénierie financière permettant à une entreprise d'atteindre un résultat équivalent à l'extinction d'une dette figurant au passif de son bilan par le transfert de titres à une entité distincte qui sera chargée du service de la dette<sup>1237</sup>. Elle ne libère pas juridiquement l'entreprise de son obligation initiale. Elle reste engagée vis-à-vis de ses créanciers. Elle est un mode de nettoyage du bilan. L'entreprise va créer un véhicule *ad hoc* à qui elle octroiera les dettes dont elle veut se séparer. Elle lui confiera en même temps des titres ou des valeurs mobilières, exempt de risque de défaillance, en quantité suffisante pour assurer le remboursement de la dette en principal et intérêts. Cet organisme

---

<sup>1236</sup> Avis relatif à la comptabilisation de l'opération d'In-substance Defeasance du Conseil National de la Comptabilité, document n° 76 du 15 décembre 1988.

<sup>1237</sup> Définition exposée par Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. ; Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « gestion du passif : defeasance », Lamy Dr. fin. n° 1515 p. 818 ; Félix BOGLIOLO, « la défaisance : aspects financiers », MTF n° 6 de juil.-août 1988 p. 39 ; Le dossier sur « la defeasance » constitué dans la RDBB n° 12 de mars-av. 1989 avec Alice PEZARD, « présentation générale », p. 51, Mickaël K GEARY, « l'expérience de Peugeot en matière de defeasance », p. 52, Jean-Luc PIERRE, « aspects fiscaux de la defeasance », p. 53, Georges BERLIOZ, « le point de vue du juriste sur l'opération de defeasance », p. 54, André BUTHURIEUX, « le point de vue du commissaire aux comptes sur l'opération de defeasance », p. 56, Jean-Pierre GIRARD, « le point de vue du banquier sur l'opération de defeasance », p. 58, Marie C. PINIOT, « synthèse », p. 61 ; Philippe PAQUET, « la defeasance en question », Rev. B. n° 499 de nov. 1989 p. 1039 ; Claude FERRY, « défaisance économique et fiducie », JCP E 1991 I n° 23 p.65 ; Christian LARROUMET, « sur la réalisation d'une defeasance en droit français », mélanges en hommage à André BRETON et Fernand DERRIDA, Dalloz 1991 p. 193 ; Bernard MONASSIER et Stéphan DUBOULOZ, « la technique de la defeasance », Rev. Dr. pat. janv. 1996 p. 34 ; Michel ROUGER, « défaisance et défaillance », RJCom 1996 p. 253.

prendra possession d'actifs couvrant le montant de la dette transférée. Cela revient pour l'entreprise cédante à rembourser sa dette de manière anticipée. La contrainte essentielle à laquelle elle est soumise est de ne pouvoir proposer à cette technique que des dettes dont le coût de remboursement est prévisible et calculable pour adapter l'actif transféré à la charge de la dette. Cette technique assouplit la gestion de l'emprunt tout en améliorant les ratios de bilan. Elle est opportune pour une société lourdement endettée qui bénéficie d'un excédent de trésorerie inutilisé et peu productif.

Ces indications suffisent à écarter toute assimilation. La defeasance est un moyen de gérer des dettes, d'organiser leur remboursement à terme tout en les faisant disparaître immédiatement des comptes du débiteur. Cette technique sert au débiteur. Le « credit linked notes » protège un actif, se place du côté du créancier, pour lui éviter les pertes suscitées par certains événements. La defeasance ne lutte pas contre le risque de contrepartie. Les titres transférés n'ont pas vocation à préparer cette protection mais à rembourser les créanciers.

## **2. Le double visage de la defeasance.**

**598.** La « defeasance » a évolué avec une variante dite « active »<sup>1238</sup>. Active, car elle est axée sur les créances comme nos « dérivés de crédit ». Elle consiste pour un opérateur à se défaire de ses créances douteuses. Elle s'apparente à une mesure de protection. En effet, une structure est installée qui recueille les créances douteuses d'une société. Elle est financée et détenue par les actionnaires de la société grâce à un prêt qu'ils lui consentent. En France, l'exemple le plus renommé est la structure *ad hoc* initiée pour les créances immobilières suspectes du Crédit Lyonnais dont l'actionnaire unique était alors l'Etat. Ainsi, cette structure donne naissance à une sorte de parallélisme car l'actionnaire avance des liquidités à la structure pour financer l'acquisition des créances. Ces liquidités seront remboursées ultérieurement dans la mesure du désintéressement des créances douteuses. Quant à l'entreprise cédante, elle est dégagée des dites créances. Elle ne subit plus les défaillances des débiteurs.

**599.** Mais il subsiste de fortes altérités entre ces notions. Il n'y a pas de transfert de titres financiers mais de créances. Or ces titres financiers sont la cheville ouvrière de la protection du « credit linked notes ». Le créancier initial remet la propriété des créances. Il ne bénéficie d'aucune protection particulière. Son objet n'est pas d'apprêter une lutte contre le risque de contrepartie, mais de se séparer définitivement de créances douteuses. En s'en débarrassant, le créancier se sépare des risques afférant. Le « credit linked notes » accommode un transfert du risque en calquant les modalités de son remboursement sur celui des créances. Il n'est pas une cession de créances.

Particularité propre à la « defeasance », celui qui finance l'acquisition des créances douteuses par la structure n'est pas un quelconque investisseur, mais un ou plusieurs actionnaires de la personne morale créancière. En effet, qui irait se procurer un ensemble de créances suspectes si ce n'est ses actionnaires. Certes, ce n'est à priori pas non plus dans leur intérêt. Mais la perte issue du financement donné à la structure est censée se compenser avec la valorisation des parts sociales dont ils sont titulaires suite au nettoyage du bilan de la société. L'exclusion de tout rapprochement est avérée. De plus, dans le cas d'une « defeasance », la cession porte sur un ensemble de créances douteuses, c'est-à-dire des créances pour lesquelles le risque de

---

<sup>1238</sup> La première, par opposition, est affublée du qualificatif de « passif » : Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « gestion du passif : defeasance », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1533 et s. p. 822 ; Michel ROUGER, « défaisance et défaillance », loc. cit. p. 253.

défaillance est quasi-certain. La doctrine insiste sur leur caractère quasi-irrecouvrable<sup>1239</sup>. Il n'y a pas d'aléa alors que le « credit linked note » est aléatoire. L'impossibilité de déterminer lors de la passation du contrat si le risque surviendra est essentielle. Le « credit linked note » n'est pas cette defeasance considérée comme une opération de cantonnement, voir parfois comme une variante de la titrisation.

**600.** La defeasance et la pension livrée doivent être écartées de la qualification du « credit linked notes ». Toutes deux ont un point commun qui les singularisent du « credit linked notes ». Elles organisent le transfert de titres préexistants. Ils ne prévoient aucune modalité de protection particulière contre le risque de crédit au profit du créancier. Lors de la souscription, les vendeurs de protection en acceptent les modalités. Ces titres sont spécifiquement émis et élaborés pour ce faire. En conséquence, il ne suffit pas, pour trouver une qualification adéquate, de chercher parmi les mécanismes instaurant un transfert de titres. Il faut se concentrer sur ceux qui aboutissent à une création de titres.

## § II - Le « credit linked notes » et les mécanismes d'émission de titres.

**601.** La titrisation est le mécanisme usant d'une émission de titres qui s'impose immédiatement à l'esprit. Cette déduction n'est pas très difficile à dégager car de nombreux auteurs le présentent comme un dérivé de crédit titrisé<sup>1240</sup>. La piste est tracée. En réalité, nous verrons que ce « dérivé de crédit » dépasse la simple titrisation. Il est une émission de titres ou obligataires assortie de modalités particulières.

### A. La titrisation.

**602.** Enoncer que la titrisation pourrait être la source d'inspiration du « credit linked notes » réclame d'en vérifier l'affirmation. Pour cela, il sera nécessaire d'approcher cette titrisation. Nous verrons qu'il manque ensuite un élément essentiel pour un rapprochement total, la notion de risque.

#### 1. Approche de la titrisation.

**603.** Comprendre cette notion impose de comprendre sa définition et cette notion ce que permettra aussi l'étude de son régime juridique.

---

<sup>1239</sup> Bernard MONASSIER et Stéphan DUBOULOZ, « la technique de la defeasance », loc. cit. p. 34.

<sup>1240</sup> Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 40 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 103 avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Stéphane MOUY, « titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », op. cit. p. 347 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 31 ; Jean-Norbert PONTIER, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », loc. cit. p. 33 ; Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », op. cit. p. 309 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 704 p. 635.

### a. Définition et notion de titrisation

**604.** La titrisation est née au même moment et époque que la majorité des instruments financiers. Elle a été introduite par le législateur pour la première fois en droit français en 1988<sup>1241</sup>. Depuis, de nombreuses réformes se sont succédé pour l'adapter et impulser sa croissance<sup>1242</sup>. La dernière réforme d'importance est l'ordonnance du 13 juin 2008 qui l'a fortement remodelée et étendue<sup>1243</sup>. La titrisation est la technique qui consiste pour un créancier à transformer, avant son échéance, une ou des créances en liquidités par l'utilisation de titres. La créance est incorporée à un titre. Une entité cède ses créances à une structure *ad hoc* qui émet des titres ou des parts pour les acheter<sup>1244</sup>. Les

<sup>1241</sup> Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création de fonds communs de créances (J.O.R.F. du 31 déc. 1988 p. 16736) suivi du décret n° 89-158 du 9 mars 1989 portant application des articles 26 et 34 à 42 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 et relatif aux fonds communs de créance (J.O.R.F. du 10 mars 1989 p. 3186).

<sup>1242</sup> Lois n° 93-06 du 4 janvier 1993 relative aux sociétés civiles de placement immobilier, aux sociétés de crédit foncier et aux fonds communs de créances (J.O.R.F. du 4 janvier 1993 p. 246) et n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la banque de France, à l'assurance, aux crédits et aux marchés financiers (J.O.R.F. du 5 janvier 1994 p. 231), décret n° 93-589 du 27 mars 1993 modifiant le décret n° 89-158 du 9 mars 1989 relatif aux fonds communs de créances (J.O.R.F. du 18 mars 1993 p. 5233). Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (J.O.R.F. du 4 juillet 1996 p. 10063) et décret n° 97-919 du 6 octobre 1997 portant modification du décret n° 89-158 du 9 mars 1989 portant application des articles 26 et 34 à 42 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 et relatif aux fonds communs de créances (J.O.R.F. du 9 octobre 1997 p. 14645). Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (J.O.R.F. du 3 juillet 1998 p. 10127). Loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière (J.O.R.F. du 2 août 2003 p. 13230) (Annick BIENVENU-PERROT, « la modernisation de la titrisation par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 », BJBPF nov.-déc. 2003 § 86 p. 739) et décret n° 2004-1255 du 24 novembre 2004 pris en application des articles L. 214-5 et L. 214-43 à 214-49 du CMF et relatif aux fonds communs de créances (J.O.R.F. du 26 novembre 2004 p. 20067).

<sup>1243</sup> L'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du Parlement Européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances (J.O.R.F. du 14 juin 2008 p. 9677). Décret n° 2008-711 du 17 juillet 2008 réformant le cadre juridique des fonds communs de créances (J.O.R.F. du 19 juillet 2008 p. 1153). Maxime GALLAND, « la réforme du cadre juridique de la titrisation », RLDA n° 32 de nov. 2008 p. 29 ; Gilles SAINT-MARC, « titrisation, vers un cadre juridique plus moderne et plus sûr », Rev. B. n° 705 de sept. 2008 p. 75 ; Thierry GRANIER, « présentation générale de la réforme du cadre juridique de la titrisation », RTDF n° 3 2008 p. 83 ; Sébastien PRAICHEUX, « la réforme de la titrisation d'un point de vue critique », BJBPF mars-av. 2009 § 21 p. 144 ; Pierre MINOR, « la titrisation : mécanisme décrié mais toujours utilisé », dossier « crise financière », JCP E 2009 n° 1572.

<sup>1244</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », op. cit. ; Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit. ; Henri HOVASSE et Nathalie MARTIAL-BRAZ, « la titrisation », J.-Cl. B. fasc. 2260 n° 1 p. 2 ; Valérie PANCRAZI-DAUCHY, « titrisation », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 98 p. 2013 ; Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « introduction à la titrisation », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1457 p. 779 ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », Précis Dalloz, 8<sup>ème</sup> édition 2010 n° 594 p. 465 ; Thierry GRANIER et Corynne JAFFEUX, « la titrisation, aspects juridiques et financiers », Economica 2<sup>ème</sup> édition 2004 p. 32 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 828 p. 491 ; Xavier DE KERGOMMEUX et Gilles SAINT MARC, « la technique de titrisation », Rev. Dr. pat. juin 1996 p. 22 et « le cadre juridique des titrisations internationales », DPCI 1996 p. 337 ; Marie-Marthe CALVIÈRE, « introduction à la titrisation », dossier sur les titrisations internationales, DPCI 1996 p. 333 et « les titrisations internationales des banques et des entreprises françaises », 1996 p. 362 ; Jean-Norbert PONTIER, « nature et régime juridique des titres émis dans le cadre d'opérations de titrisation internationale », DPCI 1996 p. 377 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 868 p. 586 et « la titrisation et les financements d'entreprises à valeur ajoutée : des financements traditionnels... aux financements structurés », dossier de la RDBF n° 8

souscripteurs des titres seront remboursés selon le recouvrement effectif des créances cédées à la structure et les modalités stipulées. Le titulaire initial des créances à terme les vend. Il les remplace par des liquidités dans son patrimoine. L'organisme bénéficiaire du transfert des créances va lui les financer en émettant des parts qui seront souscrites par des investisseurs. Ces parts sont qualifiées d'instruments financiers. Il y a ici une cohérence générale de qualification avec les « dérivés de crédit ».

**605.** Les intérêts de la titrisation varient légèrement selon la qualité du cédant. Lorsqu'un établissement de crédit y recourt pour son propre compte, les créances disparaissent du bilan. Il profite de l'amélioration des ratios prudentiels, de solvabilité et de liquidité. Les fonds qui se substituent aux créances seront réinvestis par l'établissement de crédit sur des segments plus rentables. En réalisant des gains de productivité par une réduction des coûts d'intermédiation bancaire et de financement, elle devrait entraîner une baisse du coût de crédit. La titrisation diversifie l'offre à la clientèle de nouveaux produits et services financiers. Une société profite d'une amélioration de son bilan et de ses ratios d'endettement. Elle peut mobiliser ses créances et accéder à un financement à un coût inférieur à celui d'un emprunt direct sans recourir à sa signature. Elle diversifie l'origine de ses ressources en contournant l'emprunt bancaire. Elle garde des relations privilégiées avec le débiteur<sup>1245</sup> car les relations sont continuées. Elle accède à un financement à long terme à un taux de marché à partir de créances à court-terme. Les sociétés d'assurances accèdent directement aux marchés financiers à un coût normalement inférieur à la réassurance traditionnelle. Elle doit se répercuter à la baisse sur le montant des primes des assurés.

#### b. Régime juridique de la titrisation.

**606.** La titrisation, organisation lourde, sollicite l'intervention de plusieurs acteurs car les titres ne sont pas émis par le créancier. Ce rôle revient à un organisme de titrisation, aussi appelé véhicule, qui les achètent grâce à l'émission de parts ou titres. Il est assisté par une société de gestion et un établissement dépositaire. Depuis la réforme de 2008, l'organisme de titrisation peut adopter deux formes : la société de titrisation ou le fonds commun de titrisation. Ce dernier remplace le fonds commun de créances<sup>1246</sup> qui ne peut subsister que pour les titrisations accommodées avant la réforme. La

---

de juil.-août 2006 p. 47 ; Eric CARTIER-MILLON et Grégory BENTEUX, « titrisation et LBO », RDBF n° 8 de juil.-août 2006 p. 56 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 72 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 142 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 32 ; Thierry GRANIER, « vision économique et définition juridique de la titrisation, l'intérêt d'une confrontation », RTDF n° 4 2009 p. 104 ; Hubert DE VAUPLANE, entretien sur « la crise financière et le droit français », JCP 2008 I n° 220.

<sup>1245</sup> Marie-Marthe CALVIÈRE, « introduction à la titrisation », loc. cit. p. 333 ; Xavier DE KERGOMMEAUX et Gilles SAINT MARC, « la technique de titrisation », loc. cit. p. 22 et « la titrisation, un nouvel outil de gestion du risque client », O.F. n° 567 du 18 oct. 1999 p. 46 ; Anne FEITZ, « les entreprises titrisent leurs créances commerciales », O.F. n° 490 du 9 mars 1998 p. 22 ; Natasha ANDERMAHR, « Bercy autorise la titrisation des créances commerciales des entreprises », O.F. n° 507 du 6 juil. 1998 p. 10.

<sup>1246</sup> Sur cet ancêtre apparu grâce à la loi de 1988 : Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « fonds communs de créances », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1470 p. 788 ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », Précis Dalloz, 8<sup>ème</sup> édition 2010 n° 650 p. 499 ; Thierry GRANIER et Corynne JAFFEUX, « la titrisation, aspects juridique et financier », op. cit. p. 38 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 876 p. 590 ; Frédéric PELTIER, « adaptation du droit positif français à la titrisation : les fonds communs de créances », B.&D. n° 4 de mai-juin 1989 p. 85 ; Alice PEZARD, « modernisation des OPCVM et titrisation », JCP E 1989 II n° 15600 p. 581 ; Jacques TERRAY et Xavier DE

société de titrisation<sup>1247</sup> est une société anonyme ou une société par action simplifiée selon l'article L. 214-49 du code monétaire et financier. Les règles du droit des sociétés sont ajustées aux besoins de ce mécanisme. La loi écarte certaines règles du droit commun<sup>1248</sup>. La titrisation est l'objet de la société. Les statuts restent centraux et essentiels. Ils reprennent les informations essentielles sur les modalités de la titrisation : la société de gestion retenue, la durée des exercices comptables, la stratégie d'investissement, la nature des risques, les caractéristiques des créances à acquérir, les conditions, caractéristiques et dénouement des contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant les risques d'assurance utilisés à titre de couverture ou non, la stratégie de financement ou de couverture des risques énonçant les conditions d'émissions de parts, actions ou tires de créances, le recours à l'emprunt, la définition des garanties qu'elle se propose de recevoir ou de consentir etc. Les droits et devoirs des porteurs de parts sont déterminés par les statuts ou le règlement de l'organisme.

**607.** Les fonds commun de titrisation<sup>1249</sup> ou de créances sont dépourvus d'une pleine personnalité morale<sup>1250</sup>. Ils empruntent alors leur nature à la copropriété (L. 214-49-4 du Code monétaire et financier), mais de façon particulière car ni les règles de l'indivision ni celles de la société en participation ne s'appliquent. Le détenteur de parts exerce des droits de propriété entiers sur les parts et titres plutôt qu'un pouvoir sur l'ensemble des actifs du fonds. La loi l'assimile à un OPCVM. Ces fonds sont constitués à l'initiative de la société chargée de leur gestion et de la personne morale dépositaire des titres. Elles seront aidées d'un tiers spécialisé dans ce travail, l'arrangeur. Le projet sera soumis à une agence de notation et à l'agrément de l'autorité des marchés financiers. Les créateurs rédigeront un document capital, le règlement, qui comme les statuts de la société, présente de façon l'opération de titrisation. Il expose la stratégie de gestion, de financement et d'investissement des actifs du fonds. Il précise la nature, les caractéristiques et les modalités d'acquisitions des créances ainsi que les garanties données et obtenues par le fonds. Il énonce les modalités d'émission ou non des titres ou parts de créances nouvelles ainsi que le choix de la société de gestion retenue. Il indique la nature des risques encourus et leurs règles de couverture.

Ils rédigent une note d'information préalable pour les souscripteurs lorsque les parts ou les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Cette note peut être découpée en trois parties ou être décomposée en trois documents : une note de référence sur l'émetteur, une note relative aux instruments financiers objet de l'opération et un résumé exposant en

---

KERGOMMEAUX, « titrisation, enfin du nouveau ! », BJBPF de mars-av. 1993 p. 119 ; Hervé TOURAINE, « la titrisation de créances commerciales : contraintes et techniques juridiques », B.&D. n° 50 de nov.-déc. 1996 p. 3.

<sup>1247</sup> Fabrice FAURE-DAUPHIN, « la société de titrisation », RTDF n° 3 2008 p. 87 ; Frédéric LACROIX et Jonathan LEWIS, « la société de titrisation française, un instrument attrayant », dans le dossier « titriser plus pour financer plus. A quelle condition ? », Rev. B. n° 724 de mai 2010 p. 22 p. 36 ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », op. cit. n° 659 p. 505.

<sup>1248</sup> Par exemple, les dispositions relatives à la dénomination sociale selon l'article L. 224-1 du C.Com. Mais aussi les règles sur la souscription du capital (L. 225-4 à 7 du C.Com.), sur l'évaluation des apports en nature (L. 225-8 a 3 et 4 du C.Com.), aux droits des actionnaires (L. 225-9 à 10 du C.Com.), la constatation des versements réalisés lors de la constitution sans appel public à l'épargne (L. 225-13 du C.Com.), les conditions dans lesquelles les administrateurs peuvent être propriétaires d'actions de la société (L. 225-25 à 26 du C.Com.), les modalités des S.A. à participation ouvrière (L. 225-258 à 270 et 224-31 du C.Com.), les règles d'encadrement d'obligations (L. 228-39 du C.Com.), les infractions relatives aux sociétés à capital variable (L. 247-10 du C.Com.).

<sup>1249</sup> Christine VAN GALLEBAERT, « les principales évolutions entre FCC d'hier et le FCT d'aujourd'hui, titrisation du risque d'assurance », RTDF n° 3 2008 p. 91.

<sup>1250</sup> Certains droits attachés à la personnalité morale sont attribués à ces fonds. Il y a de la sorte une personnification du fonds : la faculté d'être désigné par un compartiment plutôt que par l'ensemble des copropriétaires, celle de contracter.

termes non techniques les principales caractéristiques et les principaux risques de l'émetteur, les garants éventuels et les instruments financiers objet de l'opération.

**608.** Le second intervenant essentiel est la société de gestion. Outre sa participation à sa constitution, elle est dédiée à la gestion du fonds commun de créances. Elle gère et administre les actifs de l'organisme de titrisation. Elle le représente à l'égard des tiers devant la justice, en demande comme en défense, sauf en présence d'une société de titrisation dotée de la personnalité morale dotée de la capacité pour ce faire. Elle s'inquiète des obligations comptables en établissant un inventaire de l'actif du fonds dans les six semaines de chaque fin de trimestre et en désignant un expert comptable. Elle transmet les documents et comptes permettant à l'Autorité des Marchés Financiers de contrôler sa gestion. Elle est chargée de développer, en en garantissant l'autonomie, les stratégies de gestion du fonds commun selon le règlement. Elle doit prévenir les conflits d'intérêts en favorisant les porteurs de parts s'ils surviennent.

Son statut a évolué. Initialement, l'Autorité des Marchés Financiers l'agréait après avoir portée attention à sa solidité financière<sup>1251</sup> et à son indépendance. Elle devait présenter des garanties en ce qui concerne son organisation, ses moyens techniques et humains, l'honorabilité, la compétence et l'expérience professionnelle de ses dirigeants<sup>1252</sup>.

Depuis la réforme, cette société doit prendre la forme d'une société de gestion de portefeuille selon les modalités légales et l'agrément délivré par l'Autorité des Marchés Financiers. L'utilisation des instruments financiers à terme l'oblige à présenter un programme d'activité spécifique.

**609.** L'établissement dépositaire est un établissement de crédit. Il est dévolu à la conservation des créances sous la forme des bordereaux de transfert de tous ces contrats et supports ainsi que des sûretés et garanties accessoires. Il garde la trésorerie du fonds générée par la titrisation, les emprunts destinés à mettre en œuvre la stratégie de gestion, les dépôts effectués auprès d'un établissement de crédit, les titres de créances négociables détenus par le fonds, les actifs transférés lors de la constitution ou réalisation des sûretés, garanties et accessoires attachées aux créances cédées etc. Il doit contrôler le gestionnaire et la régularité de ses décisions de gestion. Pour garantir son efficacité et écarter tout conflit d'intérêts, le dépositaire ne peut cumuler sa fonction avec celle de gestionnaire.

**610.** L'opération de titrisation jouit maintenant d'un très large domaine car l'article L. 214-42-1 du Code Monétaire et Financier dispose que leur objet est « *d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance* » et « *d'assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission d'actions, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrat constituant des instruments financiers à termes ou transférant des risques d'assurances ou par le recours à l'emprunt ou à d'autres formes de ressources* ». L'organisme de titrisation peut acquérir des créances de toute nature<sup>1253</sup> avec leurs garanties grâce à un bordereau

---

<sup>1251</sup> Son capital doit être de 225 000 euros augmenté de 0,5 pour cent des actifs du fonds commun de créances avec un plafonnement à 760 000 euros, sauf si la moitié des parts est détenue par un établissement de crédit ou s'il existe un cautionnement solidaire.

<sup>1252</sup> Ils doivent s'assurer du respect des règles de déontologie professionnelle tant pour la société, pour eux que du personnel placé sous leur responsabilité.

<sup>1253</sup> Depuis la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 qui a supprimé les conditions relatives à la durée des créances (2 ans minimum), la condition d'homogénéité des créances (même nature et même type d'emprunt comme immobilier, automobile etc.), les créances futures (abonnement à la téléphonie, loyers de baux futurs sur un bien immobilier). Sur la diversité des créances titrisables : Jean DEVÈZE, Alain COURET, Gérard HIRIGOYEN, « introduction à la titrisation », Lamy Dr. fin. 2009 n° 1463 p. 785 et « fonds communs de créances », ibidem n° 1490 p. 794 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David

spécifique de transfert. A présent, il est loisible de recharger l'organisme par l'acquisition de nouvelles créances tout au long de sa vie. La délivrance s'opère par leurs remises entre les mains de la société de gestion. Le cédant garanti leur existence et fait son affaire du recouvrement. L'actif servant à financer l'achat et la stratégie de gestion est réuni au moyen d'instruments financiers, à savoir des parts, actions ou titres de créances, mais aussi par l'emprunt. Les règles de l'appel public à l'épargne seront à respecter si cette voie est suivie.

**611.** L'émission de titres ou d'obligations par nature indissociable de la titrisation illumine les confusions avec ce « dérivé de crédit ». Il utilise ce mécanisme de titrisation. Le code monétaire et financier indique que l'effet de la titrisation est de modifier l'exposition au risque ce qui ne peut nous laisser insensible quant à la requalification des « credit linked notes ». Quelle est cette exposition au risque ? Après examen, le risque de crédit ou de contrepartie n'est pas concerné par cette exposition. Traditionnellement, la titrisation n'a pas pour objet de transférer sur les acquéreurs de parts du fond de titrisation le risque de crédit et les impayés des débiteurs même si leurs dettes ont été transmises à cet organisme. Cette affirmation est déroutante. L'aliénation d'un bien entraîne normalement, corrélativement, la transmission de ses risques. Sauf clauses contraires, la cession d'une créance fait peser sur l'acquéreur les risques et difficultés liés à son recouvrement. Statistiquement, dans un portefeuille de créances, seules certaines d'entre elles seront affectées par une défaillance. Elle est supportée par le propriétaire de la créance au moment où elle survient. Après la réalisation de l'opération de titrisation, le propriétaire des créances est le fonds commun de titrisation. C'est à lui, et par répercussion à ses investisseurs ou acquéreurs de parts sociales ou de titres, qu'il revient de les endurer. A ce stade, le rapprochement est exclu puisqu'il n'y a aucun transfert de risque de crédit sur un autre que le propriétaire des créances. L'ancien créancier n'y est plus soumis, mais il n'en est plus le propriétaire. Le nouveau y est astreint, mais il en est le propriétaire. Or un « dérivé de crédit » transfère le risque de crédit sans transmission des créances. Afin d'attirer les investisseurs, les acteurs de la titrisation ont aménagé cette règle par diverses mesures pour leur éviter des pertes financières<sup>1254</sup>. La première méthode a été de concentrer ou de ne transférer que des créances d'excellente qualité pour lesquelles les risques de non-recouvrement sont nuls. L'autre moyen consiste à transférer un actif, des créances, d'un montant plus important que celui des titres émis vers les

---

ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 836 p. 497 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 894 p. 599 ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », op. cit. n° 723 p. 540 ; Thierry GRANIER et Corynne JAFFEUX, « la titrisation, aspects juridique et financier », op. cit. p. 87 ; Xavier DE KERGOMMEAUX et Christine VAN GALLEBAERT, « la titrisation d'actifs immobiliers », BJBPF mai-juin 2002 p. 181 ; Tim NICOLLE, « titriser les créances des PME », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 45 ; Anne-Marie TOLEDO-WOLFSOHN et Henri HOVASSE, « table ronde sur l'art de la titrisation, à la recherche de nouveaux moyens de financement », cahiers de droit de l'entreprise n° 5 2005 p. 11. V. le dossier sur « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 avec Jean-François DESPOUX, « le marché financier français continue de se développer à son rythme », p. 18 ; Daniel BENDAVID et Philippe DURAND, « motifs et enjeux de la diversification des actifs titrisés », p. 25 ; Xavier DE KERGOMMEAUX et Christine VAN GALLABAERT, « les nouvelles catégories d'actifs titrisés », p. 29 et Remi CHARRIER, « l'assurance dans les montages de la titrisation », p. 43. Le dossier sur « la titrisation » réalisé par Cécile JOLY publié dans la Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 24 avec les interviews de Nicolas MALATERRE, « émancipation de la titrisation à la française », p. 30, de Mickaël HAIZE interview par Cécile JOLY, « le FCC ouvre de nouveaux horizons », p. 32 et de Jean-Marc SAUGIER, Philippe MADAR et Paul-Emmanuel MICOLET, « RCI banque innove sur le marché européen », p. 34, et Jean-Yves DURANCE et Nathanaël FOURNIER, « vers un développement de la titrisation des crédits PME ? », p. 37 ; Richard WEISS, « vers un nouveau médicament pour doper les bien portants ? », p. 40, Philippe TRAINAR, « la titrisation en assurance », p. 42.

<sup>1254</sup> Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 73 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 38 ; Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », op. cit. n° 919 p. 616.

investisseurs. Les défaillances enregistrées seront compensées par le surdimensionnement. Les investisseurs ne souffrent pas le risque financier. Autre façon de procéder, l'émission de deux catégories de parts, les unes ordinaires et les autres subordonnées, ces dernières ne percevant de paiement aussi bien en capital qu'en intérêts que lorsque les parts ordinaires ont été désintéressées. Ces parts sont souvent gardées par le cédant. Certaines installent une garantie externe comme une garantie à première demande. L'entreprise cédante peut constituer un dépôt de garantie destiné à supporter les risques de premières pertes. Ce constat relativise l'affirmation d'absence de transfert de risque refusant l'assimilation entre les deux techniques. La législation, suite à la crise financière et aux invectives lancées à l'encontre de la titrisation, facteur de diffusion du risque, ajoute une nouvelle source de sécurité. Elle impose maintenant à l'initiateur d'une telle opération de conserver au moins 5 pour cent des positions de titrisations émises<sup>1255</sup>. Ce faisant, il assume directement une part de risque, mais en tant que propriétaire de ces positions.

L'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 a modifié la notion de l'objet de la titrisation en introduisant la notion « *d'exposition aux risques* ». Cette insertion peut annihiler nos précédents développements et conforter la thèse de la requalification. Mais selon certains auteurs, l'introduction de cette expression laisse la place à « *l'embaras* »<sup>1256</sup> ou à la « *perplexité* »<sup>1257</sup>. Pour eux, la notion de risque est inadaptée. L'un insiste sur l'objet de ces organismes qui est « *sans doute plus l'acquisition de créances, la conclusion de contrat et l'émission d'actions ou de parts* ». Il ajoute que cette approche « *reflète la suprématie de l'approche financière sur l'approche juridique* »<sup>1258</sup>. Le second approuve et complète cette opinion en indiquant qu'il faut avant tout la comprendre comme autorisant les organismes de titrisation à « *acquérir des créances représentatives de risques* ». Ils peuvent recevoir des créances avec un risque de défaillance plus important. Il estime que l'exposition au risque s'analyse comme une conséquence du transfert juridique de l'activité risquée<sup>1259</sup>. Dès lors, l'introduction de cette notion de risque n'est pas décisive dans ce travail de requalification.

## **2. L'ignorance de la notion de risque par la titrisation.**

**612.** Peut-on considérer que les méthodes de protection exposées relèvent de la lutte contre le risque de contrepartie et assimiler cet instrument à un « dérivé de crédit » ? La réponse est négative. Cette volonté de protection n'est plus forcément aussi forte que par le passé<sup>1260</sup>. Dans l'ensemble, le propriétaire initial de la créance continue de supporter le risque de crédit des créances qu'il a pourtant aliénées. Il y a conservation du risque de crédit par l'ancien créancier et non transfert de ce risque comme dans tout « dérivé de crédit ». Ce transfert de risque est l'objet du contrat de « dérivé de crédit ». Ce n'est pas celui de la titrisation. D'ailleurs, la défaillance d'une créance est éprouvée par son propriétaire, le fonds de titrisation, puisque le non-recouvrement reste une perte pour lui. Elle est enregistrée mais neutralisée par ces mécanismes. Si l'ancien propriétaire ressentait

---

<sup>1255</sup> Suite à la directive n° 2009/111/CE du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009, JOUE n° L 302/97 du 17 novembre 2009 dite capital requirements directive 2 (CERD 2) ; Haroun BOUCHETA, « l'obligation de rétention en matière de titrisation », BJBPF de mars-av. 2010 § 25 p. 194.

<sup>1256</sup> Maxime GALLAND, « la réforme du cadre juridique de la titrisation », RLDA n° 32 de nov. 2008 p. 29.

<sup>1257</sup> Thierry BONNEAU, « réforme du cadre juridique des fonds communs de créances », RDBF de juil.-août 2008 n° 127 p. 68.

<sup>1258</sup> Ibidem.

<sup>1259</sup> Maxime GALLAND, « la réforme du cadre juridique de la titrisation », loc. cit. p. 29.

<sup>1260</sup> Tanya AZARCHS, « quel impact sur la solvabilité des banques ? », dossier sur « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 22.

directement la perte comme dans un « dérivé de crédit », il lui substituerait directement le versement d'une somme d'argent sans contrepartie plutôt que d'ajouter au portefeuille transmis d'autres créances. Ce transfert de risque est inexistant quand les acteurs travaillent sur la qualité des créances objet de la titrisation. Le but est de chasser tout aléa de ce chef avant d'organiser la cession des créances au profit du véhicule. Le transfert de risque est volontairement écarté.

La différence essentielle est résumée par ce simple constat. Le « credit linked notes » a pour finalité le transport du risque de contrepartie sans abandon des créances. Le but de la titrisation est la cession de créances pour laquelle toutes les précautions qui tendent à limiter un éventuel risque de défaillance des débiteurs ne visent qu'à arranger la mariée. Le véhicule de la titrisation est autorisé à conclure des « dérivés de crédit »<sup>1261</sup> pour se protéger contre les risques de défaillance des dettes. Il est expressément précisé que le véhicule de titrisation peut arranger des contrats d'instruments financiers à terme pour vendre de la protection contre les risques de crédit. Il peut en conclure afin de supporter les risques de crédit liés à un portefeuille d'actifs auxquels le cédant est exposé. La doctrine précise que cette protection se fera par la conclusion d'un « credit default swap » ou d'un « credit linked notes ». L'opération de titrisation n'a pas pour objet de protéger du risque de contrepartie. C'est au mieux une modalité annexe. L'autre idée force de la distinction est que le « credit linked notes » n'organise pas de transmission de créances alors que tel est l'objet de la titrisation. En conséquence, ces différences fondamentales écartent toute idée d'assimilation.

**613.** D'aucuns contesteront cette conclusion en se référant à la titrisation synthétique. Elle se consacre uniquement à la transmission du risque de crédit sans le transport des créances. Nous aurions du, de prime abord, porter nos efforts de comparaison sur elle puisqu'elle poursuit le même objectif que le « credit linked notes ». Elle émet des titres et transmet un risque sans cession des créances exposées. Sa personnalité et son autonomie par rapport à la titrisation classique confirme nos propos sur l'impossibilité de rapprocher titrisation et « credit linked notes ». L'intérêt de la titrisation synthétique est pour nous limité. L'organisme de titrisation émet des titres pour se financer et se porter vendeur de protection par le biais d'un « dérivé de crédit », la plupart du temps un « credit default swap »<sup>1262</sup>. Dans un « credit linked notes », l'émission de titres réalise en elle-même le transfert de risque. Nul besoin de le compléter par un « credit default swap ». L'émission de titres permet le financement des risques achetés par le biais du « dérivé de crédit » adossé. Elle permet l'acquisition de titres sans risques, comme des obligations, dont les intérêts serviront à financer soit le risque de manquement soit les investisseurs des parts. De plus, les différences entre « credit linked notes » et « credit default swap » excluent toute assimilation.

---

<sup>1261</sup> Art. L. 214-42-1 du CMF : « les organismes de titrisation ont pour objet : d'une part, d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ».

<sup>1262</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 836 p. 497 ; Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », op. cit. n° 885 p. 536 ; Thierry GRANIER et Corynne JAFFEUX, « la titrisation, aspects juridiques et financiers », op. cit. p. 190 ; Xavier DE KERGOMMEAUX, « fonds communs de créances, un cadre juridique élargi et précisé », dossier sur « la titrisation » réalisé par Cécile JOLY dans la Rev. B. n° 668 av. 2005 p. 26 ; Anne-Marie TOLEDO-WOLFSOHN et Henri HOVASSE, « table ronde sur l'art de la titrisation, à la recherche de nouveaux moyens de financement », loc. cit. p. 11 ; Zine SEKFALI, « la titrisation et les financements d'entreprises à valeur ajoutée : des financements traditionnels... aux financements structurés », loc. cit. p. 47 ; Frédéric LACROIX, « l'utilisation des FCC dans les titrisations synthétiques », RDBF n° 8 de juil.-août 2006 p. 58 ; Jean-Norbert PONTIER, « créances hypothécaires, l'heure est aux opérations de titrisation synthétique », Rev. B. n° 694 de sept. 2007 p. 54 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 39 ; Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », op. cit. p. 23.

En conclusion, le « credit linked notes » ne peut se ramener à une opération de titrisation classique. Ceci s'explique parce que l'une des caractéristiques du « credit linked notes » est la transmission du risque de crédit, sans transfert des créances, par l'émission de titres. Cette émission de titres est plus complexe.

### B. Une émission de titres de créances complexes.

**614.** La forme adoptée par un « credit linked note » est le titre. C'est par des titres offerts à des investisseurs que s'organiseront la protection et le transfert du risque de crédit. D'après la doctrine intéressée, l'acheteur de risque recourra à des titres financiers ou obligataires. C'est sur ces deux notions qu'il convient de s'arrêter, et de manière alternative puisque le « credit linked notes » laisse cette liberté. Nous ne nous attarderons pas outre mesure sur l'émission d'obligations. Elle est obligatoirement spécifique<sup>1263</sup>. Elles ne sont pas non plus soumises à un cadre légal prédéfinie en ce sens qu'aucune règle n'est consacrée aux obligations transférant le risque de crédit. Aucune disposition ne s'arrête sur ses conséquences, à savoir l'absence totale ou partielle de remboursement de l'obligation pour le capital et/ou les intérêts. Nous avons déjà eu l'occasion d'introduire la notion d'obligation. Elles sont très diverses, mais le régime applicable était celui des titres de créances complexes encadré à l'époque par des notes de la Commission des Opérations de Bourse et le Conseil des Marchés Financiers datées du 17 novembre 1998<sup>1264</sup>. Cette note touchait un domaine général plus large dépassant les seules obligations. Elle visait toutes les valeurs mobilières ou tous autres titres émis sous la responsabilité de l'émetteur qui confèrent un droit de créance sur l'émetteur transmissible par inscription en compte ou tradition. De plus, elles doivent être assorties de caractéristiques particulières quant aux modalités de remboursement ou de rémunération ou comporter d'autres droits (indexation, etc.) qui ne font pas l'objet de dispositions législatives ou réglementaires particulières. Emis sous la forme obligataire, les « credit linked notes » ne sont pas réglementés par la loi et les modalités de remboursements sont complexes car conditionnelles et subordonnées à l'absence de survenance d'un événement. La qualification de titres de créances complexes s'applique pour les émissions de titres qui ne prennent pas la forme obligataire. Elle n'est pas contradictoire car le titre obligataire est un titre. Il est une modalité du titre financier. Ainsi, que l'emprunt installé pour la mise en place d'un « credit linked notes », pivot du transfert de la protection, prenne la forme obligataire ou d'un titre, la qualification de titre de créance complexe s'impose<sup>1265</sup>. Les émetteurs devront ainsi se soumettre aux exigences légales d'émissions des obligations ou des titres selon la forme adoptée des articles L. 228-39 à -40 du code de commerce, mais aussi L. 228-44 et s. de ce code. Il faudra respecter les règles traditionnelles en la matière comme la création de la masse des porteurs etc.

---

<sup>1263</sup> V. supra § 170.

<sup>1264</sup> Dans le Bull. mens. COB n° 329 de nov. 1998.

<sup>1265</sup> V. qui retiennent cette qualification : Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 146 p. 219.

**615.** A l'issue de cette première section, le « credit default swap » est un outil original qui trouve des difficultés à être comparé à tout autre. Il semble difficile de ne lui trouver une autre qualification que celle de contrat *sui generis*. Néanmoins, en présence de cession des titres contre la remise de la prestation de protection, celle de cession de titres sous condition suspensive trouve sa place. Enfin, pour les opérations totalement spéculatives, celle de paris réglementés n'est pas à exclure. Pour autant, en présence d'un risque, d'une prime et d'une prestation, le contrat d'assurance peut exercer son fort pouvoir de gravité. Devrait-on parler de « contrat d'assurance financier » qui autoriserait tout aussi bien la spéculation que la couverture d'un risque classique ? Le « credit linked notes » repose lui sur des instruments plus classiques, l'obligation ou le titre, mais avec des modalités spécifiques qui subordonnent leur remboursement au désintéressement des créances auxquels ils sont liés. Le « credit linked notes » est un titre de créance complexe encadré par le régime spécifique prévu par les autorités financières. Abordons maintenant les « dérivés de crédit » dont l'aléa est constitué par l'inconnu de la valeur de la créance plutôt que sur la survenance d'un événement.

## **Chapitre II : Les « dérivés de crédit » dont l'aléa est constitué par l'inconnu de la valeur de la créance.**

**616.** Le déclenchement et l'exécution de la prestation de protection de ces « dérivés de crédit » ne sont pas subordonnés à la survenance d'un événement spécifié dans le contrat. Ils dépendent du niveau de variation de la valeur de la confiance accordée à la créance et de l'écoulement de temps. Là siège l'aléa. Ce niveau sert à calculer et estimer le quantum de la protection. Les mécanismes sont différents de ceux intégrés aux « dérivés de crédit » événements. Instinctivement, les hypothèses de qualifications à envisager ne seront pas les mêmes. Les garanties et sûretés sont éloignées de ces contrats. Les ressemblances n'existent pas. Nous le vérifierons à partir de la distinction maintenant traditionnelle entre les « dérivés de crédit » dont l'aléa résulte uniquement du calcul d'un écart et ceux prévoyant un transfert total à la fois du rendement et de la valeur de la créance. Chacun d'eux transpire indiscutablement d'instruments financiers plus anciens. Nous nous en servons pour cerner les qualifications adéquates avant de les transposer tout en tenant compte des spécificités intrinsèques à chaque « dérivé de crédit ».

### *Section I : Les « dérivés de crédit » dont l'aléa résulte d'un calcul d'écart.*

**617.** Ces conventions de « dérivés de crédit » dépendent du niveau de confiance mesuré à partir du calcul d'un écart, d'une différence. Ils représentent la pureté absolue de ces mécanismes. Evidemment, un événement de crédit peut altérer ce niveau de confiance, mais il ne le fera pas en lui-même, mais par les effets induit sur cet écart. Ces mécanismes sont au nombre de deux, le « credit spread option » et le « credit spread forward ». Ne nous laissons pas abuser par leur dénomination, il ne faut pas escompter une économie d'effort en tablant sur une proximité entre elles.

#### § I - Le « credit spread option ».

**618.** Le « credit spread option » est une option à l'américaine d'achat ou de vente de titres de créances à un prix préfixé déterminé à partir d'un taux d'intérêt donné. Le mécanisme financier qu'il copie est l'option qui a profité d'une très forte attention de la doctrine. La qualification de l'option retiendra dans un premier temps notre attention avant de nous vérifier qu'elle s'acclimate au « dérivé de crédit ».

## A. La qualification de l'option.

619. Les travaux de la doctrine s'orientent vers une seule hypothèse de qualification à l'option, la promesse unilatérale. Le débat sur la pertinence de cette réflexion résulte de ce que le contrat financier d'option prend des morphologies méconnues du droit civil. C'est pourquoi la pertinence de cette hypothèse est contestée avec virulence par un courant doctrinal.

### 1. Le contrat d'option et la promesse unilatérale de vente.

620. L'option « produit dérivé », contrat financier précurseur du « dérivé de crédit », est souvent ressentie comme une promesse unilatérale. La promesse unilatérale est un avant-contrat. Une personne s'engage immédiatement envers une autre à passer avec elle un contrat à des conditions déterminées. Le bénéficiaire de l'engagement, investi d'un droit d'option, reste libre de conclure ou non le contrat envisagé. La promesse s'inscrit toujours dans un délai. S'il veut former le contrat, il lui suffit de s'exprimer durant ce délai en « levant » l'option. Si le contrat ne l'intéresse plus, il peut se contenter de laisser s'écouler le délai imparti. La promesse est un véritable contrat. Les parties échangent leurs consentements sur le principe de l'installation de l'option et son contenu. L'un accepte de conclure le contrat si l'option est levée. L'autre acquiesce à ce que cet engagement soit pris en sa faveur. L'option financière est également un avant contrat<sup>1266</sup>. Elle offre à une partie l'opportunité d'installer une transaction future à des conditions prédéterminées lors de sa conclusion. Elle propose à son bénéficiaire le choix de conclure ou non la transaction envisagée à l'échéance ou durant un laps de temps déterminé. L'option financière comme la promesse unilatérale contiennent des engagements dissymétriques ou asymétriques<sup>1267</sup>. Les bénéficiaires disposent toujours du choix arbitraire et discrétionnaire de former le contrat final. Ce choix qui « est la caractéristique de la promesse unilatérale »<sup>1268</sup> est aussi l'attribut central de l'option financière. Le bénéficiaire décidera ou non de l'apparition définitive du contrat sous-jacent. A l'inverse, le promettant s'est engagé à conclure la transaction si le bénéficiaire le demande<sup>1269</sup>. Il n'a aucune liberté, il est totalement soumis à la volonté du

<sup>1266</sup> Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », dictionnaire joly bourse et produits financiers n° 66 p. 30 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 469 p. 459.

<sup>1267</sup> La promesse unilatérale se reconnaît en ce qu'une seule des parties est engagée : Cass. com., 24 av. 1972, arrêt *Franchon contre époux Bisi*, Bull. civ. IV n° 120 p. 120, JCP 1972 II n° 17 144 obs. P.L.

<sup>1268</sup> Marc MIGNOT, « vente : nature et forme : promesse unilatérale de vente », J.-Cl. Civ. art. 1589 fasc. 20 n° 6 p. 4 ; Olivier BARRET, « promesse de vente », Rép. Civ. D. n° 4 p. 2 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 50 p. 52 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNES et Pierre-Yves GAUTIER, « les contrats spéciaux », op. cit. n° 110 p. 69 ; André LECOMTE, « la nature juridique des ventes à option », RTDC 1931 p. 551.

Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 23 janv. 1991, arrêt *soc. Weimeijer c/ soc. Cedag Global*, Bull. civ. III n° 39 p. 22 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 31 janv. 2001, arrêt *Vermesse c/ Loeuille ès qualité*, Légifrance n° pourvoi 99-16755, RJDA 05/2001 n° 569 p. 511 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 4 juil. 2007, arrêt *SNC Paris Furstemberg c/ la soc. SIIFA*, Légifrance pourvoi n° 06-16238. Une vente d'immeuble a été conclue sous la condition suspensive de confirmation par l'acquéreur de son intention définitive d'acquiescer dans un délai d'un mois. Cette convention est une promesse unilatérale. Elle réintroduit une faculté de choix puisque l'acquéreur peut ne pas confirmer son intention : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 21 nov. 1984, arrêt *consorts Chaput c/ soc. Entreprise Pierre Piantoni*, Bull. civ. III n° 198 p. 153, RTDC 1985 p. 591 note Philippe RÉMY.

<sup>1269</sup> Au moment de la conclusion d'une promesse unilatérale, la Cour de Cassation a estimé que « le promettant avait définitivement consenti à vendre » : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 8 sept. 2010, arrêt *Sarl de conseil en bâtiment c/*

bénéficiaire. Il devra le conclure si la demande en est faite, il devra y renoncer si l'option n'est pas levée. Il ne dispose ni du pouvoir de se dégager ni de contraindre le bénéficiaire à conclure le contrat définitif. Dans la promesse unilatérale et le contrat d'option, les modalités essentielles de l'éventuel futur contrat sont décidées irrémédiablement dès la formation du contrat ouvrant le choix. Pendant ce temps de réflexion, les parties se placent en situation d'attente jusqu'à la décision d'exercice du choix ou de la renonciation. Pour ces deux contrats, le promettant doit maintenir son consentement pour la conclusion du contrat final pendant le délai imparti. Il doit s'abstenir de tout acte susceptible d'entraver la levée de l'option. A l'échéance, si le bénéficiaire n'exerce pas de choix, les contrats de promesse ou d'option prennent fin. Les parties sont déliées de tout engagement. Le contrat est réputé caduc. A l'inverse, en levant l'option, elle exprime son consentement qui vient joindre celui déjà exprimé du promettant et forme de la sorte le contrat. La levée de l'option est l'acte par lequel le bénéficiaire donne son consentement au contrat objet de la promesse. Seul le bénéficiaire ou l'un de ses représentants peut l'exprimer. C'est à ce moment que s'apprécie sa capacité à contracter. Il existe une différence entre la promesse unilatérale de contrat et l'option produit dérivé. La promesse unilatérale de contrat est souvent un contrat unilatéral. Si le bénéficiaire en accepte les termes, il ne prend aucun engagement à l'égard du promettant. Le contrat est unilatéral, un seul s'engage à contracter dans le futur si le bénéficiaire en fait la demande. L'un s'est engagé à exécuter une obligation, l'autre non, ce qui explique cette dissymétrie propre à tout contrat unilatéral. Le contrat d'option instrument financier est souvent synallagmatique car il est à titre onéreux. Le bénéficiaire doit verser une prime au contractant. Elle est définitivement remise. L'acheteur de l'option n'a pas le droit d'en réclamer la restitution même s'il décide de s'abstenir d'user de l'option. Cette divergence n'est finalement pas déterminante. La promesse unilatérale préfère parfois le caractère synallagmatique lorsque le bénéficiaire voit mettre à sa charge le versement d'une somme d'argent<sup>1270</sup>. En matière immobilière, elle est souvent appelée clause d'immobilisation. La prime est l'équivalent de cette clause d'immobilisation. Elle reste acquise au promettant

---

*Maubarthe-Léré*, Bull. civ. III n° 153, JCP E 2010 n° 1962 note Gilles PILLET, RDJA 12/2010 p. 1063 et n° 1142 p. 1077, BRDA n° 18/10 n° 10 p. 6.

<sup>1270</sup> La doctrine et la jurisprudence considère que la promesse reste unilatérale, seul le contrat la supportant devenant synallagmatique : Marc MIGNOT, « vente : nature et forme : promesse unilatérale de vente », J.-Cl. Civ. art. 1589 fasc. 20 n° 10 p. 4 ; Olivier BARRET, « promesse de vente », Rép. Civ. D. n° 13 p. 4 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 50 p. 51 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 192 p. 198 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 52 p. 27 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », RDBF nov.-déc. 2010 n° 30 p. 32.

A propos d'une promesse unilatérale insérée dans une transaction, contrat synallagmatique : Cass. A.P., 24 fév. 2006, arrêt *soc. Soparco c/ commune de Luçon*, Bull. civ. A.P. n° 1 p. 1, D. 2006 p. 1396 note Ibrahim NAJJAR, D. 2006 p. 2057 note Sandrine CHASSAGNARD-PINET, D. 2006 J. p. 2076 note Christophe JAMIN, D. 2006 I.R. p. 677 note I. GALLMEISTER, D. 2006 p. 2640 de Soraya AMRANI MEKKI et Bénédicte FAUVARQUE-COSSON, JCP 2006 II n° 10065 p. 849 avis de Jean CÉDRAS, JCP N 2006 n° 1278 p. 1541 chron. Stéphane PIEDELIÈVRE, Defrénois 12/2006 art. 38411 p. 973 note Solange BECQUÉ-ICKOWICZ, RLDC n° 27 de mai 2006 n° 2031 p. 5 note Blandine MALLET-BRICOUT, RDC n° 3/2006 p. 689 note Yves-Marie LAITHIER et p. 715 note Isabelle DAURIAC, Gaz. Pal. 2006 J. p. 1886 note Gaëlle DEHARO et p. 3217 note Arnaud GAONAC'H, RTDC 2006 p. 301 note Jacques MESTRE et Bertrand FAGES. Cette décision a été rendue sur pourvoi après renvoi : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 26 mars 2003, arrêt *Sarl Soparco c/ commune de Luçon*, Bull. civ. III n° 71 p. 65, D. 2003 J. p. 2197 note Pascal LIPINSKI, JCP E 2004 n° 651 p. 724 note Joana SCHMIDT-SZALEWSKI, RTDC 2003 p. 496 note Jacques MESTRE et Bertrand FAGES, Gaz. Pal. 2004 p. 408 note Philippe BLETTERIE, Defrénois 12/2003 art. 37767 n° 52 p. 841 note Eric SAVAUX, LPA n° 241 du 3 déc. 2003 p. 18 note Sandrine CHASSAGNARD et n° 19 du 27 janv. 2004 p. 10 note Yannick DAGORNE-LABBE. V. précédemment : Cass. com., 15 janv. 2002, arrêt *soc. Générale d'archives c/ soc. Sauvegarde de l'information*, Bull. civ. IV n° 12 p. 12, RJDA 5/2002 n° 487 p. 414, JCP E 2002 J. n° 855 p. 916 note D.F., Defrénois 11/2002 art. 37 558 n° 33 p. 765 note Eric SAVAUX.

indépendamment du dénouement de l'option ou de la promesse unilatérale de contrat. Enfin, la doctrine indique parfois que la promesse unilatérale de contrat peut avoir une nature spéculative. Le prix du contrat est fixé lors de la conclusion de la promesse mais n'est payable qu'à l'exercice du choix. Le bénéficiaire de la promesse choisira d'adopter cette opportunité selon l'évolution du prix de marché de la chose vendue. Cette remarque est complétée par la remarque que cette technique permet de réaliser des opérations en bourse de valeurs mobilières ou de commerce<sup>1271</sup>. Dès lors, la parenté entre le contrat d'option et la promesse unilatérale de contrat semble pertinente.

## **2. Les arguments avancés à l'encontre de cette assimilation.**

**621.** Mais l'assimilation entre promesse unilatérale et option financière est très loin d'avoir fait l'objet d'un consensus. La promesse unilatérale porte sur un contrat définitivement conclu quand le bénéficiaire exercera son choix en levant l'option. La nature de ce contrat objet de la promesse a attiré les regards de la doctrine. Hors sphère financière, la promesse unilatérale est traditionnellement illustrée au travers de la convention de vente traditionnellement exposée en parallèle avec la promesse synallagmatique de vente sur laquelle se focalise le code civil par l'article 1589 du code civil<sup>1272</sup>. Cette qualification de promesse unilatérale de vente a retenu la méditation de quelques auteurs pour qualifier le contrat d'option<sup>1273</sup>. La levée de l'option financière débouche sur un contrat de vente. Mais cette vision n'a jamais fait l'unanimité. Une étude minutieuse enfante des doutes sur la nature du contrat objet de la promesse. Face à certaines circonstances, ce scepticisme grandira pour donner naissance à plusieurs courants doctrinaux. L'un adoptera une position nuancée en approuvant ou rejetant la qualification de promesse unilatérale de vente à l'option financière selon la conjoncture du contrat. Une autre frange, en se référant en sus à des règles purement civilistes, va radicalement repousser tout rapprochement.

### **a. Une qualification inadaptée à tous les contrats d'option.**

**622.** La doctrine nuancée défend à juste titre la présence d'une promesse unilatérale de vente ou d'achat lorsque le contrat d'option se résout par une livraison physique du sous-jacent<sup>1274</sup>. Si l'option est levée, le prix prévu sera remis au

---

<sup>1271</sup> Marc MIGNOT, « vente : nature et forme : promesse unilatérale de vente », J.-Cl. Civ. art. 1589 fasc. 20 n° 109 p. 14.

<sup>1272</sup> Marc MIGNOT, « vente : nature et forme : promesse unilatérale de vente », J.-Cl. Civ. 2008 art. 1589 fasc. 20 ; Olivier BARRET, « promesse de vente », Rép. Civ. D. n° 8 p. 3 ; Philippe MALINVAUD et Dominique FENOUILLET, « droit des obligations », Litec 11<sup>ème</sup> édition 2010 n° 122 p. 98 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009 n° 443 p. 227 ; Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 469 p. 459 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 50 p. 52 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 190 p. 197.

<sup>1273</sup> Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 469 p. 459 ; Franck AUCKENTHALER, « instruments financiers à terme de gré à gré », J.-Cl. B. fasc. 2050 n° 26 p. 6 ; Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 94 p. 26. Anciennement, Alain COURET trouvait cette hypothèse séduisante : « le cadre juridique des techniques de couverture des risques des opérations de marché », B.&D. n° 38 de nov.-déc. 1994 p. 11.

<sup>1274</sup> Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », loc. cit. n° 69 et s. p. 32 et s. ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud

promettant en échange du sous-jacent, une denrée, une marchandise, une matière première etc. Ce contrat stipulant la remise d'une chose contre un prix, les caractéristiques essentielles du contrat de vente sont rassemblées. La qualification en promesse unilatérale de vente convient dans ce cas à l'option contrat financier.

Mais encore faut-il que le contrat sous-jacent de l'option puisse toujours être qualifié de contrat de vente. Il est parfois difficile de discerner dans le contrat sous-jacent le prix et la chose qui sont les caractéristiques essentielles du contrat de vente. L'exemple topique est celui du contrat d'option sur un taux d'intérêt. Quelle est la chose remise en échange ? La question se pose aussi dans un contrat d'option sur devises différentes. Les parties se remettront réciproquement des devises différentes à un taux préfixé. Elles se dérobent aux variations constantes de ce taux modifiant en permanence les quantités de monnaies à verser pour l'obtention d'une devise. Les deux parties se donnent réciproquement de la monnaie. La doctrine s'accorde à reconnaître à la monnaie une place spécifique et singulière parmi les biens. Elle est un « *pouvoir d'achat indifférencié* », à savoir « *un bien en échange duquel il est possible d'acquérir indifféremment toutes sortes de biens* »<sup>1275</sup>. Elle est dotée concomitamment de deux fonctions car elle est à la fois un instrument de compte, qui permet d'évaluer tous les biens, et un instrument de paiement, qui autorise l'extinction des dettes de sommes d'argent<sup>1276</sup>. En conséquence, il est contesté qu'un contrat de change de devises puisse être un contrat de vente. Il devient chimérique de vouloir reconnaître les éléments constitutifs de cette convention, à savoir la présence d'une chose et de son prix. La devise remplissant les deux fonctions, il devient impossible de distinguer la chose de son prix<sup>1277</sup>. Chaque monnaie formant à la fois la chose et le prix, il existerait deux prix ou deux choses, d'où l'impossibilité de savoir pour chaque monnaie si elle est le prix ou la chose dans le contrat. Ils en concluent que le contrat d'option sur devises n'est pas une promesse unilatérale de vente ou d'achat des devises.

**623.** Parfois, le contrat d'option ne se solde pas par une remise physique d'une chose. Certaines options ont pour sous-jacent une variable économique dont la nature est inconnue de la classification du code civil. Elle n'est ni un bien, ni un droit de propriété dématérialisée, ni une valeur incorporelle. Elle n'est pas objet de droit. Lorsque les parties retiennent un tel sous-jacent, ils sont intéressés par sa fluctuation et non par un transfert de propriété. Dans cette catégorie d'option, il n'existe pas de chose livrable, ce qui empêche l'apparition d'un

---

RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1038 p. 620 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 174 p. 269 ; Xavier DE SARRAU, « le traitement fiscal des opérations réalisées sur les marchés des options sur devises », DPCI 1986 tome 12 n° 1 p. 83 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », loc. cit. n° 30 p. 32 ; Franck AUCKENTHALER, « instruments financiers à terme », J.-Cl. B. fasc. 2050 n° 30 p. 8.

<sup>1275</sup> Jean CARBONNIER, « droit civil, tome 3, les biens », collection Thémis, PUF 19<sup>ème</sup> édition 2000 n° 13 p. 20.

<sup>1276</sup> Marie-Laure MATHIEU-IZORCHE et Stéphane BENILSI, « paiement », Rép. Civ. D. n° 158 p. 26 ; François GRUA actualisé par Nicolas CAYROL, « monnaie : nature de la monnaie », J.-Cl. Civ. art. 1235 à 1270 fasc. 14 n° 1 p. 1 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1327 p. 1319 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », Defrénois 3<sup>ème</sup> édition 2007 n° 1092 p. 610 ; Jean CARBONNIER, « droit civil, tome 3, les biens », op. cit. n° 26 et 31 pp. 48 et 56 ; Mathieu LAINE, « la monnaie privée », RTD com. 2004 p. 227 n° 9 ; Jean-Michel BRUGUIÈRE, « qu'est-ce que la monnaie ? », JCP E 2001 p. 1905 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 377 p. 380. Un auteur qui a consacré sa thèse à la nature de la monnaie y reconnaît des unités de valeurs et des unités de paiements : Rémy LIBCHABER, « recherches sur la monnaie en droit privé », LGDJ 1992 n° 18 p. 20.

<sup>1277</sup> Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », loc. cit. n° 68 p. 31 ; Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 419 p. 409.

contrat de vente<sup>1278</sup>. Il n'y a pas non plus livraison d'une chose quand les parties choisissent de ne pas procéder à un dénouement physique du contrat à son terme. En lieu et place de cette livraison, une somme d'argent représentant l'évolution du cours de ce sous-jacent est versée au bénéficiaire de l'option levée. La doctrine préfère qualifier ces opérations de pari, quelle que soit la nature du sous-jacent, biens, cours, devises ou taux d'intérêt. Mais puisque ces opérations sont autorisées, cette doctrine affine cette analyse en les qualifiant de paris réglementés<sup>1279</sup>.

**624.** L'option porte parfois sur des contrats à terme ferme. Ce contrat est celui par lequel une partie s'engage à acheter ou à vendre, à une certaine échéance, une certaine quantité d'un actif à un prix fixé à partir d'un cours relevé lors de la prise de l'engagement mais payable à terme. Au sens civiliste, deux termes s'additionnent lors de la conclusion d'une option sur un contrat à terme ferme. Le premier correspond à la durée de l'option. Si l'option est levée, un second terme apparaît. Il se matérialise par le laps de temps laissé pour l'exécution dans le futur de la vente d'ores et déjà formée dont les conditions ont été fixées lors de la conclusion de l'option. La levée de l'option ne débouche pas immédiatement sur l'exécution du contrat sous-jacent. L'exécution est différée jusqu'à la date retenue. Madame Isabelle RIASSOTO dénie tout attribut de vente à ces contrats à terme ferme. L'option appliquée ne peut alors être une promesse unilatérale de vente. Elle se justifie par l'absence quasi-systématique de livraison physique et explique que, même si elle intervient, la livraison n'est pas l'objectif essentiel des parties. Les contractants sont prioritairement en quête du règlement des marges négatives fluctuant durant la vie du contrat selon l'évolution du cours du bien désigné. Ce but, véritable caractéristique déterminante du contrat à terme, est méconnu du contrat de vente. Elle retient la qualification de pari réglementé<sup>1280</sup>. Cette opinion est critiquée. Certains notent la présence d'une chose et d'un prix. Ils ne restent pas insensibles aux sirènes de la vente. Puisque l'épilogue de l'option ne débouche pas immédiatement sur l'exécution de la convention, mais plutôt sur la conclusion du contrat qui l'organise dans l'avenir, ils la qualifient de contrat ou convention-cadre<sup>1281</sup>. Pourtant, à en lire la description, cette convention ressemble finalement à une vente à terme au sens civil. Le terme est l'événement futur, dont la réalisation est certaine, qui conditionne l'exigibilité d'une obligation. Le terme se contente seulement de retarder l'exécution de la convention selon l'article 1185 du code civil. La livraison et le paiement du prix seront exécutés dans le futur. Le terme est suspensif. Il est certain puisque les parties arrêtent précisément une date ou une durée. La vente est valablement conclue dès la formation du contrat, lorsque l'option est levée, mais son exécution est retardée à la date prévue. A l'expiration du délai, les parties exécutent leurs obligations, l'une de payer le prix et l'autre de fournir l'actif prévu. Elles ne peuvent s'y soustraire. Elles peuvent l'imposer. L'option ressemble alors à une promesse unilatérale de vente ou d'achat à terme. Hormis l'absence de livraison physique du sous-jacent, il n'existe pas d'argument déterminant pour refuser la qualification de promesse

<sup>1278</sup> Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », loc. cit. n° 64 et s. p. 28 et s. ; Xavier DE SARRAU, « le traitement fiscal des opérations réalisées sur les marchés des options sur devises », loc. cit. p. 83.

<sup>1279</sup> Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », loc. cit. n° 69 p. 32 ; Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1038 p. 620. Certains nuancent en retenant une promesse unilatérale de pari lorsque le paiement d'une différence est prévu : Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 174 p. 269 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », loc. cit. n° 30 p. 32.

<sup>1280</sup> Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », loc. cit. n° 69 p. 32.

<sup>1281</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1038 p. 620.

unilatérale de contrat à terme suspensif, même si les parties entendent jouer sur l'évolution du cours de l'objet à livrer.

#### b. Le rejet inconditionnel de tout rapprochement.

**625.** Ceux qui réfutent toute ressemblance entre l'option et la promesse unilatérale de vente énoncent<sup>1282</sup> des arguments dont la force convaincante est inégale. En premier lieu, ils rappellent que certains sous-jacents des options, comme les indices, ne peuvent donner lieu à une vente. Si cela est vrai, cela ne permet pas d'exclure cette qualification pour toutes les options. Ils invoquent ensuite la nullité spécifique de l'article 1840-A du Code Général des Impôts relative aux promesses unilatérales de vente portant sur certains titres lorsqu'elles ne sont pas enregistrées dans les 10 jours de l'acceptation du bénéficiaire. Cette disposition n'existe plus. Elle a été abrogée après le transfert de son contenu par l'article 24-I-2° de l'ordonnance n° 2005-1512 du 7 décembre 2005 de mesures de simplification en matière fiscale. Elle se trouve à présent au sein de l'article 1589-2 du code civil comme suit : « *Est nulle et de nul effet toute promesse unilatérale de vente afférente à un immeuble, à un droit immobilier, à un fonds de commerce, à un droit à un bail portant sur tout ou partie d'un immeuble ou aux titres des sociétés visées aux articles 728 et 1655 ter du code général des impôts, si elle n'est pas constatée par un acte authentique ou par un acte sous seing privé enregistré dans le délai de dix jours à compter de la date de son acceptation par le bénéficiaire. Il en est de même de toute cession portant sur lesdites promesses qui n'a pas fait l'objet d'un acte authentique ou d'une acte sous-seing privé enregistré dans les dix jours de sa date* ». Les sociétés visées par renvoi au code général des impôts sont celles ayant pour objet la construction, l'acquisition ou la gestion d'immeubles à diviser ou divisés par fractions attribuées aux associés, et celles dont l'actif est constitué principalement par des terrains non bâtis. Ces auteurs restreignent eux même la force de leur argument. Ils réduisent la portée de cette règle à certains sous-jacents relatifs à la matière immobilière. Ces options sont qualifiées d'instruments financiers à terme. Elles profitent, même en empruntant le mécanisme d'une promesse unilatérale, des règles spécifiques dédiées aux instruments financiers qui ne leurs imposent pas d'être enregistrés. La jurisprudence interprète strictement cette disposition<sup>1283</sup>. Elle encadre sévèrement son domaine d'application. Elle précise qu'elle ne s'applique qu'aux promesses unilatérales de vente et soustrait à son influence les promesses unilatérales d'achat. Ces dernières ne sont pas soumises à l'enregistrement édicté par l'article 1589-2 du Code civil<sup>1284</sup>. Nous reviendrons plus tard sur cette règle qui n'est pas sans importance.

**626.** Cette doctrine déduit de l'article 1599 du code civil que le promettant doit détenir les actifs sous-jacents au moment de la conclusion de l'option. Ils notent que tel est très loin d'être le cas en matière financière. Mais cet argument reste inefficace si le promettant possède cet actif. Cette disposition indique que « *la vente de la chose d'autrui est nulle : elle peut*

<sup>1282</sup> A l'exception d'Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 33 et « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 80 ; Frédéric PELTIER, « marchés financiers et droit commun », Banque éditeur 1997 n° 269 p. 154.

<sup>1283</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 27 oct. 1975, arrêt *soc. Noury c/ demoiselle Jegu*, Bull. civ. III n° 309 p. 234, D. 1976 J. p. 97 note Ernest E FRANK, JCP 1976 II n° 18 340 obs. Paul MESSON et Michel TIRARD, Gaz. Pal. 1976 J. p. 67 note Michel PEISSE. Les magistrats écartent la sanction de la nullité de la promesse lorsqu'elle n'est pas unilatérale ou lorsqu'elle est insérée dans un ensemble d'obligations contractuelles réciproques : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 5 juil. 1995, arrêt *soc. Bois d'Escary et a. c/ conjoints Favier de Coulomb*, Bull. civ. III n° 175 p. 119, JCP 1996 II n° 22 659 p. 269 note Yannick DAGORNE-LABBE.

<sup>1284</sup> Olivier BARRET, « promesse de vente », Rép. Civ. D. n° 68 p. 15 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 57 p. 56. V. par exemple Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 18 mars 1975, arrêt *Lebrun c/ Dame Petit*, Bull. civ. III n° 112 p. 84.

donner lieu à des dommages et intérêts lorsque l'acheteur a ignoré que la chose fût à autrui ». Force est de constater que la lettre de ce texte ne correspond pas tout à fait à l'enseignement déduit par ces auteurs. Le législateur n'interdit pas de vendre un actif que ne détient pas encore un vendeur, sinon la vente de chose future serait interdite<sup>1285</sup>, mais de céder l'actif d'autrui. Là encore, il y a interférence du droit financier. Les articles L. 211-1 et D. 211-1 A du code monétaire et financier reconnaissent la légalité des options. Les options sont des instruments financiers à terme ou des contrats financiers à terme pour reprendre la nouvelle terminologie. La pétition de principe de leur validité des instruments financiers à terme ajoutée au mode de fonctionnement des marchés financiers, lieu de rencontre de l'offre et de la demande, ne peuvent que neutraliser cette déduction. Tous les acteurs des marchés financiers, mais aussi les autorités régulatrices et législatrices, connaissent et admettent cette pratique qui consiste à acheter ou vendre des titres non détenues. La promesse unilatérale de vente, en qualité d'option et d'instrument financier, profite de cette dérogation qui ignore l'article 1599 du code civil. Il faut souligner une fois de plus le rôle des chambres de compensation. Elles assument un rôle d'entremise entre les parties afin d'assurer la sécurité des transactions. Elles viendraient à livrer la chose objet du contrat si le vendeur n'était pas en mesure de le faire en se les procurant directement sur les marchés financiers. Par ailleurs, le caractère contraignant de cette règle n'est pas si fort que veulent bien l'affirmer ces auteurs. La nullité encourue est relative car instaurée au profit du seul acheteur<sup>1286</sup>. Elle peut être couverte. Tel est le cas dès que le risque d'éviction disparaît, quand par exemple le vendeur se procure la propriété de la chose vendue avant l'introduction de l'instance<sup>1287</sup>. Ainsi, cet argument n'est aucunement décisif. Le seul fait qu'une des parties se procure l'actif à livrer pour exécuter l'option levée annihile toute prétention à la nullité pour vente de la chose d'autrui.

**627.** Ces auteurs estiment également que l'option devrait être, tout comme la promesse unilatérale de vente, soumise au formalisme de l'article 1326 du code civil qui impose de mentionner en toutes lettres et en chiffres le montant de l'obligation. Cet article énonce que « l'acte juridique par lequel une seule partie s'engage envers une autre à lui payer une somme d'argent ou à lui livrer un bien fongible doit être constaté dans un titre qui comporte la signature de celui qui souscrit cet engagement ainsi que la mention, écrite par lui-même, de la somme ou de la quantité en toutes lettres et en chiffres ». Ils notent que ce formalisme n'est jamais respecté en matière financière et dans la conclusion des contrats d'option. Ils en tempèrent eux-mêmes la portée en remarquant qu'elle ne s'applique pas systématiquement. Conformément au droit commun de la preuve, cette règle est écartée en matière commerciale. Or c'est bien en ce domaine qu'interviennent la plupart des opérateurs en matière financière. L'importance de cette obligation doit aussi être très justement mesurée. Elle est dominée par

<sup>1285</sup> La vente de chose future est indirectement autorisée par l'article 1130 du code civil qui dispose que « les choses futures peuvent être l'objet d'une obligation ». Le vendeur ne peut pas être détenteur d'une chose qui n'existe pas encore. La cession de créance future est aussi autorisée : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 20 mars 2001, arrêt *Banque Sovac Immobilier c/ M. Fabre, ès qualité d'administrateur du redressement judiciaire de la soc. Marana et a.*, Bull. civ. I n° 76 p. 48, D. 2001 J. p. 3110 note Laurent AYNÈS, JCP 2002 II n° 10 124 p. 1462 note Irène GOAZIOU. La titrisation de créances futures est autorisée : V. supra note 1253 § 610.

<sup>1286</sup> Cass. req., 15 janv. 1934, arrêt *Dazet c/ Doléac et a.*, R.H. 1934 I p. 97 ; Cass. com., 25 juin 1952, arrêt *Tahrat Ghanel Ould Larbi c/ Consorts Issiakem*, Bull. civ. III n° 252 p. 194 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 8 déc. 1999, arrêt *M. Martini c/ Consorts Braban et a.*, Bull. civ. III n° 241 p. 169, D. 2001 J. p. 269 note Christophe ALBIGES.

<sup>1287</sup> Cass. req., 23 janv. 1832, arrêt *Fargeot c/ Laroche*, S. 1832 I p. 666 ; Cass. req., 23 juil. 1835, arrêt *Bucherie c/ Bactave*, S. 1836 I p. 70 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 20 juin 1973, arrêt *Vittori c/ soc. Immobilière de la soc. d'électrochimie d'électro-métallurgie et des aciéries électriques d'Ugine*, Bull. civ. III n° 433 p. 314 ; Cass. com., 2 juil. 1979, arrêt *Relin c/ soc. Sobora*, Bull. civ. IV n° 224 p. 181, D. 1980 I.R. p. 225 obs. Bernard AUDIT, Defrénois 1980 art. 32448 n° 83 p. 1287 note Jean Luc AUBERT.

le souci d'établir la véracité de l'engagement. L'acte sous-seing privé passé en violation de cette disposition perd sa force probante. Mais elle n'affecte pas l'acte juridique, le negotium, qui reste valable. Le document en question ne vaut pas preuve par parfaite par écrit. La réalité du negotium peut toujours être démontrée par d'autres moyens de preuve. Cet acte conserve parfois une force probante incomplète ramenée à celle de commencement de preuve par écrit circonscrit par l'article 1347 du code civil. L'acte doit émaner de la personne à laquelle on l'oppose et rendre l'obligation vraisemblable. Il doit être complété d'autres preuves. En matière financière, les conventions-cadres contiennent des stipulations ménageant de la manière la plus efficace possible l'apport de la preuve des conventions passées entre les parties. Cette exigence ne s'impose pas non plus pour la formation d'une option à partir d'un marché réglementé. De surcroît, cette obligation de la mention manuscrite a-t-elle vraiment sa place en matière d'option ? La question est prégnante dans l'hypothèse de la promesse unilatérale obligeant le bénéficiaire à verser une somme d'argent au promettant. Elle transforme le contrat de promesse unilatérale en contrat synallagmatique, même si la promesse reste unilatérale. En matière de promesse unilatérale portant sur la vente d'un immeuble, la stipulation d'une indemnité très importante oblige le bénéficiaire à lever l'option pour ne pas la perdre. Le bénéficiaire se trouve en réalité privé de la liberté de choisir ou non d'exercer l'alternative laissée. La jurisprudence estime alors que cette promesse unilatérale est en réalité une promesse synallagmatique<sup>1288</sup>. A l'inverse, un montant faible n'entrave pas cette liberté. La promesse reste unilatérale. Pour l'option financière, le versement de la prime est indispensable. Elle traduit le caractère onéreux du contrat et pour le coup son aspect synallagmatique. De plus, une fois exercée, l'option débouche sur un contrat de vente qui est synallagmatique. Ainsi, l'option n'est jamais un simple engagement unilatéral, mais un contrat synallagmatique même si la promesse reste unilatérale. Or la cour de cassation a précisé que cette disposition relative à la mention manuscrite ne frappe pas le contrat synallagmatique<sup>1289</sup>. Une décision a expressément exclu son application aux promesses unilatérales de vente d'un immeuble<sup>1290</sup>. Cet argument est donc inopérant.

**628.** Enfin, la doctrine s'attarde sur l'obligation monétaire du bénéficiaire qui n'aurait aucune communauté de ressemblance avec le droit commun de la promesse unilatérale. En droit commun, cette somme prend la connotation de clause pénale, de dédit, d'immobilisation ou autres selon les cas d'espèces. La prime de l'option ne ressemble à aucune de ces

<sup>1288</sup> Cass. com., 20 nov. 1962, arrêt *Dame Marty c/ Dame Cathary*, Bull. civ. IV n° 470 p. 386, D. 1963 J. p. 3 ; Cass. com., 16 fév. 1970, arrêt *soc. des établissements Agnus Père c/ époux Faict et a.*, JCP 1970 II n° 16526 ; Cass. com., 9 nov. 1971, arrêt *Enhaiti c/ Terchoune*, Bull. civ. IV n° 273 p. 257 et arrêt *soc. des établissements Agnus Père c/ époux Faict et a.*, D. 1972 J. p. 62. Contra, la volonté des parties prédomine pour qualifier la promesse indépendamment de l'importance de cette somme, mais la véritable portée de cette décision reste méconnue : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 1<sup>er</sup> déc. 2010, arrêt n° 09-65673, RDC n° 2/2011 p. 420 note Yves-Marie LAITHIER, A.J. Fam. Mars 2011 p. 160 note Patrice HILT, Defrénois 2011 art. 39190 p. 83 note Vivien ZALEWSKI et art. 39206 p. 378 note Gérard CHAMPENOIS, JCP 2011 n° 481 p. 803 note Yannick DAGORNE-LABBE et n° 503 p. 830 chron. Philippe SIMLER, RDLC n° 79 de fév. 2011 n° 4115 p. 12 note Alexandre PAULIN et n° 4144 p. 55 note Cécile LE GALLOU et RTDC 2011 p. 111 obs. Jean HAUSER.

<sup>1289</sup> Cass. Req., 3 mai 1886, arrêt *Marie Chaboud, comtesse de Beauregard c/ d'Adelwaed*, D.P. 1887 I p. 16 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 av. 1988, arrêt *M<sup>me</sup> Lervy c/ caisse régionale de Crédit Agricole mutuel des Alpes de Haute-Provence*, Bull. civ. I n° 110 p. 75 ; Cass. com., 26 juin 1990, arrêt *soc. Unitec International c/ M. Portugais et a.*, Bull. civ. IV n° 197 p. 134. ; Cass. com., 17 nov. 1999, arrêt *M. Dechatrette c/ La Poste*, Bull. civ. IV n° 309 p. 201, D. 2000 act. Juris. p. 47 obs. J.F., D. 2000 J. p. 407 note Pascal ANCEL, Defrénois 11/2000 art. 37 188 n° 40 p. 718 note Philippe DELEBECQUE, JCP 2000 chron. I n° 209 n° 9 p. 347 obs. Philippe SIMLER, JCP 2000 chron. I n° 237 n° 1 p. 1121 note Georges VIRASSAMY, JCP 2000 II n° 10 403 p. 1923 note Yves PICOD.

<sup>1290</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 30 oct. 1978, arrêt *Dame Scandella c/ Juliot*, Gaz. Pal. 1979 pan. p. 23.

clauses<sup>1291</sup>. Elle disqualifie la supputation de la promesse unilatérale. La prime de l'option se rapproche d'un prix et non d'une des clauses précitées sélectionnées au grès des circonstances par les Tribunaux. Cette prime est le prix de l'option financière. C'est par sa présence que cette convention est transformée en contrat onéreux. A ce titre, la doctrine a raison de considérer qu'elle ne peut être assimilée à l'une des clauses traditionnelles. Ce prix ne joue pas sur la valeur du contrat sous-jacent. Il n'a pas de répercussion sur lui. Il reste indépendant du contrat objet de l'option. Il ne sera ni imputé ni déduit du prix finalement payé au dénouement de l'option. Il n'est pas une avance sur le prix. Ainsi, le promettant conservera la prime indépendamment du dénouement de l'option. Si l'option n'est pas levée, la prime ne sera pas restituée ou diminuée. Si elle est levée, à la différence des clauses précitées insérées dans les promesses unilatérales, la prime ne viendra pas en déduction du prix du contrat final. Certes, il en sera tenu compte pour l'appréciation finale des profits et des pertes pour chaque contractant. L'indépendance est de plus révélée car celui qui verse le prix de l'option n'est pas forcément celui qui acquittera le prix du sous-jacent lors de la formation du contrat de vente. Il n'est pas usuel de songer à la clause d'indemnisation en matière de promesse unilatérale comme un prix. Mais rien ne l'interdit. Il n'y a pas lieu de s'émouvoir de l'assimilation de la prime à un prix. Elle est indifférente et ne peut pas servir à rejeter la qualification de promesse unilatérale pour l'option financière. Il est difficile de s'arrêter sur le droit commun. Il n'est pas uniforme et ne fait que s'adapter aux cas d'espèces rencontrées, à la nature de la clause et la volonté des parties. Elles découlent aussi du souci d'éviter les abus. Pourquoi ne pas y adjoindre une facette supplémentaire ? Il paraît curieux de vouloir à toute force éconduire toute rémunération par le bénéficiaire du service rendu par le promettant lorsqu'il consent une promesse unilatérale. Rien ne proscrie la rémunération d'un avant-contrat qui pourrait être à titre onéreux. Il est indépendant du contrat définitif qu'il prépare. La convention de promesse unilatérale est un contrat distinct du contrat formé après par la levée de l'option<sup>1292</sup>. Des adaptations à la matière financière peuvent être retenues sans dommage pour le mécanisme civiliste sur lequel s'appuie cet instrument financier. Les professionnels de ce secteur n'ont pas besoin de la même protection que les acquéreurs néophytes d'un bien immobilier. La présence d'une prime, tantôt qualifiée de clause pénale, de dédit, d'immobilisation, ou de prix pour une option, ne modifie finalement pas la nature juridique de la promesse unilatérale de contrat. Cette prime n'est pas source de confusion. Le fait que son prix soit côté est indifférent.

**629.** Nous ne faisons pas notre les arguments de la doctrine qui repousse en bloc toute ressemblance entre les options et les promesses unilatérales de vente. La promesse unilatérale de vente nous paraît la qualification adaptée lorsque les caractéristiques d'une vente se retrouvent et que le contrat se dénoue effectivement par une livraison physique. Pour les autres hypothèses, la doctrine balance nettement pour l'opération de pari réglé<sup>1293</sup>. Malgré tout, devons-nous complètement abandonner l'hypothèse d'une promesse unilatérale, non de vente, mais de contracter<sup>1294</sup> ? En effet, la promesse unilatérale précède de nombreuses variétés de contrats. Il est possible de la rencontrer pour le prêt, le bail, la société et bien d'autres encore. Alors pourquoi pas une promesse unilatérale de contracter d'un nouveau

---

<sup>1291</sup> Pour une étude détaillée entre la prime et ces clauses : Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 53 et s. pp. 29 et 30 ; Sébastien NEUVILLE, « promesse de contrat et contrat d'option », mélanges en l'honneur de Philippe LE TOURNEAU, Dalloz 2008 p. 793.

<sup>1292</sup> Marc MIGNOT, « vente : nature et forme : promesse unilatérale de vente », J.-Cl. Civ. art. 1589 fasc. 20 n° 2 p. 3 ; François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 192 p. 198.

<sup>1293</sup> V. supra § 623.

<sup>1294</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 191 p. 197 ; Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 49 p. 25 ; Sébastien NEUVILLE, « promesse de contrat et contrat d'option », op. cit. p. 783.

genre tel une promesse unilatérale de contrat de change pour les options sur devises se dénouant par une remise effective d'une monnaie contre une autre selon un taux prédéfini ? Il est maintenant l'heure de vérifier que l'une des hypothèses avancées s'adapte au « credit spread option ».

## B. Pertinence de la qualification de la promesse unilatérale de vente ou d'achat au « credit spread option ».

**630.** La promesse unilatérale reste l'hypothèse la plus prometteuse pour tenter de qualifier le « credit spread option », tant au regard de son origine que de la présence du terme d'option dans son appellation. Néanmoins, la nécessité d'une qualification alternative peut se faire jour au regard de certaines situations.

### 1. Une qualification adaptée à certains contrats.

**631.** La doctrine a consacré peu d'écrits à ce sujet, se contentant la plupart du temps de qualifier ce contrat d'option pour l'intégrer aux instruments financiers à terme<sup>1295</sup>. Les similitudes sont frappantes. Comme dans une promesse unilatérale de vente, le « credit spread option » est l'engagement d'une personne, le promettant, à conclure un contrat à des conditions prédéterminées si le bénéficiaire en fait la demande. Ce contrat laisse la latitude à l'acheteur de protection de céder au vendeur de protection des titres à un prix déterminé à l'avance s'ils se dégradent. Le promettant, vendeur de protection, s'oblige à les acheter aux conditions arrêtées dans la promesse si le bénéficiaire, le vendeur de risque, en exprime le souhait durant un délai imparti. La promesse détail la nature des titres, leur nombre, leur prix individuel et le montant total. Elle comprend une référence à l'évolution d'un taux d'intérêt ou d'un différentiel de taux comme indicateur de référence de détection de la dégradation des titres de référence. La subordination de l'ouverture du droit de choisir à la survenance d'un événement de crédit ou à une évolution des cours n'est rien d'autre que l'introduction d'une condition suspensive dans le contrat. L'accomplissement de la condition ouvre l'exercice du choix au bénéficiaire, ce qu'il ne peut faire avant. Cette condition n'est pas potestative. La survenance de l'événement et l'évolution de l'indice sont totalement extérieures aux parties. Cette condition est licite. Mêler le droit d'opter et la condition semble baroque, inutile, voir redondant. En effet, l'une ou l'autre devrait suffire à contenter le vendeur de risque. Lui laisser le droit d'opter sur la cession des titres à un prix supérieur à leur valeur en cas de dégradation devrait combler son désir d'être protégé. Subordonner la cession à l'accomplissement de la condition suffit à le préserver. Le cumul des deux n'aboutirait qu'à neutraliser l'une de ces deux modalités en la rendant superflue. En effet, quand survient l'événement accomplissant la condition, la valeur des créances est dégradée. La perte apparaît. Le choix pour le bénéficiaire semble évident : l'obtention de la protection contre cette perte. Le bénéficiaire n'a qu'intérêt à opter pour obtenir l'exécution du contrat favorable.

---

<sup>1295</sup> Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 26 ; Antonin BESSE et Alain GAUVIN, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Patrick POULIGUEN et Loïc DE MAINTENANT, « les instruments dérivés de crédit à l'épreuve de la fiscalité », D.F. n° 38 1999 n° 40 p. 1142. Contra : Alain GAUVIN exclu d'assimiler la technique de l'option en matière financière à une promesse unilatérale de contrat et qui refuse le rapprochement entre cette promesse et le « credit spread option ».

Ce droit d'opter devient virtuel ou superfétatoire puisque le dénouement est prévisible. Qui renoncerait à un contrat propice ? Prévoir uniquement la condition semble satisfaisant. Inversement, l'introduction du droit d'opter suffit à protéger le bénéficiaire de cette dégradation. Il n'optera qu'après avoir conscience de la dégradation. La condition se révèle de trop. Il n'en est rien. Ne pas introduire la condition évacue du cadre du contrat la lutte contre le risque de crédit. C'est dans cette optique que le vendeur de protection s'engage. Toute évolution défavorable du cours détachée d'une telle cause serait répercutée et susceptible de provoquer la conclusion de la cession. L'acheteur de protection pourrait opter pour l'exécution du contrat en poursuivant un autre objectif, comme obtenir des liquidités rapidement. Ce n'est pas ce que recherchent les parties. Sous l'angle de la spéculation, un acheteur de protection active un « credit spread option » sur des titres qu'il ne détient pas. Il ne se les procurera pour les livrer que lorsque la condition sera remplie. Néanmoins, pour diverses raisons, il peut ne pas être en mesure d'acheter la quantité de titres voulue à cause d'une indisponibilité sur le marché. Il se trouverait soit dans l'impossibilité d'exécuter son obligation de livraison des titres, soit dans l'obligation de les acquérir à une valeur nettement supérieur au prix de rachat prévu dans la promesse. Le bénéficiaire se découvre confronté à un surcoût et une situation financière défavorable égale à la différence entre le prix de vente prévu irrémédiablement dans la promesse et le prix effectif d'achat des titres après la survenance de la condition. D'autant que nous l'avons vu, ce surcoût n'est pas un argument admis pour refuser d'exécuter le contrat. La présence de l'option lui permet de renoncer à l'exercice de la protection. Il n'a qu'à s'abstenir d'exercer le choix de vendre. Le droit d'opter cumulé à la condition trouve toute sa pertinence. La promesse unilatérale de contrat accroît sa sécurité et lui offre une maîtrise totale de la situation.

**632.** L'acheteur de protection profite d'une liberté, celle de céder ou non les titres. Lorsque le choix est exercé et l'option levée, le vendeur de protection se doit d'acquérir les titres de créances au prix prédéterminé. Il ne dispose d'aucun libre arbitre pour refuser de conclure ou obliger son contractant à former cette cession. Il profite d'une prime indifférente à la qualification envisagée. Elle ne modifie pas le caractère asymétrique du « credit spread option » révélé par le choix offert à l'une des parties pendant que l'autre est fermement engagée et liée à la décision future. Si l'option est levée, le contrat s'exécutera. Le vendeur de risque livrera les titres que l'acheteur de risque devra lui acheter au prix convenu lors de la conclusion du « credit spread option ». La qualification de ce « dérivé de crédit » est celle de la promesse unilatérale d'achat de titres de créances ou de créances selon la forme empruntée par la dette. La validité de la cession de créance est admise en droit français comme l'indique l'article 1689 du code civil qui précise que la délivrance s'effectue par la remise du titre. En matière financière, elle prendra la forme d'une simple inscription en compte lorsque cette créance sera un titre.

Le « credit spread option » est fondamentalement une promesse unilatérale d'achat conditionnelle<sup>1296</sup> par lequel le promettant est le vendeur de protection qui s'engage à acquérir les titres dévalorisés au prix prévu lors de la souscription de la promesse. Ce prix des titres est pétrifié au niveau avant dépréciation. L'acheteur de protection bénéficie du choix de procéder à la cession. S'il la lève, il fournira les titres pour lesquels il a agencé la protection. Le quantum de la protection sera la différence entre le prix des créances, sans dévalorisation, et la valeur dépréciée des titres après la survenance de l'événement. Il n'est pas utile de revenir sur les arguments énoncés par la doctrine pour balayer radicalement ce rapprochement. Ils ne nous ont pas convaincu à ce moment, il n'en ira pas autrement pour le « credit spread option ». Nous soulignerons qu'un de ces arguments est encore plus définitivement étouffé, celui de l'enregistrement fiscal obligatoire des promesses unilatérales en vertu de l'article

---

<sup>1296</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

1589-2 du code civil. Ce devoir est cantonné aux promesses unilatérales de vente. Il ne concerne pas les promesses unilatérales d'achat et par conséquent ce « dérivés de crédit ». Pourtant, le besoin d'une qualification alternative s'impose.

## **2. La nécessité d'une qualification alternative.**

**633.** L'acheteur de risque ne confiera pas forcément une somme d'argent pour prix de l'acquisition des titres dévalués. Il concédera à son tour des titres présélectionnés lors de la souscription du « credit spread option ». Ces titres ne sont pas censés subir de dévalorisation par rapport à la créance protégée. Cet instrument reste une promesse unilatérale mais d'échange au sens de l'article 1702 du code civil qui prévoit que « *l'échange est un contrat par lequel les parties se donnent respectivement une chose pour une autre* ». Si le bénéficiaire en fait le choix, il pourra recevoir contre ses titres dévalorisés d'autres titres considérés comme équivalents lors de la conclusion de la promesse.

Jusqu'à présent, ces « credit spread option » se dénouaient physiquement. Mais au lieu de verser une somme d'argent contre des titres, les parties peuvent envisager le versement d'un différentiel monétaire compensant l'évolution défavorable de l'écart. Il n'y a pas vente parce qu'aucune chose n'est livrée en échange de cette somme d'argent. La somme acquittée ne correspond pas à l'intégralité de la valeur du titre avant dépréciation, c'est-à-dire au prix complet de la chose, mais à la seule dégradation de la valeur de cette créance. Cette somme n'est qu'une partie du prix d'une éventuelle cession de créance. Elle n'est pas l'intégralité du prix. Elle n'est pas appréhendée comme un prix. La qualification de promesse unilatérale d'achat ou de vente n'est pas propice. Un auteur, alors qu'il trie les divers contrats en produits dérivés ou autre selon les grands procédés employés, classe le « credit spread option » parmi les promesses unilatérales de contrat portant sur des choses autres que des biens<sup>1297</sup>. S'il est compréhensible de le faire, force est de constater qu'il élude ce sur quoi porte véritablement le sous-jacent, ce qui ne nous avance guère. La doctrine nous guide aussi vers la notion de pari-réglementé. Le pari est une convention par laquelle deux ou plusieurs personnes d'un avis contraire sur un sujet quelconque s'engagent à faire une chose ou à payer une somme d'argent à celle dont l'opinion sera reconnue exacte. En l'occurrence, les deux parties sont d'une opinion contraire quant à l'évolution favorable ou non de la valeur d'une créance ou d'un titre de créance. L'une estime que les créances souffriront d'un événement de crédit provoquant une dévaluation pendant que l'autre estime que cela ne sera pas le cas. Si la première, croyant en l'avènement d'un événement de crédit, a raison, elle obtiendra monétairement la protection monétaire. A l'inverse, le vendeur de protection qui a gain de cause conservera la prime sans rien déboursier d'autre. Comme les paris, ils se dénouent par la désignation d'un perdant ou d'un gagnant selon un résultat inconnu lors de la conclusion. La perte ou le gain retiré lors de l'exécution de cette convention n'est pas entrevue lors de sa formation. Les deux parties possèdent chacune une chance de gain ou de perte. Elles ne peuvent jouer aucun rôle actif dans le résultat final. Les éléments caractéristiques du pari se retrouvent dans les « credit spread option » qui se dénouent par un différentiel. La loi les admet, ce type pari est licite et réglementé.

**634.** Le « credit spread option » oscille entre plusieurs qualifications selon son dénouement. S'il se termine par une vente de titres, il est une promesse unilatérale d'achat de titres assortie d'une condition suspensive. Si le promettant s'engage à remettre des titres non dévalués contre les titres protégés, il ressemble à une promesse unilatérale d'échange de titres assortie d'une condition suspensive. Enfin, s'il se règle par la remise d'une différence

---

<sup>1297</sup> Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 64 et 68 pp. 31 et 33.

monétaire, il ne peut s'agir que d'un contrat de pari-réglementé. La diversité de ces contrats impose des qualifications alternatives. Voyons ce qu'il en est pour cet instrument sémantiquement très proche, le « credit spread forward ».

## § II - La qualification du « credit spread forward ».

**635.** Le « credit spread forward » est un instrument évanescent en ce qu'il est un mécanisme original dont il est difficile de trouver des traces. S'il s'inspire d'un autre instrument financier, le « Futur Rate Agreement », celui est aussi singulier. En le regardant sous l'angle du « dérivé de crédit », il acquiert une spécificité qui n'a pas son égal ni dans le droit contemporain ni dans le passé. Nous nous essayerons donc à exploiter les travaux consacrés au produit dérivé avant de revenir sur sa qualification.

### A. La qualification alternative du Futur Rate Agreement FRA.

**636.** Le « Futur Rate Agreement » a été délaissé par les travaux doctrinaux. Bien que fréquemment décrit, les essais de qualification sont rares voir inexistants. Mais sa singularité n'incite pas à l'optimisme en ce qui concerne le succès de cette démarche. Les voies à explorer s'avèrent peu nombreuses voir illusoire. Ce mécanisme est inédit et original. Il n'est pas une sûreté ou une garantie. Il ne ressemble en rien à l'assurance ou à une promesse unilatérale. Il n'est pas un contrat de vente car il porte sur des indices ou sur des taux d'intérêts, ou plutôt sur des différentiels de taux d'intérêts ou d'indice. Citer et explorer toutes les possibilités de qualification est sans espoir. Aucune ne s'en approche. Face à cette conclusion, la tentation est de se retrancher derrière la qualification de contrat *sui generis*. Force est d'admettre qu'elle n'a jamais été autant bienvenue. C'est à cette qualification que se rallie un auteur qui précise que ce contrat est « *inspiré du contrat d'assurance, mais où chacune des parties jouerait le rôle d'assureur et d'assuré* »<sup>1298</sup>.

**637.** La seule qualification qui puisse lui faire concurrence est celle de pari. Le « Futur Rate Agreement » est un contrat gelant un taux d'intérêt à un niveau prédéfini grâce au calcul de différences à partir de l'évolution de ce taux sur le marché. Les deux contractants se prémunissent contre une évolution défavorable de deux taux. L'acheteur de l'instrument, qui a ordinairement la qualité d'emprunteur, évitera une hausse du taux pendant que le vendeur, qui a la qualité de prêteur ou d'investisseur, éludera une baisse des taux. Une évolution défavorable du taux pour l'une des parties lui permettra de recevoir de l'autre une compensation financière égale à ce différentiel de taux. Pour l'autre, cette modification symbolisera une évolution bénéfique de la situation. L'évolution d'un taux sera toujours favorable et défavorable à l'une ou l'autre des parties. Elles sont placées en situation opposée. L'une lutte contre une augmentation du taux, l'emprunteur, pendant que l'autre, le prêteur ou l'investisseur, est soustrait aux effets de la baisse de ce taux. A chaque fois naîtra un différentiel de taux multiplié par le montant nominal de référence correspondant au quantum à verser. Cette protection s'effectuera au prix du renoncement de toute variation favorable permise par cette situation symétrique inversée des contractants. Les positions favorables et défavorables se contrebalancent. L'emprunteur n'est protégé de l'augmentation de la charge de sa dette provoquée par une hausse du taux d'intérêt en renonçant à tout allègement de son endettement issue d'une diminution du taux d'intérêt. Le prêteur appréhende une baisse de ses

---

<sup>1298</sup> Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 471 p. 462.

retrées corrélative à celle du taux d'intérêt des fonds placés. Il en est protégé en sacrifiant tout profit provenant d'une augmentation du rendement. Outre une opinion opposée, celui qui voit sa crainte avérée, baisse ou hausse, reçoit de l'autre une somme d'argent. Elle représente un gain à l'aune du seul contrat et non de la situation d'ensemble des parties. Pour l'autre, elle est une perte. Certes, ce n'est pas le cas lorsque l'on appréhende la situation globale. Mais il n'existe aucune connexion juridique entre ce contrat de produit dérivé et celui d'emprunt, de placement ou d'investissement. Ils restent indépendants. Dans cette convention, la partie qui voit son opinion réalisée reçoit de celle qui a tort une prestation monétaire. Rien ne permet de prévoir lors de la conclusion du contrat celle qui se réalisera. Aucune des parties ne peut influencer cette évolution. Le contrat est aléatoire. Les éléments caractéristiques du pari sont réunis. Et pour une fois, il n'y a pas de disproportion entre les sommes théoriques ou éventuelles que chacune peut être amenée à verser ou recevoir. Il est un pari réglementé soumis à la dérogation de l'article 1965 du code civil. Voyons maintenant ce qu'il est en est pour le « credit spread forward ».

### B. Transposition de ces qualifications au « credit spread forward ».

**638.** L'originalité du « crédit spread forward » atteint un degré supérieur à celle déjà remarquable du « Futur Rate Agreement ». En effet, le « Futur Rate Agreement » se contente d'un différentiel de taux calculé selon l'évolution du taux de marché choisi par les parties lors de la formation du contrat. Le « credit spread forward » utilise à des moments distincts des différentiels du rendement de deux créances différentes, l'une à risque qui est protégée et l'autre jugée saine. Le premier calcul de différence entre les créances intervient au début de la période d'exécution du contrat. Si l'écart constaté s'est accru, il sera présumé que le risque craint s'est réalisé puisque la situation de la créance se sera dégradée. L'acheteur de protection recevra de sa contrepartie une somme d'argent calculée à partir de l'évolution de ce différentiel afin de contrebalancer les effets de cette détérioration. Le resserrement du différentiel exprime l'amélioration de la qualité de la créance protégée. L'acheteur de protection versera une prestation monétaire proportionnelle à cette bonification. La difficulté de qualification de ce contrat est majorée par cette sophistication complémentaire.

**639.** Avant de nous résigner à la qualification de contrat *sui generis*, vérifions que le contrat de pari ne puisse être totalement écarté<sup>1299</sup>. Les parties émettent une opinion contraire. Le vendeur de risque estime que le rendement de sa créance va faiblir par un différentiel accru entre les taux des créances. S'il a raison, il obtiendra une prestation monétaire qui compensera cet effritement. Son contractant estime que la situation de la créance douteuse va se bonifier, ce qui se matérialisera par un resserrement du différentiel. La réalisation de cette contraction lui donnera raison et le droit de recevoir en récompense une prestation monétaire représentant cette amélioration. Il existe un gain versé au profit du cocontractant gagnant qui voit son opinion se concrétiser. Le « credit spread forward » est un pari réglementé. Cette qualification se moule-t-elle à toutes les configurations ? A la lecture de certains auteurs, il est permis d'en douter. Dans un contrat de pari, les parties sont motivées par un éventuel enrichissement provoqué par un aléa sur lequel elles n'ont aucune prise. Le pari ne s'insère pas pour les parties dans une opération économique plus large dans lequel il n'est qu'un maillon. Cette doctrine estime le pari ne trouve sa place que si les parties concluent cette convention de manière totalement spéculative, c'est-à-dire sans être adjointe à opération économique et sans

---

<sup>1299</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

aucune utilité autre pour elle-même<sup>1300</sup>. Dans le cas contraire, quand elles cherchent véritablement à se protéger contre l'évolution défavorable d'une créance détenue, le « dérivé de crédit » est adossé à une opération économique. Le but n'est plus le seul enrichissement par l'aléa. Ils préfèrent celle contrat *sui generis*. Ce raisonnement serait à reprendre pour le « total rate of return swap ». La faiblesse du raisonnement réside dans le critère de distinction qui n'est pas aussi efficient qu'il n'y paraît. Ce critère ne se complaît que dans des situations extrêmes, c'est-à-dire que l'ensemble de la convention est soit spéculative soit de protection. Or parfois, une opération de protection devient spéculative<sup>1301</sup>. L'acheteur de protection se sépare de la créance protégée en cours d'exécution du « dérivé de crédit ». La convention peut être mixte. Elle serait arc-boutée à une opération économique pour une partie du montant et spéculative pour une autre. Il est impossible d'en départager la nature. Le recours à l'importance des proportions de chaque part est envisageable. Si la part économique est prépondérante, le contrat sera *sui generis*. Si la part spéculative prédomine, le contrat sera qualifié de pari. Mais déterminer la volonté des parties peut se révéler une gageure, telle cette hypothèse d'une répartition paritaire entre les parts. Et que dire lorsque le créancier cède la créance protégée ?

**640.** Le « credit spread forward » est un pari réglementé si l'intention éminente des parties est spéculative et *sui generis* si ce « dérivé de crédit » est adossé à une créance détenue par le vendeur de risque. Cette conclusion laisse un goût de déception. Outre les doutes inhérents à leur nature, ces qualifications ne sont finalement que peu utiles pour le développement du régime juridique de cet outil. La loi leur consacre peu de dispositions, si ce n'est pour les classer parmi les contrats aléatoires et énoncer le régime de l'exception de jeu. Il n'en existe aucun pour les contrats *sui generis*. La référence absolue reste l'autonomie de la volonté et les seules règles insérées dans la convention. L'autre leçon qui s'exhale de ces contrats est qu'ils impriment une préférence pour les qualifications alternatives selon l'agencement de l'opération ou la volonté intrinsèque des parties. Il est à présent temps de s'intéresser au dernier « dérivé de crédit », celui qui transfère totalement le rendement d'une créance.

---

<sup>1300</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15 ; contra Isabelle RIASSETO, « contrats à terme fermes et options », loc. cit. n° 82 p. 39.

<sup>1301</sup> Des auteurs, en matière de produits dérivés, reprennent cette distinction entre opérations de couverture d'un sous-jacent et opérations spéculatives qui ne couvrent rien. Ils relèvent la difficulté de les différencier : Vincent LAUWICK, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », B. mai 1994 n° 548 p. 32 ; Propos de Alain MARCHETEAU, directeur délégué de la Compagnie de Suez en charge des affaires financières, in table ronde, « les entreprises et les produits dérivés », O.F. n° 334 du 17 oct. 1994 p. 17.

Section II : Le «dérivé de crédit » entraînant un transfert de  
rendement : « total rate of return swap ».

**641.** Le «total rate of return swap » transmet complètement le rendement, en intérêts et capital, de créances détenues par des personnes distinctes. Chaque contractant donne à l'autre le rendement d'une créance dotée de caractéristiques différentes. C'est un double transfert mutuel qui est organisé. Nous l'avons vu, l'ancêtre de cet instrument est le swap. Son utilisation s'est largement répandue et normalisée depuis les années 1970. Il est certainement le porte-parole emblématique des produits dérivés. La littérature juridique qui lui est consacrée est abondante. Il est judicieux de l'étudier avant de voir si sa qualification est de nature à être transposée au « dérivé de crédit » qu'il inspire.

§ I - La qualification des swaps.

**642.** L'abondance de la littérature a engendré une émission d'hypothèses qui lui est proportionnelle. La doctrine a examiné de nombreuses notions qu'elle a écartées. Nous reviendrons dans un premier temps sur les hypothèses appréhendées par la doctrine. Toutes renvoient à des qualifications civiles simples. Toutes s'avèrent insuffisantes. Nous nous demanderons finalement si le swap n'est pas un mélange de plusieurs qualifications civiles.

A. Les hypothèses appréhendées par la doctrine.

**643.** La doctrine a balayé un vaste spectre d'hypothèses. Quasiment toutes ont été rejetées, sauf une. Nous les passerons en revue dans un premier temps avant de nous recentrer sur celle qui a fait l'objet des plus intenses polémiques. Au terme de ce débat, la doctrine a manifesté une fois de plus sa préférence pour la convention *sui generis*.

1. Les qualifications écartées par la doctrine.

**644.** Face à ce contrat financier, les auteurs ont fait feu de tout bois pour essayer de dégager une qualification civiliste. Elle a trouvé parmi certains contrats quelques ressemblances finalement jugées insuffisantes. Nous reviendrons sur celles qui semblaient les plus pertinentes, à savoir le dépôt, le contrat de prêt, le contrat de gage, la convention de vente à réméré, le contrat de subrogation et le contrat de vente.

### a. Le dépôt.

**645.** Le contrat de dépôt a retenu l'attention de la doctrine<sup>1302</sup> car il est, d'après l'article 1915 du code civil, « *l'acte par lequel on reçoit la chose d'autrui, à la charge de la garder et de la restituer en nature* ». Il est le contrat par lequel une personne, le dépositaire, est chargée par une autre, le déposant, de garder une chose qui lui est confiée et de la restituer à sa demande<sup>1303</sup>. A première vue, l'inadaptation est flagrante. Le contrat de dépôt ne place pas, en termes d'obligations, les parties dans une situation similaire à défaut d'être parfaitement symétrique. Les contractants d'un swap souscrivent des engagements de même nature. Elles se fournissent réciproquement des flux financiers augmentés éventuellement d'une somme en début de contrat et d'une autre à l'issue du contrat. Le contrat de dépôt impose au dépositaire de conserver la chose remise et de la restituer à la fin de la période convenue. Le défaut de symétrie dans les engagements est rédhibitoire à tout rapprochement. Mais, afin de retrouver cette réciprocité d'obligations similaires, la doctrine ne l'envisage que selon un aménagement spécifique : la présence de deux contrats de dépôt mutuellement consentis entre les parties. Le concept de contrat de dépôts croisés, l'un étant la cause de l'autre, est avancé. Chaque contractant remet à l'autre une somme d'argent qui sera restituée à la fin du contrat. Il y a une tradition par la remise de cette somme, tradition qui est l'une des caractéristiques essentielles du contrat de dépôt. L'article 1919 du code civil ne rend le dépôt parfait « *que par la tradition réelle ou fictive de la chose déposée* ». La tradition fictive est celle par laquelle le dépositaire a déjà entre ses mains la chose objet du dépôt, quelles que soient les circonstances et le titre selon lequel il est entré en possession de ce bien. A l'échéance du contrat, les parties se rendent les devises reçues au début du contrat. La restitution caractérise le dépôt, restitution forcément réciproque en cas de dépôts croisés. Pas de dépôt sans obligation corrélative de restitution<sup>1304</sup>. Le code civil se focalise sur les modalités de la restitution à travers une douzaine de ses dispositions. L'article 1932 précise que le dépositaire doit rendre identiquement la chose même qu'il a reçue.

**646.** Cette analyse du swap en contrat de dépôts croisés est chassée à juste titre par la doctrine<sup>1305</sup>. Un swap est toujours un contrat onéreux. Or dans l'esprit du législateur, souligné par l'article 1917 du code civil, le dépôt est supposé être un service d'ami, de bienfaisance, par nature gratuit. Cette affirmation n'est plus déterminante aujourd'hui. Les contrats de dépôts sont souvent rémunérés. Il oscille entre contrat tantôt unilatéral tantôt synallagmatique selon les prévisions contractuelles relatives à la rémunération. La conservation de la chose est le point focal de ce contrat<sup>1306</sup>. Le déposant veut voir la chose conservée par le dépositaire et le dépositaire doit vouloir conserver cette chose pour le

<sup>1302</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 60 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », DPCI 1986 tome 12 n° 1 p. 9.

<sup>1303</sup> Geneviève PIGNARRE, « dépôt », Rép. Civ. D. n° 6 p. 3 ; René De QUENAUDON, « dépôt, principes généraux », J.-Cl. Civ. art. 1915 à 1920 fasc. 10 n° 1 p. 4 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 513 p. 385 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNES et Pierre-Yves GAUTIER, « les contrats spéciaux », op. cit. n° 860 p. 501.

<sup>1304</sup> Cass. com., 17 fév. 1981, arrêt *Maillasson c/ S.A. Jean Guille*, Bull. civ. IV n° 86 p. 66 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 janv. 1982, arrêt *Demurtas c/ soc. de la Loterie nationale et du loto national et a.*, D. 1982 J. p. 457 note Christian LARROUMET, D. 1982 I.R. p. 178, JCP 1984 II n° 20 215 obs. F. CHABAS ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 28 fév. 1989, arrêt *M. Berhonde c/ M. Duhau*, Bull. civ. I n° 97 p. 62 ; Cass. crim., 21 av. 1866, arrêt *Femme Jeandet*, D.P. 1866 I p. 412 ; Lyon, 25 fév. 1957, arrêt *Jeard c/ Debiesse*, D. 1957 p. 491, JCP 1957 II n° 10 148.

<sup>1305</sup> Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

<sup>1306</sup> Cass. crim., 21 av. 1866, arrêt *Femme Jeandet* préc. : lorsqu'il est allégué que les objets ont été remis à titre de dépôt, « *il est nécessaire, ..., que la garde et la conservation de ces objets aient été le but principal et déterminant de la tradition* ». Dans le même sens : Cass. crim., 9 juil. 1953, arrêt *Chedorge*, D. 1953 p.

déposant. Le dépositaire n'a pas vocation à se servir de la chose confiée. Par nature, « *conserver la chose implique de ne pas l'utiliser* »<sup>1307</sup>. Le dépositaire n'est qu'un gardien. Il doit un respect absolu de la chose confiée, considération qui ne saurait tolérer la dégradation par l'usage même normal de la chose. Elle ne pourrait plus être rendue dans l'état dans lequel elle a été déposée<sup>1308</sup>. Ce principe est affirmé par l'article 1930 du code civil qui prévoit que « *le dépositaire ne peut se servir de la chose déposée, sans la permission expresse ou présumée du déposant* ». La doctrine précise les conditions dans lesquelles l'utilisation peut se faire lorsqu'elle est tolérée. Elle cantonne l'usage à certaines circonstances : l'utilisation n'engendre pas sa détérioration ou à l'opposé elle est inhérente à sa détention et contribue à sa conservation. Elle est reconnue en présence d'une chose fongible comme une somme d'argent ou du numéraire. Le dépôt est qualifié d'irrégulier car le dépositaire prend la qualité de propriétaire du bien. Ceci lui accorde le droit d'utiliser les fonds déposés à sa guise pendant la durée du dépôt, la restitution se faisant par équivalent<sup>1309</sup>. Le contrat de swap devrait laisser présumer cette autorisation quand il porte sur des devises ou des fonds. Le montage d'un swap permet à chaque partie d'user des monnaies ou des fonds remis. Si elles ne le pouvaient pas, elles ne concluraient nullement le contrat. La liste des avantages attendus par les contractants d'un swap s'expriment par cet usage. En matière de dépôt, même lorsque l'usage est admis, la liberté reste réduite. L'usage ne doit jamais être intensif. Un auteur explique que « *l'usage de la chose, même autorisé, ne doit pas constituer le but de la remise ; si tel était le cas, il n'y aurait plus dépôt mais prêt à usage* »<sup>1310</sup>. Or l'usage est indiscutablement l'objet du contrat de swap. Le rapprochement avec le contrat de dépôt s'en trouve interdit car l'usage ne peut finalement qu'être accessoire ou accidentel.

**647.** L'obligation de conservation de la chose d'autrui entraîne l'application d'une série de règles incompatible avec la volonté contractuelle des contractants d'un swap. L'article 1936 du code civil oblige le dépositaire à restituer les fruits produits par la chose durant le contrat au déposant<sup>1311</sup>. Le régime juridique du swap recherche clairement l'inverse<sup>1312</sup>. Elles veulent les fruits produits par les biens sous-jacents. Le dépositaire n'est qu'un simple intermédiaire chargé de conserver la chose. Il a pour obligation de la remettre à tout moment au déposant dès qu'il en exprime la demande, quelles que soient les prévisions du contrat quant à sa durée. Cette règle siège à l'article 1944 du code civil : « *le dépôt doit être remis au déposant aussitôt qu'il le réclame, lors même que le contrat aurait fixé un délai déterminé*

---

556. V. aussi Cass. crim., 30 mai 1996, arrêt *Tuffier et a.*, Bull. crim. n° 224 p. 625, BJBPF nov.-déc. 1996 § 100 p. 628.

<sup>1307</sup> Geneviève PIGNARRE, « dépôt », Rép. Civ. D. n° 120 p. 20 ; René De QUENAUDON, « dépôt, obligations du dépositaire, obligation de garde », J.-Cl. Civ. art. 1927 à 1931 fasc. 30 n° 69 p. 18 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 516 et 522 pp. 387 et 391.

<sup>1308</sup> V. le contrat de dépôt qui prévoyait expressément les modalités selon laquelle un garagiste pouvait user d'une voiture, uniquement pour les besoins de sa mission, la conduire à l'usine du constructeur pour vérification : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 2 fév. 1965, arrêt *Sarl C<sup>ie</sup> du garage de la Chapelle c/ Legay et a.*, Bull. civ. I n° 91 p. 68.

<sup>1309</sup> Cass. com., 17 mai 1994, arrêt *Brunet-Beaumel, ès qualité c/ C<sup>ie</sup> Générale Méditerranéenne de Combustible Cogemco et a.*, Bull. civ. IV n° 178 p. 142, JCP E 1994 I n° 397 p. 499 n° 21 chron. Michel CABRILLAC, JCP E 1994 pan. n° 959 p. 322, D. 1995 J. p. 124 note Christian LARROUMET : des sommes remises en dépôt à titre de garantie « *sont devenues, en raison de leur nature fongible, la propriété de la Cogemco à l'égard de laquelle M. X. ne disposait plus que d'un droit de créance* ».

<sup>1310</sup> Geneviève PIGNARRE, « dépôt », Rép. Civ. D. n° 121 p. 20 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 61 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

<sup>1311</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 mars 1979, arrêt *Magnin et a. c/ Demoiselle Retornaz et a.*, Bull. civ. I n° 86 p. 71.

<sup>1312</sup> Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 61 ; Jean-Pierre MATTOU, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », Rev. B. n° 468 de janv. 1987 p. 24.

*pour la restitution* ». La restitution est *ad nutum*<sup>1313</sup> en dépit d'une convention prévoyant une durée déterminée. Cette durée n'enchaînera que le dépositaire qui se devra d'exécuter son obligation de conservation pendant le délai prévu. Considérer le contrat de swap comme un contrat de dépôts croisés enlèverait toute portée aux stipulations relatives au terme car n'importe laquelle des deux parties pourrait y mettre un terme sans préavis à tout moment. L'équilibre contractuel serait rompu jusqu'à en menacer l'existence. Aucun contrat ne serait mené à bonne fin puisqu'il pourrait être rompu par n'importe laquelle des parties dès l'émergence d'une tournure défavorable. Une autre règle du régime du dépôt est totalement contraire au régime des swaps. L'article 1932 du code civil indique que le « *dépôt des sommes monnayées doit être rendu dans les mêmes espèces qu'il a été fait, soit dans le cas d'augmentation, soit dans le cas de diminution de leur valeur* ». Ainsi, la restitution ne supporte pas le versement d'une somme supplémentaire par rapport à la remise initiale du dépôt. C'est l'inverse qui est agencé par les parties d'un swap pour compenser l'évolution des cours des devises.

**648.** Structurellement, cette qualification est inadaptée. Les versements d'intérêts du contrat de swap ne s'inscrivent pas dans le contrat de dépôt. Les prestations monétaires des contrats de dépôt, quand ils ne sont pas gratuits, et de swap ne rémunèrent pas la même chose. Dans un contrat de swap, cette prestation est le reflet de l'évolution des taux ou d'un indice sur les marchés de capitaux. Elle n'est pas le salaire versé au dépositaire et certainement pas une rémunération du service de conservation assuré par le dépositaire<sup>1314</sup>. Face à une hypothèse de dépôts croisés entre deux parties, la rémunération ressort comme anecdotique. La rémunération du service proposé pour la garde pourrait être l'autre service croisé né du contrat. Le versement d'intérêts ne s'inscrit pas dans un contrat de dépôt et reste incompréhensible. Et nos observations sur le swap et le contrat de dépôts croisés ne concernent jusqu'à présent que les contrats qui se réalisent physiquement par la livraison des devises ou de la somme monétaire. En l'absence de dénouement physique ou lorsque seuls des flux financiers sont remis, la requalification en dépôts croisés n'explique rien. La dispense de remise des fonds ou de la monnaie au début du contrat correspond à une absence de tradition. Sans tradition, il n'y a pas formation du contrat de dépôt. Les flux financiers ne peuvent pallier ce manque et être assimilés à la chose remise en dépôt. Ils interviennent tardivement après le début du contrat et non pour sa formation. Ils sont irrémédiablement reçus par les contractants qui n'ont nullement à les reverser.

Si l'utilisation de la chose est l'un des buts recherchés par les contractants d'un swap, il faut exclure de nos recherches toutes les conventions qui ne la supportent pas. L'usage imprègne de manière évidente le contrat de prêt.

#### b. Le contrat de prêt.

**649.** Il existe plusieurs déclinaisons du contrat de prêt. De par la nature de l'objet du swap, des prestations monétaires, c'est vers le simple prêt et le prêt à intérêts que nous nous tournerons. Ce prêt, dénommé prêt de consommation, est celui qui impose au prêteur de remettre à l'emprunteur une certaine quantité de choses qui se

<sup>1313</sup> René De QUENAUDON, « dépôt, obligations du dépositaire, obligation de restitution », J.-Cl. Civ. art. 1932 à 1946 fasc. 40 n° 42 et 43 p 15 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNES et Pierre-Yves GAUTIER, « les contrats spéciaux », op. cit. n° 883 p. 514.

<sup>1314</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 61 ; Jean-Pierre MATTOU, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 24.

consomment par l'usage, à charge pour l'emprunteur de restituer à terme des choses de même espèce et qualité. Cette qualification ne convient pas. Elle est l'exemple typique du contrat unilatéral. L'obligation pèse sur les épaules de l'emprunteur obligé de restituer la chose. Ce contrat présente une dissymétrie entre les engagements des parties inconciliable avec le parfait parallélisme juridique des obligations imposées par un contrat de swaps. Pour effacer cet obstacle, la doctrine n'a pas étudié le rapprochement avec le prêt seul mais avec l'aide de la notion de prêts croisés à intérêts<sup>1315</sup>. Les parties s'accorderaient au sein d'un unique contrat un prêt dans des devises différentes ou avec des taux d'intérêts distincts. Afin d'insuffler l'unité du contrat, chaque prêt trouverait sa cause dans l'autre afin d'aboutir à un ensemble contractuel indivisible. Ce raisonnement serait validé par la terminologie officielle. Elle désigne le contrat de swap par l'appellation de « prêts croisés » selon un arrêté du 29 novembre 1973 approuvant la première liste de terminologie économique et financière du ministre de l'économie et des finances<sup>1316</sup>. De plus, les lettres circulaires, prises sur la base de textes ministériels par la direction générale des services étrangers de la Banque de France, classaient les swaps parmi les prêts de francs à des non-résidents. Le prêt est le contrat incontournable transférant l'usage d'une chose à une autre personne que son propriétaire. Une partie, un prêteur, met à la disposition de l'autre, l'emprunteur, une chose pour son usage à charge de restitution après utilisation. Ce contrat se déroule en trois temps : la remise de la chose, les fonds prêtés, devises ou monnaies, l'usage par l'emprunteur, puis la restitution à la fin du contrat<sup>1317</sup>. Dans un swap de taux d'intérêts, les parties se versent réciproquement le taux d'intérêt prévu au contrat. Ainsi, ils intègrent la catégorie des prêts à intérêts régis aux articles 1905 et suivants du code civil. Une décision relève à propos d'un contrat de swap de taux d'intérêt qu'une « somme avait pour effet de rémunérer un élément de la prestation consistant à prêter, sous réserve de réciprocité, une somme portant intérêt »<sup>1318</sup>. Pour un swap de devises, choses fongibles qui se consomment par l'usage, la qualification adéquate serait celle de prêt de consommation des articles 1892 et suivants du code civil. Cette qualification malléable s'ajuste aux divers types de swaps inventés par la pratique, swaps d'intérêts ou de devises.

**650.** Cette qualification reste pourtant insatisfaisante. La doctrine l'a critiquée pour l'inadaptation de son régime juridique<sup>1319</sup>. Elle a relevé l'obligation de se soumettre au monopole des établissements de crédit et à la réglementation sur l'usure même assouplie. Elle obligerait à modifier le traitement comptable des swaps non traité pour l'instant sous les règles du contrat de prêt. Nous avons vu la fragilité des discussions uniquement axées sur les régimes juridiques. Elles ne permettent pas d'effectuer de manière fiable un travail de qualification. Heureusement, d'autres arguments plus persuasifs existent. Les swaps ont été forgés pragmatiquement pour pallier aux inconvénients juridiques, comptables et fiscaux de contrats qui leur étaient antérieurs et qui justement reposaient sur le prêt. Il serait paradoxal de revenir vers cette qualification. Le contrat de prêt est normalement un contrat réel. Il ne peut

<sup>1315</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 62 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

<sup>1316</sup> Arrêté du Ministre de l'Economie et des Finances du 29 novembre 1973 relatif à la terminologie économique et financière, J.O.R.F. du 3 janv. 1974 p. 95.

<sup>1317</sup> Une décision énonce que « l'obligation pour le preneur de rendre la chose prêtée après s'en être servi est de l'essence même du commodat » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 3 juin 2010, arrêt ville de Châteauroux c/ Union départementale des syndicats Cgt de l'Indre, RJDA 10/10 n° 950 p. 909.

<sup>1318</sup> CAA Paris, 6 oct. 2010, arrêt soc. Suez France, D.F. n° 16 2011 n° 315 p. 27 note Yves EGLOFF, pour un cas d'espèce dans lequel le paiement d'intérêt s'effectuait par paiement d'un différentiel.

<sup>1319</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 62 ; Jean-Pierre MATTOU, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 24.

se former et produire ses effets que par la tradition ou la délivrance de la chose qui en est l'objet. Or les swaps sont des contrats consensuels. Ce caractère réel est aujourd'hui beaucoup moins prégnant que lorsque ces études ont été rédigées. Certains contrats de prêts sont appréhendés comme des contrats consensuels vus comme une promesse de mise à disposition des fonds quand le prêteur est un établissement de crédit. Quoi qu'il en soit, cet argument est à relativiser. La qualification repose sur celle de prêts croisés dont l'un est la cause de l'autre. Il existe une unique convention de prêts croisés qui supervise les relations des deux parties se consentant réciproquement un crédit. Cette convention unique de prêts croisés correspond à un contrat consensuel indépendant. Elle chapeaute les relations entre les parties et les deux branches de l'engagement assimilées à un prêt. A défaut, elle serait une promesse synallagmatique de prêts croisés de nature consensuelle.

**651.** Un auteur estime lui<sup>1320</sup> qu'un contrat de prêt sous-entend un crédit impliquant forcément un décalage dans le temps entre la mise à disposition des fonds et les remboursements. Il dégage un excès de trésorerie chez l'emprunteur. Cet auteur ne le détecte pas dans les contrats de swap car les remises et les prestations successives et réciproques s'exécutent à l'unisson. Il n'y a pas de crédit et absence de prêts croisés. Pourtant, les fonds remis réciproquement entre les parties au début du contrat quand ils sont libellés en devises différentes ne sont rendus qu'au terme de celui-ci. Pour chaque engagement, il existe une trésorerie excédentaire provenant du transfert de l'objet du contrat. Le fait d'en recevoir une autre, l'autre branche de l'obligation à la charge du contractant, n'en constitue pas le remboursement. L'un prête des dollars contre de l'euro, il reçoit un excédent en euros pendant que l'autre récolte un excédent en dollars. Jusqu'aux restitutions à l'échéance du contrat, il existe un décalage dans le temps entre les obligations de remise et de restitutions des fonds. Cette argumentation ne vaut que pour les seuls échanges de devises se résolvant physiquement.

Cette hypothèse est incapable d'expliquer tous les swaps. Elle est inadéquate en l'absence de remise de fonds. Cette absence s'oppose à la présence d'un contrat de prêt qui impose une tradition. Voyons maintenant le contrat de gage.

### c. Le contrat de gage.

**652.** Le contrat de gage, l'une des probabilités examinées par la doctrine<sup>1321</sup>, est défini, depuis l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006, à l'article 2333 du code civil comme « *une convention par laquelle le constituant accorde à un créancier le droit de se faire payer par préférence à ses autres créanciers sur un bien mobilier ou un ensemble de biens mobiliers corporels, présents ou futurs* ». De là, les auteurs envisagent le swap comme un prêt d'argent garanti par un gage de numéraire remis par l'emprunteur au prêteur<sup>1322</sup>. Une partie prêterait une somme d'argent libellée en une devise précise pendant que l'autre remettrait une somme d'argent en une autre devise à titre de gage en numéraire. Cette opération serait inversée pour l'autre relation. Le rapprochement serait tentant car nous retrouvons le déroulement du contrat en trois temps : remises initiales, utilisations et enfin

---

<sup>1320</sup> Jean-Pierre MATTOU, « droit bancaire international », op. cit. n° 441 p. 431 et « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 24.

<sup>1321</sup> Pierre CROCQ, « gage », Rép. Civ. D. ; Dominique LEGEAIS, « gage de meubles corporels, droit commun, constitution », J.-Cl. Civ. art. 2333 à 2336 fasc. 10.

<sup>1322</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 59 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

restitutions. Mais la comparaison se limite à cette succincte présentation même si certains arguments opposés à cette assimilation ont perdu de leur pertinence depuis la réforme de 2006. En tant que contrat consensuel, le swap ne pouvait être un contrat de gage classé au sein des contrats réels. En effet, l'exigence essentielle de la dépossession de la chose remise en gage en tant que condition de formation du contrat a disparu. Elle n'est plus qu'une formalité alternative à celle de publicité pour l'opposabilité du gage envers les tiers<sup>1323</sup>. Mais si le contrat n'est plus réel, il a muté en convention solennelle en ce que l'article 2336 du code civil dispose que « *le gage est parfait par l'établissement d'un écrit contenant la désignation de la dette garantie, la quantité des biens donnés en gage ainsi que leur espèce ou leur nature* ». Or le swap est un contrat consensuel.

**653.** Il convient d'envisager d'autres arguments. Comment revenir finalement sur la qualification de prêt pour l'une de ces deux branches de la supposition après avoir exclu celle de prêts croisés ? Les obstacles alors soulevés sont toujours d'actualité. En sus, il faut rappeler que le gage est une sûreté. Il est un contrat accessoire à un contrat principal, à une obligation garantie<sup>1324</sup>, afin de sécuriser un créancier. Ramené au contrat de swap, le gage de l'une des parties serait le contrat accessoire du prêt consenti par l'autre et vice versa. Cette hypothèse confond dans cet ensemble contractuel gage et prêt, le gage de l'un étant le prêt de l'autre. Il est difficilement acceptable d'admettre qu'un contrat accessoire devienne la cause d'un contrat principal<sup>1325</sup>. Le gage est l'accessoire de l'obligation principale de prêt du créancier. Il présuppose l'existence d'une créance qu'il protège et dont il est l'accessoire. Il implique une subordination entre ces deux conventions. Cette soumission devrait se retrouver dans les contrats de swap pour que soit validée cette hypothèse. Or les obligations des parties sont sur un pied d'égalité dans un swap. Cette supposition impose que le gage soit la cause de l'offre de prêt. Cet argument est parfaitement illustré par l'idée de rendre les obligations des parties, prêt pour l'une et gage pour sa contrepartie, interchangeables. Cette analyse n'est pas convenable car elle impose deux qualifications incompatibles à la même obligation. Cet engagement est prêt et gage en même temps alors qu'il ne peut être que l'un ou l'autre. Ce mécanisme ne permet pas de les distinguer alors qu'ils sont fondamentalement différents. Dans un swap, les obligations des parties sont symétriques et de même nature. Cette qualification ne peut être envisagée que pour les swaps de devises portant transfert initial du principal. Le paiement d'un simple différentiel de taux, de change ou d'intérêt, ne peut être explicité par le prêt à gage en l'absence de remises ne serait-ce que de la somme objet du prêt. La dépossession n'est plus indispensable au gage. La publicité l'a remplacée selon les articles 2337 et 2338 du code civil. Or la publicité n'a pas sa place dans la conclusion d'un contrat de swap.

**654.** De plus, le gage d'une somme d'argent pose d'autres interrogations. La jurisprudence discute de la qualification du gage de somme d'argent ou gage-espèces. Les règles classiques du gage ne s'y appliquent pas car il entraîne un transfert de propriété des espèces dès la constitution de la garantie<sup>1326</sup>. Le gage ne produit jamais cet effet. Le gage-

---

<sup>1323</sup> Dominique LEGEAIS, « gage de meubles corporels, opposabilité du gage », J.-Cl. Civ. art. 2337 à 2340.

<sup>1324</sup> Pierre CROCQ, « gage », Rép. Civ. D. n° 62 p. 11.

<sup>1325</sup> Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

<sup>1326</sup> Cass. com., 3 juin 1997, arrêt *Chaunier ès qualité et a. c/ Banque Worms*, Bull. civ. IV n° 165 p. 147, JCP 1997 II n° 22891 p. 366 rapport de Jean-Pierre RÉMERY, RTD com. 1997 p. 663 note Michel CABRILLAC, D. 1998 S.C. p. 104 note Stéphane PIEDELIÈVRE ; Cass. com., 27 oct. 1998, arrêt *Madonna, ès qualité c/ Receveur des finances de Montélimar*, Bull. civ. IV n° 266 p. 220, D. 1998 I.R. p. 256, D. 1999 S.C. p. 244 obs. Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER, D. Aff. 1999 p. 170 note Valérie AVENA-ROBARDET, JCP 1998 IV n° 3414 p. 2190, JCP 1999 I n° 158 p. 1467 n° 13 obs. Philippe DELEBECQUE, RTD com. 1999 p. 749 note Arlette MARTIN-SERF, RJDA 2/1999 n° 206 p. 162. V. sur ce débat : LEDUC Fabrice, « le gage translatif de propriété : mythe ou réalité ? », RTDC1995 p. 307.

espèce et le gage sont des garanties distinctes. Il devient délicat de le requalifier en contrat de gage car s'appliquerait les règles du gage-espèce dérogeant à celle de la classification de gage. Le gage n'opère pas toujours un véritable transfert de propriété lors de sa mise en place. Il en va de la sorte lorsque la somme d'argent a été isolée par le créancier sur un compte spécial bloqué. La sûreté a pour objet des unités monétaires qui, du fait de leur individualisation, ne sont pas devenues la propriété du créancier en état d'incapacité d'en disposer<sup>1327</sup>. C'est un gage de monnaie scripturale, la dépossession étant réalisée par le transfert des fonds sur le compte et son blocage<sup>1328</sup>. Certes, les parties peuvent décider de l'inverse par convention, mais la doctrine discute de la nature du mot propriété alors employé. Le créancier doit restituer en équivalent.

Enfin, lorsque la dépossession est prévue, le gage entraîne le transfert du bien au créancier. Mais le créancier se trouve dans l'impossibilité d'abuser du bien grevé en l'utilisant<sup>1329</sup>. La jurisprudence a décidé que « *la dépossession qui fait perdre au constituant une partie de ses prérogatives sur la chose donnée en gage, ne les confère pas pour autant au créancier nanti, qui dispose, en sa qualité de dépositaire de cette chose jusqu'à sa restitution, du seul pouvoir de la garder et conserver sans acquérir celui d'en user ni de l'administrer* »<sup>1330</sup>. Face cette inadéquation, la doctrine s'est intéressée à la convention de vente à réméré.

#### d. La convention de vente à réméré ou de rachat.

**655.** La vente à réméré<sup>1331</sup> est une cession assortie d'une clause réservant au vendeur dans un délai convenu le droit de reprendre la chose vendue, meuble ou immeuble, en restituant le prix et les frais à l'acheteur. L'article 1659 du code civil précise qu'il s'agit du prix tel que stipulé dans le contrat de vente initial. Ce terme de réméré a été abandonné dans un souci de simplification et de clarification du droit et remplacé par celui de rachat par le législateur depuis la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009. Le swap se moulerait à cette qualification en ce que l'une des parties vend à réméré une devise ou une somme d'argent à l'autre. La vente réalise un double transfert de propriétés des fonds ou des devises. L'un des contractants transfère le prix de vente et l'autre l'objet de la vente. Les parties usent ensuite des fonds et du prix de vente jusqu'à ce que, au terme du contrat, le vendeur exerce son droit de reprendre la chose en restituant le prix de vente selon les dispositions de l'article

<sup>1327</sup> Dominique LEGEAIS, « gage de meubles corporels, gage de biens fongibles », J.-Cl. Civ. art. 2341 à 2342 n° 7 p. 3 ; Michel CABRILLAC, « les sûretés conventionnelles sur l'argent », mélanges offert à Jean DERRUPPÉ, les activités et les biens de l'entreprise, GLN Joly, édition Litec 1991 p. 333.

<sup>1328</sup> Cass. com., 23 av. 2003, arrêt *Banque Française c/ soc. Ing Ferri et a.*, RDBF n° 5 sept.-oct. 2003 n° 190 p. 291 obs. Alain CERLES, JCP 2003 II n° 10 140 p. 1576 note Dominique SCHMIDT et Maxime DELESPAUL, JCP 2003 I n° 176 p. 1987 chron. Philippe SIMLER et Philippe DELEBECQUE ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 15 nov. 2005, arrêt *Caisse Régionale de Crédit maritime mutuel « La méditerranée » c/ M<sup>me</sup> Lefebvre*, Bull. civ. I n° 415 p. 347, JCP 2005 IV n° 3647 p. 2332 note Marie-Christine ROUAULT, JCP 2006 I n° 131 p. 734 chron. Philippe DELEBECQUE.

<sup>1329</sup> Lyon, 6 oct. 1959, arrêt *Augier et soc. Spell c/ soc. Mgm*, Gaz. Pal. 1960 I p. 5.

<sup>1330</sup> Cass. com., 12 juil. 2005, arrêt *soc. Banque AGF c/ Crobbeddu*, Bull. civ. IV n° 175 p. 189, JCP 2005 I n° 185 p. 2110 n° 17 chron. Philippe DELEBECQUE, JCP 2005 IV n° 3100 p. 1715, D. 2005 A.J. p. 2142 obs. Xavier DELPECH.

<sup>1331</sup> Olivier BARRET, « vente (3° effets) », Rép. Civ. D. n° 140 p. 15 ; Franck AUCKENTHALER, « vente à réméré », J.-Cl. B. fasc. 2122 ; Claude WITZ, « vente à réméré », J.-Cl. Civ. art. 1659 à 1673 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 63 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

1673 du code civil<sup>1332</sup>. Les contrats se ressemblent structurellement. L'échange initial de fonds traduit la vente de devises. Les parties usent après des biens échangés sur lesquels elles disposent de tous les pouvoirs durant l'exécution du contrat. Elles font leur les fruits tant que le rachat n'est pas exercé. Enfin, le vendeur exerce son droit de reprendre la chose contre remise du prix de vente. La restitution ne soulève pas de difficultés car il est admis que les parties puissent envisager de rendre un prix de vente majoré<sup>1333</sup>. La vente à réméré est un contrat consensuel exempté pour sa formation de toute condition particulière ou de remise d'une chose. Elle est une modalité de la vente sous condition résolutoire<sup>1334</sup>.

**656.** Néanmoins, ce contrat renferme une faiblesse congénitale rédhibitoire à toute assimilation aux swaps. Lorsque les parties concluent un swap, elles entendent absolument qu'à l'échéance prévue il soit procédé aux restitutions réciproques. Le rachat de la monnaie vendue au comptant est une obligation cardinale pour les parties. L'inverse est la règle en matière de réméré. Le code civil emploie l'expression de « *faculté de rachat* » du vendeur. Ce rachat est soumis à la décision arbitraire du vendeur<sup>1335</sup>. L'acheteur ne saurait contraindre le vendeur à racheter s'il n'en manifestait pas l'intention. Le vendeur dispose d'une option à sa seule discrétion. Le réméré n'assure pas efficacement la troisième phase du swap. La loi place une borne de cinq années qui enserré le temps durant lequel le réméré peut être actionné. Elle est imparable car toute durée plus longue sera réduite à cette limite législative. Elle contrariera les swaps conclus pour une durée plus longue. Ensuite, l'exercice du réméré provoque la résolution de la vente<sup>1336</sup>. Elle est anéantie rétroactivement. Les parties sont remises dans l'état dans lequel elles étaient avant la conclusion de la vente. De fait, le vendeur sera présumé être resté propriétaire du bien pendant toute la durée de l'option de réméré. Or les parties d'un swap n'entendent pas remettre en cause les transferts de propriétés réalisés durant l'exécution du contrat. Cet anéantissement rétroactif de la vente du réméré oblige à considérer que les parties ne se sont jamais séparées de leurs biens. Elles n'ont jamais eu celui de l'autre entre leurs mains. Les fruits de l'objet et du prix de la vente tombés dans les mains des possesseurs durant le laps de temps écoulé entre la vente et l'exercice du réméré doivent être restitués aux propriétaires initiaux en même temps que de prix et le bien<sup>1337</sup>. Cette mesure est incompatible avec la nature du swap qui veut faire profiter définitivement à chaque contrepartie des taux d'intérêts perçus. Les contractants appètent à conserver les fruits tirés des biens reçus.

Mais cette affirmation est contestée. Ce qui doit être rendu par le vendeur est détaillé au sein de l'article 1673 du code civil. Les intérêts du prix n'y sont pas cités. La conclusion tirée par un auteur est que les rédacteurs du code civil excluaient de la restitution le paiement des intérêts<sup>1338</sup>. Le vendeur pourrait les conserver. Parallèlement, si le vendeur est dispensé de

---

<sup>1332</sup> Le réméré est considéré comme exercé, non à partir du moment où le vendeur manifeste son intention de l'exercer, mais à compter de celui auquel il restitue le prix de vente et les frais lui incombant à l'acquéreur : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 20 déc. 2006, arrêt *Grimaud c/ Laget*, BRDA n° 06/07 n° 11 p. 7.

<sup>1333</sup> Cass. Req., 15 av. 1872, arrêt *Bussidan c/ De-Jacob-Seyman et Chaloum-Zaffran*, D.P. 1872 I p. 415 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 13 nov. 1970, arrêt *Capbern-Gasqueton c/ Veuve Capbern-Gasqueton*, Bull. civ. III n° 601 p. 439, D. 1971 S. p. 56.

<sup>1334</sup> Olivier BARRET, « vente (3<sup>o</sup> effets) », Rép. Civ. D. n° 140 et 144 pp. 15 et 16 ; Franck AUCKENTHALER, « vente à réméré », J.-Cl. B. fasc. 2122 n° 7 p. 3 ; Claude WITZ, « vente à réméré », J.-Cl. Civ. art. 1659 à 1673 n° 1 p. 4.

<sup>1335</sup> Qui n'est valablement manifestée que par le remboursement du prix et des frais en exécution du pacte et non par la seule notification de l'intention d'user de la faculté de réméré : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 20 déc. 2006, arrêt *Grimaud c/ Laget*, Bull. civ. III n° 257 p. 218, BRDA n° 06/07 n° 11 p. 7.

<sup>1336</sup> Cass. civ., 24 oct. 1950, arrêt *Chaloum c/ Dame Medulla et a.*, Bull. civ. n° 203 p. 156 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 31 janv. 1984, arrêt *S.A. Foncière Verdun c/ Caisse des Dépôts et Consignations*, Bull. civ. III n° 21 p. 15.

<sup>1337</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 63.

<sup>1338</sup> Claude WITZ, « vente à réméré », J.-Cl. Civ. art. 1659 à 1673 n° 127 p. 25.

restituer les intérêts, l'acquéreur doit être exempté de rendre les fruits, les intérêts et les fruits se compensant<sup>1339</sup>. Un autre auteur se réfère au droit commun et regarde si oui ou non l'acquéreur a été mis en possession de la chose<sup>1340</sup>. En cas de réponse positive, aucun remboursement n'est dû car l'un s'enrichirait au détriment de l'autre, les parties se trouvant dans une situation identique. En conséquence, l'acquéreur peut prétendre aux intérêts jusqu'au jour du remboursement quand le vendeur est entré en possession de son bien avant de restituer le prix de vente<sup>1341</sup>. Certains insistent en la matière sur la liberté contractuelle qui laisse aux parties le soin de délimiter les règles applicables<sup>1342</sup>.

Quel que soit le résultat de ce débat, l'assimilation reste impossible. Il n'y a effectivement aucun moyen de distinguer le prix du bien lorsque les parties se remettent des devises, à plus forte raison si elles sont similaires. Il n'y a aucune échappatoire puisque la qualification en contrat de vente impose forcément la présence d'un bien et d'un prix. Cette situation entraîne des difficultés en cascade. S'il n'est pas possible de distinguer le prix de vente de la chose, quelle est la partie à un swap, alors qu'elles sont tenues d'obligations symétriques, qui dispose de l'option de choisir l'exercice du réméré ? Cette perplexité croît encore lorsque la devise échangée est identique ou que les parties ne procèdent pas à des remises physiques. Face à cette inadéquation, la piste du contrat de subrogation a été envisagée.

#### e. Le contrat de subrogation.

**657.** Confrontée à la situation récurrente de la parité d'engagements des parties, la réflexion ne peut se contenter d'une simple subrogation. La doctrine a réfléchi à une double subrogation personnelle réciproque<sup>1343</sup>. Le code civil n'accorde aucune place à la définition de la subrogation au sein des quatre articles, 1249 à 1252, qui y sont consacrés. Le maître mot est celui de substitution<sup>1344</sup>. La subrogation est la substitution d'une chose par une autre chose ou d'une personne par une autre personne. En cas de subrogation réelle, une chose prendra dans un patrimoine la place d'une autre en ayant la réputation d'être de même nature et de même qualité. Dans une subrogation personnelle, une personne succède à une autre. Elle désigne une « *substitution d'une personne à une autre dans un rapport de droit en vue de permettre à la première d'exercer tout ou partie des droits qui appartiennent à la seconde* »<sup>1345</sup>. Elle l'a remplace pour exercer ses droits et actions personnelles ou privilégiés. La subrogation personnelle est une technique du droit des obligations pour permettre une substitution de créancier sur le fondement d'un paiement. Ce terme est réservé à une forme particulière de substitution de personne : la substitution d'une personne dans la créance dont une autre était titulaire par l'effet du paiement effectué par la première à la seconde. A l'occasion d'un swap, les parties rembourseraient la dette contractée et le paiement des intérêts de l'autre et non la leur. Par ce désintéressement, à l'échéance du

---

<sup>1339</sup> Ibidem n° 122 p. 24.

<sup>1340</sup> Olivier BARRET, « vente (3° effets) », Rép. Civ. D. n° 164 p. 17.

<sup>1341</sup> Cass. civ., 17 août 1870, arrêt *Zérafa c/ Barny*, D.P. 1870 1 p. 332.

<sup>1342</sup> Claude WITZ, « vente à réméré », J.-Cl. Civ. art. 1659 à 1673 n° 127 p. 25 ; Franck AUCKENTHALER, « vente à réméré », J.-Cl. B. fasc. 2122 n° 66 p. 9.

<sup>1343</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 64.

<sup>1344</sup> Éric SAVAUX, « subrogation personnelle », Rép. Civ. D. ; Louis LORVELLEC actualisé par François JACOB, « contrats et obligations, extinction des obligations, paiement avec subrogation, conditions générales et effets », J.-Cl. Civ. art. 1249 à 1252 fasc. 10 et « contrats et obligations, extinction des obligations, paiement avec subrogation, subrogation conventionnelle », J.-Cl. Civ. art. 1249 à 1252 fasc. 20.

<sup>1345</sup> Gérard CORNU, « vocabulaire juridique », op. cit.

contrat, elles se trouveraient subrogées dans les droits du créancier de l'autre pour un montant équivalent à celui payé.

**658.** La réalisation de la subrogation est conditionnée au paiement et désintéressement du créancier par le subrogé selon l'article 1249 du code civil. Ce paiement doit être direct et émaner d'un tiers. En l'absence de paiement pas de subrogation<sup>1346</sup>. Or dans un swap, aucune des parties n'acquiesce le créancier de l'autre. Lorsque les parties assument réciproquement les charges d'intérêts de l'autre, elles se fournissent directement le paiement correspondant sans s'adresser au créancier du contractant qui reste désintéressé par son débiteur. Chacune reste tenue de payer personnellement son créancier sans intervention de l'autre. De plus, la subrogation peut être installée de deux façons. Soit elle est décidée entre le subrogé et le créancier, et dans ce cas, il faut un accord exprès entre le créancier qui reçoit le paiement et le subrogeant. Soit la subrogation est décrétée entre le débiteur et le subrogé, celui-ci payant le créancier pour lequel le débiteur accepte qu'il soit subrogé dans les droits du créancier. La loi impose un formalisme spécifique car l'acte d'emprunt et la quittance doivent être passés devant notaire. En outre, l'acte d'emprunt doit comprendre la mention de ce que l'emprunt est effectué pour faire le paiement. La quittance doit contenir l'indication de ce que le paiement a été fait des deniers fournis à cet effet par le nouveau créancier. Ce formalisme n'est jamais suivi par les parties d'un swap dont la conclusion est purement consensuelle. Par ailleurs, cette qualification ne toucherait qu'une catégorie limitée de swap. Elle n'explicite ni les swaps sur sous-jacents fictifs ni les swaps d'actif et de devises avec transfert initial des fonds. Cette qualification placerait automatiquement les parties en qualité de prêteur et d'emprunteur de l'autre, ce qui n'est pas l'effet recherché. La doctrine a réfléchi à la possibilité de requalifier le swap en contrat de vente.

#### f. Le contrat de vente.

**659.** Le simple contrat de vente n'a pas de point commun avec le swap, mécanisme plus alambiqué. L'assemblage envisagé repose sur le contrat de vente mais développe des modalités plus complexes. Le swap serait deux contrats de vente. Ils seraient liés, chacun étant la cause de l'autre<sup>1347</sup>. Modalités propres à ces contrats, ils seraient assortis d'une clause de rachat à terme de chaque monnaie vendues au comptant. La doctrine s'inspire de l'opération de report en bourse et cite un arrêt de la Chambre Civile de la Cour de Cassation du 1<sup>er</sup> mars 1897<sup>1348</sup>. Cette décision l'a définie comme un contrat spécial dont les éléments essentiels étaient un achat au comptant et une revente au comptant, ou à l'inverse,

---

<sup>1346</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 18 mars 1971, arrêt *Agent judiciaire du Trésor Public c/ Demoiselle Saignard de la Fressange*, Bull. civ. I n° 96 p. 78 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 24 mars 1992, arrêt *Dacbert et a. c/ soc. Nogentaise de cinéma et de développement des loisirs et a.*, Bull. civ. I n° 91 p. 60 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 29 mars 2000, arrêt *Axa c/ M. de Hoym de Marien et a.*, Bull. civ. III n° 67 p. 45, RCA juin 2000 n° 210 p. 25 note Hubert GROUDEL, RD. Imm. de juil.-sept. 2000 p. 364 obs. Gilbert LEGUAY ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 9 oct. 2001, arrêt *soc. Albingia direction pour la France de la Cie Axa Colonia c/ M. Noraz et a.*, Bull. civ. I n° 245 p. 155, RCA déc. 2001 n° 379 et 381 pp. 24 et 25 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 9 juil. 2003, arrêt *soc. Lafranque c/ soc. Sélectibail et a.*, Bull. civ. III n° 144 p. 129, RCA oct. 2003 n° 272 et 276 pp. 21 et 23 ; Cass. com., 13 oct. 2005, arrêt *soc. GAN assurances Iard c/ soc. Le Continent et a.*, RCA déc. 2005 n° 368 p. 29. ; Cass. 2<sup>ème</sup> civ., 13 sept. 2007, arrêt *soc. Mutuelles d'assurances de Bourgogne c/ Commune de Soissons-sur-Nacey*, RCA déc. 2007 n° 371 p. 27 note Hubert GROUDEL.

<sup>1347</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 64 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

<sup>1348</sup> Cass. civ., 1<sup>er</sup> mars 1897, arrêt *Schulman, Csillag et Cie c/ Blanc*, D.P. 1897 I p. 411 note A. BOISTEL, S. 1897 I p. 220.

une vente au comptant et un rachat à terme, intervenus simultanément sur les mêmes valeurs entre les mêmes personnes. Cette doctrine souligne la ressemblance avec le swap en ce que les phases de report pour les parties sont décidées en même temps en un seul contrat-cadre. Elle relève que cette juxtaposition d'un achat au comptant et d'une revente à terme ne seraient finalement rien d'autre que deux contrats de ventes.

**660.** La doctrine précise d'elle-même que cette hypothèse ne s'adapte qu'au seul swap d'échange de monnaies<sup>1349</sup>. Son champ d'application reste incomplet. Mais même avec cette restriction, d'autres s'élèvent contre cette hypothèse en soulignant que le contrat de report en bourse a disparu<sup>1350</sup> depuis la suppression du marché à règlement mensuel. Ils déplorent le caractère artificiel du raisonnement qui considère que le bien objet de la vente joue le rôle de prix. Ils nient la présence d'une obligation de paiement d'un prix versé en contrepartie du bien. Il n'y a pas véritablement d'acheteur et de vendeur<sup>1351</sup>. Une fois encore, il n'est pas possible d'expliquer tous les swaps. La liste des suppositions de qualifications erronées ne fait qu'enfler. Il reste une solution qui a elle fortement semé le trouble chez la doctrine, le contrat d'échange.

## **2. L'hypothèse la plus controversée : le contrat d'échange.**

**661.** Le contrat d'échange a focalisé l'essentiel de la vivacité des débats quant à la qualification du swap. Dès lors, il faudra expliciter d'abord les raisons justifiant le rapprochement avant d'étudier les insuffisances reprochées à cette hypothèse.

### **a. Les justifications du rapprochement.**

**662.** L'échange règne au sein des articles 1702 à 1707 du code civil. Bien que les dispositions soient brèves, son régime juridique n'est pas elliptique puisqu'il est renvoyé aux règles connues de la vente par l'article 1707 du code civil précisant que « *toutes les autres règles prescrites pour le contrat de vente s'appliquent d'ailleurs à l'échange* ». L'échange est « *un contrat par lequel les parties se donnent respectivement une chose pour une autre* » selon l'article 1702. Il est intéressant de noter que ce contrat, par lui-même, présente la caractéristique d'imposer réciproquement à chaque partie des obligations semblables. Les obligations des contractants sont de même nature, réciproques, similaires et symétriques<sup>1352</sup> comme dans une convention de swap. Les parties se donnent mutuellement une somme d'argent. Par la suite, elles s'en remettent d'autres au titre des intérêts qui constituent des échanges. Quant aux restitutions réciproques opérées à l'échéance du contrat, elles s'expliquent également comme un échange. De la sorte, la convention de swap deviendrait un contrat cadre d'échange agençant tout au long de sa vie une série d'échanges aussi bien en capital qu'en intérêts. Quand le swap porte sur des devises différentes, elles font

---

<sup>1349</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 64 ; Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 1 p. 9.

<sup>1350</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1087 p. 648.

<sup>1351</sup> Jean-Pierre MATTOUT, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 24.

<sup>1352</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, « le contrat d'échange », RTDC 1978 n° 14 p. 257.

l'objet de deux échanges, le premier immédiatement et un second à terme quand les parties se les rendent.

**663.** Les caractéristiques du contrat d'échange et de swap se ressemblent. La traduction de l'anglais « swap » est échange. La terminologie institutionnelle la reprend souvent comme par exemple la convention-cadre de la Fédération bancaire française dont l'additif se nomme « *échange de conditions d'intérêts ou de devises* »<sup>1353</sup>. Le contrat d'échange est un contrat purement consensuel<sup>1354</sup>. L'article 1703 du code civil le souligne : « *l'échange s'opère par le seul consentement, de la même manière que la vente* ». Le consentement réciproque des parties doit porter sur les éléments essentiels du contrat, c'est-à-dire sur les choses objet du contrat, voir sur le montant de la soulte s'il y en a une de prévue.

Il est à titre onéreux, et partant synallagmatique, puisque chaque partie reçoit une prestation en échange de la sienne. Certains contestent cette incorporation car le contrat d'échange serait commutatif<sup>1355</sup> tandis que le contrat de swap est aléatoire<sup>1356</sup>. Cet argument est étouffé par une autre partie de la doctrine<sup>1357</sup> : un contrat à priori commutatif peut devenir un contrat spéculatif ou aléatoire. Le contrat de vente est à priori commutatif mais il peut être transformé en contrat aléatoire par l'introduction de certaines stipulations, comme le remplacement d'un prix de vente par une rente viagère. Recadrant la place du contrat aléatoire, ils défendent l'idée que le contrat aléatoire ne serait qu'une variété de contrat commutatif. Un même contrat serait tantôt aléatoire tantôt commutatif selon les caractéristiques et les intérêts en cause. La règle spécifique aux contrats aléatoires d'exclusion de la rescision pour lésion s'applique au contrat d'échange selon l'article 1706 du code civil. Le contrat d'échange s'avère une hypothèse séduisante. Néanmoins, elle s'est délitée petit à petit au fur et à mesure des études.

#### b. Les insuffisances du contrat d'échange.

**664.** En approfondissant la comparaison, la doctrine a identifié des faiblesses et des incohérences de ce rapprochement.

Le premier argument se concentre sur l'objet de l'échange distinct de celui de la vente. L'échange opère un transfert réciproque de propriété de deux choses en l'absence totale de stipulation d'un prix<sup>1358</sup>. Nous délaissions momentanément l'interférence de la soulte. Le

---

<sup>1353</sup> Additif Technique échange de conditions d'intérêt ou de devises de mars 2007 de la Fédération Bancaire Française ; Jean-Pierre MATTOUT et Georges DIRANI, « swaps : les nouvelles conditions générales de l'AFB, analyse et portée juridique », B. n° 492 de mars 1989 p. 291. V. aussi le travail législatif : Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 22.

<sup>1354</sup> « *Lorsque les biens à échanger sont de valeurs différentes, le consentement réciproque des parties nécessaires à la perfection de la convention doit porter non seulement sur les biens à échanger, mais sur la soulte* » : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 20 juin 1989, arrêt *consorts Guilpain c/ Safer du centre et a.*, Bull. civ. III n° 145 p. 80, Defrénois 1990 art. 34765 p. 499 chron. Georges VERMELLE.

<sup>1355</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 27 nov. 1984, arrêt *soc. Orléanaise de literie et de mécanique c/ Entreprise Moritz*, Bull. civ. III n° 200 p. 154, D. 1985 J. p. 76.

<sup>1356</sup> Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets 912-4 n° 20.

<sup>1357</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 66. Les parties sont libres d'introduire une part d'aléa dans le contrat d'échange ou de l'utiliser comme un contrat aléatoire : Catherine CAILLÉ, « échange », Rép. Civ. D. n° 60 p. 11 ; Raymond LE GUIDEDEC et Laurent GRIFFON, « échange », J.-Cl. Civ. art. 1702 à 1707 n° 2 p. 4.

<sup>1358</sup> Cette décision indique qu'un contrat contenant uniquement les éléments constitutifs d'une vente, à savoir une chose et un prix, n'est pas un contrat mixte de vente et d'échange : Cass. Req., 26 fév. 1883, arrêt *Mérat-Burgeat c/ Ricard et a.*, D.P. 1883 1 p. 453. V. aussi cette affaire dans laquelle le contrat d'échange

principe originaire est qu'un contrat d'échange ne contient pas de référence à une contrepartie monétaire. Mais une réciprocité des prestations doit exister même s'il n'est pas fait référence au système monétaire classique<sup>1359</sup>. Il n'apparaît ni acheteur, ni vendeur, ni prix, d'où l'exclusion de la rescision pour lésion. Or le prix est l'essence même de la vente. La doctrine relève que la liste légale des choses susceptibles d'échange ne mentionne pas les sommes d'argent. Dès lors, elles ne devraient pas être l'objet du contrat d'échange<sup>1360</sup>. La doctrine renvoie à deux décisions rendues sur la nature des changes entre pièces et billets pour l'une et francs contre or encore considéré comme une monnaie pour l'autre. Elle concède que la qualification est finalement celle d'échange appréhendée comme une sous-catégorie regroupée sous l'appellation de contrat de change. Hors de ce tableau, elle nie tout principe général de validité des échanges de sommes d'argent par le droit. Elle conforte sa position avec l'étude de la notion de prix indispensable à la vente. Une somme d'argent est un prix dès lors qu'elle est considérée comme un moyen de paiement, « *le prix étant la valeur d'un bien en terme monétaires, le taux d'échange qui s'établit entre le bien et la monnaie* »<sup>1361</sup>. Elle n'est en revanche pas un prix si elle est assimilée à une marchandise. Elle souligne l'unanimité internationale puisque les auteurs étrangers reconnaissent cette distinction de qualification de la monnaie selon son but ou ses fonctions. Elle estime que la monnaie, dans un swap, est utilisée comme un moyen de paiement et non comme une marchandise d'où l'incompatibilité entre les deux notions. Cette doctrine refuse en conséquence de voir la somme d'argent transférée dans le cadre d'un swap comme une chose susceptible d'échange<sup>1362</sup>. Rémy LIBCHABER, auteur d'une thèse consacrée à une théorie générale sur la monnaie<sup>1363</sup>, a sondé de manière très fouillée la notion de monnaie. Il l'aborde à travers les contrats de change interne puis internationaux. Selon lui, celui qui sollicite la réalisation d'une opération d'échange intra-monétaire, en remettant un billet de 20 euros pour obtenir la monnaie de deux billets de 10 euros, achète en réalité une nouvelle répartition des supports monétaires. La monnaie ne doit pas être appréhendée de manière symétrique malgré une réciprocité des opérations dans ce type de situation. Le type de monnaie est différent de part et d'autre. Le pollicitant fait une offre de monnaie générique. La répartition de la monnaie qu'il offre n'a pour lui aucune importance. Seul compte le nombre d'unités de paiement objet de sa prestation. Mais le changeur serait dans une position inverse car il propose la répartition précisément souhaitée par le contractant et non la seule valeur ou le seul nombre d'unités. Celui qui demande le change achète à celui qui lui fait la monnaie le type de répartition voulue. Il indique que le plus souvent, ce service est gratuit, mais que ce n'est pas systématique. Ce type de contrat ne serait finalement rien d'autre qu'un contrat de vente. A notre avis, ce raisonnement pêche en ce qu'il ignore les caractéristiques essentielles du contrat de vente : une chose et un prix. Or ce n'est pas forcément ce contrat décrit par cet auteur. L'objet serait la répartition, la prestation. L'auteur est sur ce point un peu incertain dans son

---

dissimulait un contrat comprenant les caractéristiques de la vente : Cass. Req., 19 déc. 1938, arrêt *époux Thuery c/ Enregistrement*, S. 1939 I p. 87.

<sup>1359</sup> Principe rappelé par le TGI de Foix, 6 janv. 1998, décision *Min. public c/ Robert Evans et John McCulloch*, con. con. cons. av. 1998 n° 65 p. 17, RTDC 1998 p. 800 obs. Rémy LIBCHABER à propos d'un système d'échange local dans lequel les prestations fournies par certains membres recevaient en échange, non par de l'argent, mais une unité de mesure dénommée le Grain que le Tribunal a estimé être un crédit de valeur bien déterminé.

<sup>1360</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 67 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 19 ; T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », loc. cit. p. 293.

<sup>1361</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 67.

<sup>1362</sup> Ibidem p. 67.

<sup>1363</sup> Rémy LIBCHABER, « recherches sur la monnaie en droit privé », LGDJ 1992 n° 140 p. 112.

vocabulaire pour préciser ce qui est acheté. Mais où se situe le prix ? Il ne saurait être gratuit comme il l'indique car la vente est un contrat onéreux. Ce prix doit être sérieux. Ceci ne l'empêche pas d'être minime, mais il doit exister. Sinon, il n'y a pas de contrat de vente, mais peut être libéralité, don, contrat de bienfaisance ou autres.

Plus intéressant, il aborde le contrat de change entre deux monnaies différentes en indiquant que le raisonnement à suivre n'est guère différent de celui du change interne. Le demandeur au change remet une somme de monnaie pour laquelle il obtiendra des unités monétaires de provenance différente. Il apporte une monnaie générique, c'est-à-dire prise sous sa forme abstraite sans recherche de caractéristiques précises. Le changeur offre de la monnaie spécifique, c'est-à-dire définie par certaines caractéristiques comme une répartition précise. Ce faisant, il prend ses distances avec l'analyse traditionnelle présupposant que la monnaie nationale sur lequel s'effectue l'opération est toujours le prix de vente tandis que l'autre joue le rôle de marchandise. L'échange des euros contre des dollars à Paris est une opération d'achat de dollars. L'échange de dollars contre des euros à Paris est une vente de dollars. Si l'opération se réalise hors Etats-Unis ou zone-euro, elle est un échange. Cette analyse devient alternative, soit en achat, vente ou échange. Rémy LIBCHABER estime plus satisfaisante l'approche par la monnaie spécifique et générique qui sauve l'unité de l'opération. L'échange d'euros contre des dollars à Paris s'analyse comme un achat de dollars, l'échange de dollars contre euros comme un achat d'euros, et ceci fonctionne quelle que soit la localisation de l'opération.

**665.** Pour autant, ces raisonnements ne nous convainquent pas. Elles omettent la particularité financière du contrat de swap. Tout d'abord, le rejet de l'échange ne peut être justifié par la théorie intéressante de Monsieur LIBCHABER d'achat d'une monnaie. Chaque partie à un swap cherche à protéger la monnaie fournie à son contractant en en fixant le taux de change. La distinction entre obligation monétaire générique et spécifique devient inopérante. Pour chaque partie, la répartition de la monnaie demandée devient spécifique et celle apportée est générique. Il y a pour chaque partie une monnaie spécifique et une monnaie générique qui ne permet pas d'opérer de différenciation évidente. Envisageable en matière de change, elle devient impossible en matière de swap, chaque partie étant motivée par un objectif spécifique. Elle ne retrouverait toute sa force qu'à la condition que l'une des parties ne cherche pas un but particulier. Il est incommode de le déterminer à la seule lecture des contrats. D'ailleurs, il est impossible de se reposer, comme pourrait le suggérer en filigrane les développements de Rémy LIBCHABER, sur le pollicitant du contrat. La différenciation reposerait alors uniquement sur la qualité d'offreur ou non au contrat. Elle se transformerait en négation de l'opportunité de cette théorie, sauf à présumer que le demandeur est toujours celui qui recherche une monnaie déterminée. Ce serait également se mentir puisque toutes les parties peuvent désirer une monnaie spécifique. Face au contrat de swap, aucun de ces critères de distinction envisagé n'est effectif.

L'approche plus traditionnelle n'est pas plus satisfaisante. Pourquoi présupposer systématiquement que les montants remis lors d'un swap correspondent à un mode de paiement, à un prix, plutôt qu'à une unité de valeur, une marchandise ? Prenons un swap de devises. L'un remet des euros contre des dollars. A suivre le raisonnement précédent, les monnaies remises constituent un mode de paiement et donc à un prix. Soit, mais dans ce cas, nous avons affaire à la remise de deux prix. A quel type de contrat avons-nous affaire qui autorise le transfert de deux prix entre deux parties sans aucune contrepartie ? Rien ne résout cette incohérence flagrante. Il est alors erroné d'affirmer que l'un est un prix et l'autre une marchandise car la monnaie dans un swap ne peut être vu comme un moyen de paiement pour les deux prestations ou pas du tout. D'ailleurs, en envisageant que l'un est un prix et l'autre une marchandise, il faudrait nous donner le mode de distinction des deux engagements symétriques et similaires. Certes l'analyse traditionnelle de la monnaie qualifie de prix la

monnaie nationale. Mais en matière de swap, cette notion devient évanescence car ces contrats sont transnationaux et ne se focalisent pas forcément sur la monnaie nationale de l'une des contreparties. D'autant que même en l'appliquant, le contrat d'échange retrouve droit de citer quand aucune monnaie nationale sur un territoire donné n'est l'objet du contrat. Dans l'esprit des parties, il y a bien une remise de marchandises. Pourquoi imposer également l'idée que le contrat de change n'est qu'une sous-catégorie du contrat d'échange avec une portée limitée ? Que l'on échange de l'or contre du franc ou des pièces contre des billets, il n'existe pas de distinction fondamentale entre cette modalité et celle de remettre une devise contre une autre. Il y a contrat d'échange. Il n'en va pas autrement pour la remise initiale de devises lors d'un contrat de swap de devises. Elle est avant tout une remise de marchandises. Certes, elle est destinée plus tard à exécuter un paiement lors d'opérations extérieures au contrat de swap. Mais pour le contrat de swap en lui-même, elle n'est pas appréhendée comme un moyen de paiement mais comme une unité de valeur. La sémantique du contrat de swap est intéressante. Il est fait référence à un montant notionnel. Ainsi, dans l'esprit des parties, elles se remettent des unités de valeur. C'est pour se prémunir contre une évolution des valeurs des monnaies que ces conventions sont formées. La phase de restitution l'illustre. Elles se rendent les monnaies par rapport à la valeur de change qu'elles ont fixée. L'important n'est pas la restitution, mais la restitution au taux de change figé. Chaque partie a fixé la valeur de sa monnaie. Ceci démontre que la vision de la monnaie sous l'angle de l'unité de valeur prédomine. Si l'unité de paiement reprend son importance, c'est après l'exécution du contrat de swap, lorsque chaque partie dispose des monnaies reçues et qu'elles en usent. Mais cet usage est en dehors du contrat de swap lui-même. Ainsi, rien ne permet de refuser systématiquement la qualification de contrat d'échange pour les swaps.

**666.** La doctrine note que l'échange n'a pas pour objet d'éteindre une dette mais de remplacer dans un patrimoine un bien pour un autre. C'est bien ce qui se passe lorsque des devises sont échangées. Une devise remplace une autre dans le patrimoine des contractants d'un swap. Et c'est aussi ce qui arrive à nouveau au terme du contrat lorsque ces devises sont rendues. Dès lors, cet argumentaire sur l'impossibilité d'assimiler la remise d'une devise à une marchandise, et donc de la rapprocher systématiquement d'un prix, n'est pas pertinent. Enfin, il est loisible de citer une décision de justice qui accepte que des monnaies ou des taux puissent faire l'objet d'un contrat d'échange. Il s'agit d'un jugement du Tribunal de commerce de Paris du 28 octobre 1992 qui en conséquence de ce principe a admis une exception d'inexécution opposée par une banque à propos d'un swap de devises<sup>1364</sup>. Il justifie sa décision en analysant l'opération selon la convention cadre de l'Association Française des Banques la définissant comme « *l'opération par laquelle les parties s'échangent, selon un échéancier déterminé des paiements dans plusieurs devises, dont les montants sont soit définis à l'origine, soit calculés à partir de taux fixes ou de taux variables* ». Ainsi, le postulat refusé dès l'origine par cette doctrine n'est nullement confirmé en pratique. Il est vrai que cette décision isolée, car cette question est rarement traitée, ne peut valoir position de principe ferme et définitive. Elle demeure néanmoins un indice intéressant dont il faut actuellement se contenter.

**667.** Le deuxième argument s'arrête sur la problématique de la soulte. La soulte se glisse dans le contrat d'échange comme une somme d'argent versée au profit de l'un des contractants pour compenser la différence de valeur entre les biens échangés. Son insertion a posé l'interrogation de la modification de la qualification du contrat. Est-elle un prix dans l'accord susceptible de transformer le contrat d'échange, qui y est normalement allergique, en

---

<sup>1364</sup> T. Com. Paris, 28 oct. 1992, jugement *soc. Econocom Finance NV c/ Commerzbank AG*, BJBPF janv.-fév. 1993 p. 51 note Pascale BLOCH, RDBB n° 42 de mars-av. 1994 p. 4 note Thierry BONNEAU. Xavier ROHMER, « traitements juridique, comptable et fiscal des contrats d'échanges de taux d'intérêt ou de devises conclu par les établissements de crédit », O.F. n° 334 du 12 déc. 1994 p. 34.

contrat de vente ? La réponse apportée est très pragmatique. Elle dépend de l'apparition ou non d'une disproportion entre le montant de la soulte au regard de la valeur du bien fourni en échange. S'il n'y a pas de disproportion, l'obligation de verser la somme d'argent sera considérée comme accessoire à l'engagement de livrer le bien échangé. Le contrat d'échange subsiste. Au contraire, face à une disproportion, l'importance de la somme payée au regard de la valeur de la chose livrée par une partie confère à l'acte le caractère d'une vente<sup>1365</sup>. La doctrine relève que les swaps enfantent de soultes égales aux différences entre les paiements des parties. Des prix de vente apparaissent. Il est alors artificiel de qualifier une même chose de deux natures juridiques distinctes, le bien échangé de marchandise et la soulte de prix. Elle estime que la qualification de cette différence en soulte est maladroite. Elle l'explique par l'inadéquation de la qualification du contrat de swap en contrat d'échange<sup>1366</sup>. Cette doctrine ignore que ce constat provient de la nature spécifique de la monnaie. Il convient de la prendre en compte. Cette double qualification n'apparaît alors plus aussi choquante. De plus, elle oublie que le raisonnement suivi par la jurisprudence use de la théorie de l'accessoire s'il n'y a pas disproportion. Son rôle est justement d'étendre le régime juridique du principal à ce qui lui est accessoire et qui sans cela aurait été soumis à un autre régime juridique même si cette démarche semble peu naturelle.

Les auteurs reviennent sur l'effet de la disproportion de la soulte. Elle transforme l'échange en contrat de vente. Ils estiment que c'est ce qu'il advient pour un swap de taux d'intérêts. Une partie apporte une monnaie comme moyen de paiement et l'autre comme une marchandise selon le sens du différentiel du taux si son montant devient trop important<sup>1367</sup>. Cet argument tombe en présence de remises physiques réciproques de sommes d'argent au début et au terme du contrat. Si tel n'est pas le cas, il faut envisager le contrat dans son ensemble en tenant compte de ces échanges pour après apprécier l'importance du différentiel apparu lors des échanges intermédiaires d'intérêts. Ils ne peuvent représenter qu'une fraction de ces échanges intermédiaires dont le montant n'atteindra certainement pas le seuil nécessaire pour paraître disproportionné au regard de l'ensemble des échanges effectués.

**668.** Un autre argument avancé est que l'essence de la convention d'échange est l'équivalence<sup>1368</sup>. Les contractants d'un swap quêtent avant tout une différence entre les prestations. L'important est le solde émanant de la soustraction entre les prestations monétaires. Pour les swaps de taux d'intérêt, le contrat renvoi à un montant notionnel absolvant presque tout le temps les parties des versements initiaux des montants monétaires. Seuls les flux financiers calculés d'après les taux d'intérêts sont réciproquement versés. Ils ne sont pas identiques. A quoi cela servirait-il d'ailleurs ? Ces paiements font forcément naître

<sup>1365</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 26 juin 1973, arrêt *consorts Saguier c/ Carbonnaux*, Bull. civ. III n° 436 p. 317, RTDC 1974 p. 145 note Yvon LOUSSOUARN ; Cass. com., 15 mars 1977, arrêt *époux Vignon c/ Revol et a.*, Bull. civ. III n° 120 p. 93 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 9 janv. 1991, arrêt *M<sup>me</sup> Bidlingmayer et a. c/ Michel et a.*, Bull. civ. III n° 18 p. 11, D. 1991 I.R. p. 37, Defrénois 1991 art. 35 004 p. 423 chron. Georges VERMELLE ; Paris, 21 oct. 1933, arrêt *Epoux Barrotteaux et a. c/ Dessaint*, D.H. 1933 p. 577 ; Cass. civ., 30 oct. 1950, arrêt *Hospices civils de Lyon c/ Veuve de Songeons*, D. 1950 J. p. 750 note Roger LENOAN ; Cass. civ., 10 fév. 1926, arrêt *Adm. de l'enregistrement c/ Guibert*, R.H. 1926 I p. 203 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 15 mars 1977, arrêt *époux Vignon c/ Revol et a.*, Bull. civ. III n° 120 p. 93, rev. Loyer 1977 p. 328.

<sup>1366</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 68 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 19.

<sup>1367</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 68 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 19.

<sup>1368</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 68 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 19 ; Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets 912-4 n° 20.

une différence. Elle est sciemment organisée et voulue car les parties savent qu'elles peuvent gagner ou perdre plus que leurs prévisions. Elle est surtout inconciliable avec l'équivalence constitutive du contrat d'échange. Cette affirmation prend d'autant plus de force quand les parties sont animées d'une intention spéculative. En revanche, elle n'est plus systématique lorsque les parties se protègent en améliorant leurs conditions d'endettement. Le swap d'intérêt est équilibré dans leur esprit. Les deux parties tirent de ce contrat une amélioration personnelle et réciproque de leur situation d'endettement en accédant toutes les deux à un crédit à un coût moins élevé que celui auquel elle pouvait prétendre chacune de leur côté. Ce différentiel symbolise alors cette équivalence et peut suffire à caractériser le contrat d'échange. La force de cet argument perd de sa pertinence pour un swap de devises différentes. Non seulement les devises sont transmises, mais les parties préparent l'équivalence en figeant le taux de change. L'équivalence naît de la volonté d'esquiver les déséquilibres des marchés. Pour ces swaps, l'apparition d'un différentiel de taux d'intérêt ne suffira pas à accoucher d'un déséquilibre suffisamment conséquent pour remettre en cause l'équivalence au regard de l'opération globale.

**669.** Ces auteurs ajoutent que les parties ne se contentent pas strictement d'obtenir la situation de l'autre, à s'échanger simplement des droits ou des biens, mais à modifier leurs propres situations. Cette mutation n'est pas exclue du contrat d'échange. Il peut porter sur une chose d'une même nature, mais aussi sur des choses d'une nature différente parmi les choses corporelles, incorporelles, meubles, immeubles, voir sur des droits démembrés, servitudes, des créances ou encore des droits intellectuels. Dès que l'échange ne porte pas sur des droits réels similaires, la composition des patrimoines des échangistes est modifiée. Une convention d'échange peut améliorer et augmenter la valeur des patrimoines des parties. L'échange de biens immobiliers d'une valeur analogue peut engendrer pour l'une ou les deux parties un enrichissement sérieux des patrimoines lorsque la situation du bien entrant apporte une conséquente plus value. Ainsi, la situation d'un coéchangiste peut sérieusement muer après un échange d'une valeur équivalente. Cet argument n'est pas déterminant.

**670.** L'exécution du swap par versement du différentiel pose la question de la reconnaissance des modalités de l'échange. Les deux parties doivent se donner réciproquement des sommes d'argent. Le différentiel ne laisse apparaître qu'un seul flux financiers alors que deux transferts devraient être visibles. Où se situe l'échange lorsqu'une seule remise est effectuée ? La justification avancée serait que cet unique flux proviendrait du résultat d'une compensation<sup>1369</sup>. Des objections ont été émises quant à la pertinence de ce raisonnement car la compensation est un mode d'extinction des créances présupposant la confrontation de deux créances mutuelles entre les parties. Elle éteint les créances sans transfert alors que l'échange nécessite le transfert de la propriété<sup>1370</sup>. Cumuler les deux est contradictoire.

**671.** D'autres n'admettent l'échange pour un swap de taux d'intérêt que si chaque contractant est titulaire de la créance d'intérêt<sup>1371</sup>. Chaque partie s'échangerait les intérêts

---

<sup>1369</sup> Francis MEYRIER, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », loc. cit. n° 42 p. 27 ; Jean-Pierre MATTOUT, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 29.

V. également : « deux parties ayant contracté des emprunts selon des modalités de taux d'intérêt différentes s'échangent les services de leur dette en compensant périodiquement le montant des intérêts, dont elles deviennent ainsi mutuellement redevables » : CAA Paris, 6 oct. 2010, arrêt soc. *Suez France* préc.

<sup>1370</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, « le contrat d'échange », loc. cit. n° 29 p. 274 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 69.

<sup>1371</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1087 p. 648 ; Franck AUCKENTHALER, « instruments financiers à terme », J.-Cl. B. fasc. 2050 n° 37 p. 9.

reçus d'un tiers. Ces auteurs ne le tolèrent alors qu'en présence d'un swap de taux d'intérêt placeur en omettant les swaps d'endettement. Les parties s'échangent les conditions d'intérêts de leurs dettes envers un tiers. Cette doctrine dénonce les difficultés et problématiques de l'échange de dettes qui réclama l'application de l'article 1690 du code civil<sup>1372</sup>. Dans les deux cas, cet argument imagine que le swap est un échange de créances ou de dettes. Ce postulat est faux. Certes, lorsqu'elles sont débitrices d'un taux d'intérêt, les parties vont intervertir entre elles le paiement de l'intérêt. Mais elles le font entre elles sans intervention des tiers débiteurs ou créanciers de l'intérêt. A ce stade se pose également la question de l'objet réellement échangé dans ce contrat. L'échange de taux d'intérêt ne débouche pas sur un échange direct de l'indice qui est immatériel, impalpable et n'est pas susceptible d'appropriation. Les taux d'intérêt ou les indices s'appliquent à un montant nominal pour se matérialiser sous la forme de sommes d'argent ou de flux monétaire. Les conventions d'échange classiques ne demandent pas cette intermédiation. L'échange d'un droit de propriété intellectuelle ne réclame pas une conversion en somme d'argent. Ce droit et ses prérogatives sont transférés au cocontractant qui les exerce directement comme le titulaire. L'échange repose sur la propriété. L'échangiste doit être propriétaire ou titulaire du bien ou du droit échangé pour en faire la dation. Or ce taux ou cet indice ne peut être en lui-même l'objet de ce transfert. Et pourtant, ils occupent une place prédominante dans la vie économique. Leur transmission ou application effective impose leur transcription en espèces monétaires. Que penser lorsque l'exécution de l'échange ne donnerait lieu qu'à des versements de différentiels toujours exécutés dans le même sens ? L'échange serait transparent. Il entraîne normalement les sorties et entrées de biens ou de droits d'un patrimoine à un autre. Le taux d'intérêt n'est pas un bien intégré dans un patrimoine. Seules les valeurs qu'il fait naître peuvent ainsi être qualifiées. Les échanges ne sont visibles qu'avec transmission effective et corrélatives des fonds entre les parties. Cette concomitance n'existe pas si seuls des différentiels sont versés. Il n'y a pas de difficulté en cas de remises de devises.

**672.** Le bilan est mitigé. Les arguments niant l'assimilation du swap à un contrat d'échange sont inégalement probants. Leur éloquence dépend de la nature du swap. Ils trouvent une efficacité maximale en présence de contrat sans remises physiques ou s'exprimant par remises de différentiels. Ils perdent de leur force en présence d'un échange de devises différentes avec remises initiales. Il devient délicat d'établir la nature de ce qui est échangé et d'en expliquer le mécanisme avec certitude. Si quelques auteurs citent le swap comme exemple de contrat d'échange sans véritablement approfondir la notion<sup>1373</sup>, rare sont ceux qui après étude persistent à défendre cette théorie<sup>1374</sup>. Plus nombreux sont ceux qui limitent l'assimilation aux seuls contrats de swaps de devises et le nient en présence d'un différentiel<sup>1375</sup>. Il est indiscutable que nous sommes face à une impasse. Aucune hypothèse ne

---

<sup>1372</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1087 p. 648.

<sup>1373</sup> Catherine CAILLÉ, « échange », Rép. Civ. D. n° 5 p. 2 ; Raymond LE GUIDEC et Laurent GRIFFON, « échange », J.-Cl. Civ. art. 1702 à 1707 n° 3 p. 4 ; Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », op. cit. n° 246 p. 193 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNES et Pierre-Yves GAUTIER, « les contrats spéciaux », op. cit. n° 805 p. 457.

<sup>1374</sup> Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », op. cit. n° 446 p. 435 et « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », loc. cit. p. 24 ; Xavier ROHMER, « traitements juridique, comptable et fiscal des contrats d'échanges de taux d'intérêt ou de devises conclu par les établissements de crédit », loc. cit. p. 34. En expliquant qu'il est un contrat d'échange de risque : Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 94 p. 26.

<sup>1375</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », op. cit. n° 1087 p. 648 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés

répond pleinement à la variété des situations générées par les swaps. En dernière extrémité, les plus virulents des opposants à cette requalification s'arrêtent à la qualification de contrat *sui generis*.

### **3. L'hypothèse retenue : un contrat *sui generis*.**

**673.** C'est vers cette qualification que se tourne en désespoir de cause la doctrine. Elle estime que « *les swaps ne peuvent être réduits à aucun contrat nommé du code civil* »<sup>1376</sup>. Même si elle indique qu'il existe une base commune et des similitudes très grandes entre toutes les formes de swaps, celles-ci ne peuvent se résoudre à aucune autre. Il est un contrat *sui generis*<sup>1377</sup>. Quelques divergences, sans lendemain, se font jour. Un auteur, sans plus argumenter, se prononce en faveur d'obligations pécuniaires croisées<sup>1378</sup>. Un autre, en l'absence de transfert de principal, énonce l'hypothèse de l'accord de reprise interne<sup>1379</sup>. Il s'inspire du droit allemand qui admet la cession de dette et la classe en trois catégories, la reprise de dette interne, la reprise cumulative et la reprise parfaite. Dans la reprise interne, le nouveau débiteur s'engage envers le débiteur originaire à payer sa dette. Le créancier reste en dehors de l'accord. Il n'a pas changé de débiteur. Il ne peut s'en prévaloir et cet accord ne peut lui être opposé. Par la reprise cumulative, le créancier cumule un deuxième débiteur sans perdre l'ancien en acceptant la reprise du nouveau débiteur en faveur de l'ancien. Dans la reprise parfaite, le créancier donne son accord à la substitution de débiteur puisque l'ancien débiteur est libéré de la dette<sup>1380</sup>. Si cette qualification est séduisante à plus d'un égard et pourrait s'étendre au « credit default swap », elle trouve quelques limites. Elle n'est pas reconnue en droit français. Sous cet angle, elle s'avère vaine. Ensuite, elle présuppose l'existence d'une dette, c'est-à-dire une véritable opération économique sous-jacente. Cette dette n'existe pas toujours. Certains, toujours en l'absence de remises physiques, inclinent vers celle de pari financier légalement autorisé<sup>1381</sup>. Pour autant, il ne nous semble pas que cette conclusion puisse être définitive. Certains des arguments avancés présentent une portée restreinte. Ils ont la faiblesse de ne pas pouvoir s'appliquer à la totalité des situations

---

financiers », op. cit. n° 166-2 p. 252 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », loc. cit. n° 30 p. 32.

<sup>1376</sup> Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 70 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 19.

<sup>1377</sup> Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets 912-4 n° 20 ; Frédéric PELTIER, « marchés financiers et droit commun », op. cit. n° 263 p. 151 ; Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », op. cit. p. 70 ; Pierre-Yves CHABERT, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », loc. cit. p. 27 ; Franck AUCKENTHALER, « instruments financiers à terme », J.-Cl. B. fasc. 2050 n° 37 p. 9. Ne retiennent aucune hypothèse sans pour autant se rallier à celle de *sui generis* : Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 31 ; Hubert DE VAUPLANE et Jean Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 702 p. 632 ; Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », op. cit. n° 701 p. 270.

<sup>1378</sup> J.T. BROWN, « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », loc. cit. p. 293.

<sup>1379</sup> Antoine GAUDEMET, « les dérivés », op. cit. n° 71 p. 34.

<sup>1380</sup> Jean-Luc AUBERT, « cession de dette », Rép. Civ. D. n° 8 p. 2 ; Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », op. cit. n° 1438 p. 781 ; Jacques GHESTIN, Marc BILLIAU, Grégoire LOISEAU, « Traité de droit civil, le régime des créances et des dettes », L.G.D.J. 2005 n° 371 et s. pp. 407 et s.

<sup>1381</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 166-2 p. 152 ; Alexis CONSTANTIN, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », loc. cit. n° 30 p. 32.

proposées par les contrats de swaps. Cette remarque laisse supposer que le contrat d'échange n'est peut être pas forcément à ignorer, mais pas en état. Il faut lui agréger d'autres composantes.

## B. Le contrat de swap, un mélange de plusieurs contrats civils.

**674.** Le résumé des débats sur le contrat d'échange montre que raisonner à partir de cette seule figure ne sera jamais satisfaisant même si les arguments pour s'y opposer comportent des lacunes. Le swap est une opération plus compliquée, dans l'exécution des différentes obligations, que ne le laisse entrevoir sa description. Il s'exécute en trois phases. Il devra être intégré à une construction juridique qui offre cette particularité. Il deviendra judicieux d'agglomérer plusieurs figures juridiques simples. Au son sein, la deuxième phase doit autoriser les parties à faire ce qu'elles veulent des biens remis durant cette période. Elle doit permettre l'usage du sous-jacent.

### 1. La séduction du contrat d'échange.

**675.** Un point commun se dégage de la longue énumération des pistes suivies par la doctrine. Les parties se consentent des obligations de même nature, identiques, qui se superposent. Elles se font miroir, se reflètent l'une dans l'autre. Elles sont similaires. Si l'une accepte de verser une somme d'argent, l'autre en fait de même. Si l'une renonce à faire concurrence à l'autre, elle reçoit la même assurance du bénéficiaire de son engagement. Si l'une doit donner, elle profitera aussi d'une dation. Lorsque plusieurs obligations sont adoptées par l'une des parties, elle profitera d'engagements identiques en nombre et en nature. Il n'est pas possible de trouver un engagement principal chez l'une des parties qui ne soit pas repris par sa contrepartie en sa faveur. C'est pourquoi, la doctrine a imaginé le concept de contrats croisés pour réintroduire ce parallélisme dans les contrats qui en étaient dénués. A défaut, la doctrine liait en un ensemble indivisible deux qualifications différentes présentant des caractéristiques similaires, comme le contrat de prêt et de gage. D'autres conventions que le contrat d'échange installant ces engagements réciproques de même nature ne sont pas détectables à l'état brut dans le code civil. Dans ce contexte, le contrat d'échange prend une coloration particulièrement séduisante. Il évite de se rabattre sur ce concept de contrats croisés. D'instinct, il est celui qui ressemble le plus au swap. Peut-être ne faudrait-il pas abandonner totalement cette hypothèse ? Le charme de cette convention est éclatant. Un auteur y est sensible lorsqu'il se propose d'insérer une nouvelle qualification au sein du code civil pour élaborer un régime juridique unifié pour tous les swaps et « dérivés de crédit ». Cette nouvelle qualification est construite et repose sur le contrat d'échange, mais un contrat d'échange de risque<sup>1382</sup>.

Comme cet auteur le subodore, la seule qualification de contrat d'échange est insuffisante. Les contrats financiers s'avèrent plus complexes que les figures juridiques classiques auxquelles nous sommes couramment confrontés. Le contrat de swap dépasse la notion de contrat d'échange basique. Il s'en dégage un autre point commun quant à la nature des engagements.

---

<sup>1382</sup> Marc FAVERO, « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », loc. cit. n° 1899 p. 13 et « de l'intérêt d'un nouveau contrat nommé : le contrat de transfert de risque », loc. cit. n° 1222 p. 2308.

## 2. Le contrat de swap et l'usage.

**676.** Un autre point commun concerne la nature des engagements pris dans un swap. Les contractants s'autorisent mutuellement à utiliser quelque chose. L'usage est un attribut juridique déterminant de cette convention. Dans un swap de devises, les parties souscrivent l'usage de devises différentes. Elles entrent en possession des devises pour en user selon leurs besoins durant le délai fixé. A l'issue du contrat, elles se les rendent selon le taux de change initialement fixé. Dans un swap d'intérêts, chaque contractant accède au taux dont profite l'autre. Par le terme accéder, il faut comprendre que chaque partie va profiter du taux d'intérêt de son interlocuteur en lui versant un flux monétaire traduisant ce taux. Chaque contractant use de la sorte du taux d'intérêt de son partenaire. Il en va ainsi pour une utilisation passive de la somme, les partenaires ont la qualité d'emprunteur, mais aussi pour une utilisation active des fonds. Ils ont la qualité de prêteur ou d'investisseur. Le swap assure un niveau minimum de revenus. La notion d'usage prédomine. La qualification recherchée devra lui laisser la part belle. En invoquant la notion d'usage et de fruits, nous abordons le rivage de la distinction tripartite des pouvoirs de propriétés, l'*abusus*, l'*usus* et le *fructus*. Le swap se focaliserait surtout sur l'*usus* et *fructus*. Le renvoi à la notion d'usufruit est implicite. Le postulat implicite de ce constat est qu'une somme d'argent intègre un taux d'intérêt, le temps c'est de l'argent, et éventuellement un taux de change lorsqu'elle se trouve placée au niveau international. Mais ce présupposé ne soulève pas de d'embarras.

### a. L'usufruit.

**677.** Pour procéder à cette analyse, il est indispensable d'éclaircir la notion d'usufruit. Selon l'article 578 du code civil, il est « *le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à la charge d'en conserver la substance* ». Il organise la cession de deux des droits démembrés de propriétés, l'usage de la chose (*usus*) et la jouissance de la chose (*fructus*). Ce terme compile les mots *usus* et *fructus*<sup>1383</sup>. L'autre partie, le nu-propiétaire, conserve l'*abusus*, le droit de disposer de la chose. Il se limite à la négociation ou la transmission du bien. Il ne peut porter atteinte à son intégrité afin de respecter les droits de l'usufruitier. L'usufruit est légal ou conventionnel. Il est un droit réel tantôt gratuit tantôt onéreux. Il est nécessairement aléatoire en raison de son caractère viager, même si un terme certain est fixé<sup>1384</sup>. Il est intrinsèquement temporaire<sup>1385</sup> sinon il réduirait à néant le droit du nu-propiétaire interdit à jamais de reprendre la totalité des droits démembrés sur sa propriété. Un droit à perpétuité n'est pas un usufruit<sup>1386</sup>. Dans tous les cas, il prend fin au plus tard lors du décès de l'usufruitier lorsqu'il est consenti pour

<sup>1383</sup> Paulette VEAUX-FOURNERIE, « usufruit, caractère et sources », J.-Cl. Civ. art. 578 à 581 fasc. 10 n° 1 p. 3.

<sup>1384</sup> Ibidem n° 87 p. 25 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 11 p. 2.

<sup>1385</sup> Paulette VEAUX-FOURNERIE, « usufruit, caractère et sources », J.-Cl. art. 578 à 581 fasc. 10 n° 67 p. 20 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 4 p. 2 ; Suzel CASTAGNÉ, « usufruit, quasi-usufruit : une nouvelle mise au point », JCP N 2000 n° 13 p. 577 ; Christian ATIAS, « droit civil, les biens », Litec 10<sup>ème</sup> édition 2009 n° 217 et 220 pp. 157 et 160.

<sup>1386</sup> Cass. civ., 10 mai 1950, arrêt *Carlou c/ Commune de Beuil*, D. 1950 p. 482 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 18 janv. 1984, arrêt *Syndicat des copropriétaires de l'immeuble 197 boulevard de la libération à Marseille c/ Consorts Olive et a.*, Bull. civ. III n° 16 p. 12, D. 1985 J. p. 504 note Frédéric ZÉNATI, JCP 1986 II n° 20547 obs. Jean-François BARBIÈRI ; Tribunal Civil de Pont-l'évêque, 23 mars 1954, jugement *Aumont c/ Veuve Gaugain*, D. 1950 p. 482.

une personne physique. Lorsque l'usufruitier meurt avant le terme extinctif certain stipulé, l'usufruit s'achève<sup>1387</sup> et le droit de propriété reprend forme sur la tête du nu-propiétaire. L'article 619 du code civil prévoit son extinction au bout de trente ans si l'usufruitier est une personne morale. Il peut s'éteindre dès sa dissolution indépendamment de cette limite temporelle maximale.

**678.** L'article 599 du code civil énonce l'idée d'une autonomie entre les droits de l'usufruitier et du nu-propiétaire. Il interdit les empiètements du nu-propiétaire sur les droits de l'usufruitier et prohibe ceux de l'usufruitier sur les droits du nu-propiétaire. L'usufruit, droit réel, offre à l'usufruitier certaines prérogatives sur le ou les biens définis dans la convention. L'article 581 du code civil précise que l'usufruit « *peut être établi sur toute espèce de biens meubles ou immeubles* ». Il s'applique de plus à des biens incorporels voir des universalités. Il concède à l'usufruitier la faculté d'user de la chose et d'en jouir, c'est-à-dire d'en percevoir les fruits. Un bien ou un droit produira des fruits et des produits. Les fruits représentent ce que le bien rapporte périodiquement sans altération de sa substance. Les produits désignent un bénéfice exceptionnel sans caractère périodique appauvrissant sa moelle. L'usufruitier n'a pas le droit aux produits puisqu'il ne doit pas altérer le contenu ou la substance de la chose, mieux, il doit la conserver<sup>1388</sup>. Les fruits sont soit naturels, produits spontanés de la terre ou produit et croît des animaux, soit industriels, obtenus par la culture et les fruits civils des loyers des maisons, intérêts des sommes exigibles, arrérages des rentes et les loyers des baux à ferme. Les premiers se perçoivent au moment de la récolte. Les fruits civils sont réputés s'acquérir au jour le jour. Ils appartiennent à l'usufruitier à proportion de la durée de son usufruit selon l'article 586 du code civil. La durée de cette jouissance, base du calcul, est déterminée par la volonté des parties. A défaut d'indication contractuelle, il est censé débiter le jour de la convention.

**679.** La convention d'usufruit, en modifiant la répartition des droits sur un bien, dote forcément l'usufruitier de pouvoirs sur la chose en les enlevant au propriétaire<sup>1389</sup>. Il doit procéder aux actes de conservation. Il ne peut disposer des biens soumis à l'usufruit mais de l'usufruit lui-même, c'est-à-dire des droits acquis. La cession de l'usufruit peut être prohibée par une clause d'inaliénabilité à la condition qu'elle soit limitée et d'un intérêt sérieux et légitime. L'usufruitier peut le donner, le céder ou l'apporter en société. La vente ou la donation d'une chose objet de l'usufruit est impossible. Il ne doit pas en altérer la substance ni en modifier sa destination. Il doit tout faire pour sa conservation, même l'assurer. L'obligation de jouir en bon père de famille est propter rem, propre à l'usufruit, même si elle n'est pas mentionnée formellement. Il encourt la déchéance de l'usufruit lorsque le fonds est dégradé ou déperit faute d'entretien.

**680.** L'usufruitier, avant l'entrée en jouissance, est tenu de procéder à certaines obligations<sup>1390</sup>. Il devra effectuer un inventaire contradictoire notarié ou sous-seing privé. Il sera superflu si l'usufruit porte exclusivement sur des créances énumérées et spécifiées dans l'acte constitutif, s'il existe un état descriptif et estimatif dressé par des experts ou si les biens

---

<sup>1387</sup> Cass. civ., 18 juil. 1923, arrêt *consorts Bougère c/ Adm. de l'enregistrement*, D.P. 1931 p. 75 ; Cass. Chambre réunies, 16 juin 1933, arrêt *administration de l'enregistrement c/ consorts Bougère*, D.H. 1933 p. 393.

<sup>1388</sup> Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 117 p. 8 ; Paulette VEAUX-FOURNERIE et Daniel VEAUX, « prérogatives de l'usufruitier, droit de l'usufruitier : jouissance et usage », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 10 n° 3 p. 4 ; Caroline SIFFREIN-BLANC, « usufruit, prérogatives de l'usufruitier, pouvoir de l'usufruitier », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 20 n° 25 p. 6 ; Christian ATIAS, « droit civil, les biens », op. cit. n° 228 p. 165.

<sup>1389</sup> Caroline SIFFREIN-BLANC, « usufruit, prérogatives de l'usufruitier, pouvoir de l'usufruitier », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 20 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 136 p. 9.

<sup>1390</sup> Geneviève THOMAS-DEBENEST, « usufruit : droit et obligation de l'usufruitier avant son entrée en jouissance », J.-Cl. Civ. art. 600 à 604 fasc. 60 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 286 p. 20.

ont été déterminés par une décision de justice. L'usufruitier devra fournir caution sauf dispense contractuelle. Il doit s'astreindre à certaines obligations en cours de jouissance<sup>1391</sup> comme acquitter les charges attribuées par les articles 608 et 609 du code civil. Il devra acquitter les charges ordinaires. Les charges extraordinaires reviennent au nu-propiétaire. Cette répartition est supplétive, les parties pouvant l'agencer différemment.

L'usufruit prend fin classiquement<sup>1392</sup> par le décès de l'usufruitier ou le terme du contrat. Le décès met fin prématurément à la convention. Il peut s'achever par des causes accidentelles comme la perte de la chose, la prescription ou la renonciation, l'anéantissement de l'acte constitutif de l'usufruit, la consolidation par réunion sur une même tête des qualités d'usufruitier et de nu-propiétaire. Des causes d'extinctions spécifiques comme la déchéance ou la conversion de l'usufruit peuvent mettre un terme au contrat.

La fin du contrat entraîne la restitution du bien en nature dans l'état dans lequel il l'a reçu sans répondre d'une usure banale pour laquelle il ne doit aucune indemnité au nu-propiétaire. Celui-ci ne peut en réclamer aucune au nu-propiétaire dispensé de toute obligation à l'échéance du contrat selon l'article 599 du code civil.

#### b. Le quasi-usufruit.

**681.** Une somme d'argent peut être l'objet d'une somme d'argent. L'usufruitier a vocation à percevoir les intérêts produits. L'usufruit d'une somme d'argent nous intéresse au premier chef lorsque le swap concerne un échange de revenus de somme d'argent ou les intérêts dus au titre de l'emploi de cette somme comme un prêt. Elles ne reçoivent pas un actif correspondant aux intérêts dégagés par l'utilisation d'une somme d'argent mise à la disposition d'un tiers, mais versent au contraire des flux monétaires représentatifs d'un taux d'intérêt payé à un prêteur. Ce flux est le passif d'une somme d'argent, le prix du droit de l'utiliser pour un temps limité concédé par un prêteur. Le swap détient cette spécificité de permettre l'usage, par le transfert de flux financiers, d'un passif ou d'un actif d'une somme d'argent. Ce même intérêt, appréhendé d'une manière différente, est le centre du swap. Dans un cas, il est une source de revenus et d'augmentation du patrimoine pendant que dans l'autre il est le coût d'utilisation d'une somme d'argent. Il est ce prix appréhendé à la fois comme une dette pour le débiteur, un passif, et une créance pour le créancier, un actif. L'usufruit est consenti sur une somme d'argent vu, selon la nature du swap, tantôt comme un actif prêté qui rapporte une rémunération équivalente à des fruits avant d'être restitué, tantôt comme un passif comme le prix acquitté pour la mise à disposition de cette somme avant son remboursement.

**682.** L'usufruit de sommes d'argent est doté de quelques règles spécifiques et dérogatoires du droit commun<sup>1393</sup>. L'argent, par sa nature, s'assimile aux choses consommables dont l'usage provoque la consommation. Cette consommation, quand elle ne se

---

<sup>1391</sup> Mélanie PAINCHAUX, « usufruit : obligations de l'usufruitier en cours de jouissance », J.-Cl. Civ. art. 605 à 616 fasc. 70 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 340 p. 23.

<sup>1392</sup> Paulette VEAUX-FOURNERIE et Daniel VEAUX, « fin de l'usufruit », J.-Cl. Civ. art. 617 à 624 fasc. 80 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 438 p. 30 ; Christian ATIAS, « droit civil, les biens », op. cit. n° 249 p. 176.

<sup>1393</sup> Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 194 p. 13 ; Emmanuel DOCKÈS, « essai sur la notion d'usufruit », RTDC 1995 p. 479 ; Pierre SIRINELLI, « le quasi-usufruit », P.A. n° 87 du 21 juil. 1993 p. 30 et n° 89 du 26 juil. 1993 p. 4 ; Suzel CASTAGNÉ, « maîtriser l'utilisation du quasi-usufruit », JCP N 1997 n° 4099 p. 987 et « usufruit, quasi-usufruit : une nouvelle mise au point », JCP N 2000 n° 12 p. 533 et n° 13 p. 577 ; Michel GRIMALDI, « l'emploi des deniers grevés d'usufruit », Defrénois 1999 n° 36 939 p. 193 ; François SAUVAGE, « les nouvelles frontières du quasi-usufruit », JCP N 2000 n° 16 p. 691.

traduit pas par une destruction physique du bien, entraîne au minimum sa sortie du patrimoine de celui qui le consomme. Il se signale sous l'appellation de quasi-usufruit<sup>1394</sup>. Il bouleverse l'usufruit classique car il emporte le droit pour l'usufruitier de disposer de la chose objet de la convention pour s'en servir. Le quasi-usufruitier peut placer ou dépenser l'argent objet de l'usufruit. Il offre au quasi-usufruitier une position favorable. Il bénéficie de l'*abusus* en sus de l'*usus* et du *fructus*. L'apparence du démembrement de la propriété s'estompe. La consomptibilité débouche sur un transfert intégral du droit de propriété. La convention autorise une mise à disposition de la chose assortie d'une obligation de restitution par équivalent. Le quasi-usufruitier se rapproche d'un propriétaire, il faudrait parler de quasi-propriété. Réciproquement, le nu-propriétaire est dépouillé de tout droit réel sur cette chose. Il se transforme en un simple créancier de l'usufruitier, et qui plus est, un créancier chirographaire. Il est titulaire d'une simple créance de restitution à la fin de l'usufruit.

Une convention constitutive peut créer le quasi-usufruit. Mais il peut naître en cours d'exécution d'un usufruit lorsque la chose objet de l'usufruit est remplacée par un bien consommable, comme une indemnité d'assurance se substituant à un bien détruit. Il est conventionnel pour un swap.

**683.** Le quasi-usufruitier supportera le risque de perte de la chose. Il sera soumis à l'obligation de restitution même en cas de disparition de la chose. Ses prérogatives lui permettent d'aliéner ou de détruire la chose sans autorisation. Il ne craint aucune déchéance pour abus de jouissance car l'exécution du quasi-usufruit entraîne sa destruction. Il existe des bornes à cette liberté. Le quasi-usufruitier ne peut abuser de son droit, comme s'en servir dans l'intention de nuire ou de le détourner de sa finalité ou de sa fonction sociale. Il doit respecter strictement les clauses contractuelles encadrant l'usage d'une somme d'argent à placer et non à dilapider. L'article 587 du code civil prescrit impérativement au quasi-usufruitier de rendre soit des choses de même quantité et qualité soit la valeur de la chose à la date de restitution lors de l'achèvement du contrat. Il choisit les modalités de la restitution, en quantité et qualité ou en valeur. La fixation de la date de l'évaluation à la fin de l'usufruit sauve le nu-propriétaire, qui ne jouit ni de la chose ni de ses fruits, de la dépréciation monétaire. En réalité, l'application de cette règle peut être source d'injustice car la valeur de la chose peut avoir baissée. L'usufruitier se libérera à un prix modeste alors qu'il a pu profiter d'une chose fortement évaluée au moment de la constitution de l'usufruit en raison de son utilité ou de sa rareté. Cette dépréciation est imprévisible en ce qu'elle est due non à la nature de la chose, mais à sa place dans l'économie, aux goûts et mouvements de mode ou encore à l'évolution des techniques ou de la société. Ceci nous écarte du quasi-usufruit. En présence d'une somme d'argent, le principe du nominalisme monétaire interfère avec le quasi-usufruit. Il impose la restitution du seul montant initial. Actuellement, la Cour de Cassation refuse d'appliquer la réévaluation à la restitution au quasi-usufruit<sup>1395</sup>. C'est la quantité monétaire déterminée au jour de la constitution de l'usufruit qui sera rendue au jour de l'exécution de la restitution. Le

---

<sup>1394</sup> « L'usufruit ne revêt la forme d'un quasi-usufruit que lorsqu'il porte sur les derniers qui existaient dans la succession au jour du décès et non lorsqu'il s'exerce sur d'autres biens qui ne sont pas consommables par le premier usage » : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 7 juin 1988, arrêt *M<sup>me</sup> Rièrre c/ Consorts de Glos*, Bull. civ. I n° 181 p. 126, Defrénois 1988 art. 34372 p. 1381 note Georges MORIN. V. aussi : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 av. 1991, arrêt *M. Illel c/ M<sup>me</sup> Arie*, Bull. civ. I n° 129 p. 86 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 12 nov. 1998, arrêt *M<sup>me</sup> Malet c/ Consorts Baylets*, Bull. civ. I n° 314 p. 217, D. 1999 J. p. 167 note Laurent AYNÈS, D. 1999 J. p. 633 note Dominique FIORINA, JCP 1999 I n° 120 p. 524 n° 29 chron. Hugues PÉRINET-MARQUET, JCP 1999 II n° 10027 p. 336 note Stéphane PIEDELIÈVRE, JCP N 1999 p. 351 note Henri HOVASSE, RTDC 1999 p. 423 note Frédéric ZENATI, RTD com. 1999 p. 459 note Michel STORCK, D.S. janv. 1999 n° 17 p. 21 note Henri HOVASSE, BJS mars 1999 § 83 p. 397, RDBF n° 71 janv.-fév. 1999 p. 1 obs. Henri HOVASSE.

<sup>1395</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 fév. 1980, arrêt *La Burthe c/ Dame Bourdais*, Bull. civ. I n° 63 p. 52, D. 1980 IR p. 482 obs. André ROBERT, Gaz. Pal. 1980 2 pan. p. 372, RTDC 1980 p. 789 n° 3 note Claude GIVERDON.

risque de dépréciation est subi par le nu-propiétaire. Pour lui épargner ce désagrément, il serait préférable que le titre constitutif de l'usufruit insère, si cela est possible, une meilleure répartition de ce risque par des clauses adéquates telle une clause d'indexation, car l'article 587 n'est pas d'ordre public.

**684.** Le nu-propiétaire n'a aucun droit réel. Il n'a ni droit de suite ni droit de préférence. Il détient un simple droit de créance. Le quasi-usufruitier en fera peu de cas. Il n'a pas forcément conscience de l'obligation de restitution souvent exécutée par ses successibles après son décès. Il se comportera comme un véritable propriétaire. Aucune protection particulière n'est prévue hormis les obligations générales.

L'usufruitier doit fournir caution pour garantir toutes les sommes ou indemnités imposées à l'usufruitier au titre de la restitution ou de dommages et intérêts. Il pourra lui substituer une hypothèque sur l'un de ses immeubles ou par la remise en gage de certains biens mobiliers. A défaut d'apporter une garantie, le placement des produits de la vente des biens soumis à l'usufruit pourra être ordonné. Cette obligation concernera les sommes d'argent liquide. Des dispenses contractuelles sont envisageables. Une déchéance de dispense est admise en cas de danger de malversation ou d'insolvabilité.

Voici les principales règles encadrant l'usufruit de sommes d'argent. A priori, rien, pour l'instant, ne permet le rapprochement concret avec le contrat de swap. Abordons ce point.

### **3. Le swap, contrat d'échange d'usufruit.**

**685.** Le contrat de swap allie le contrat d'échange et d'usufruit. Cette théorie est démontrée par la structure de l'échange d'usufruit correspond à celle du swap. De plus, elle s'adapte à tous les contrats de swaps. Enfin, les régimes juridiques entre le swap d'un côté et l'usufruit et l'échange de l'autre sont compatibles.

#### **a. L'échange d'usufruit, une structure correspondant à celle du swap.**

**686.** Le swap unit le contrat d'échange et l'usufruit. Il est possible d'échanger des droits démembrés de propriété. De la sorte, elles s'échangent l'usufruit de sommes d'argent. Les montants sont transmis à l'autre partie qui en devient propriétaire. Il disposera aussi des fruits dégagés grâce au quasi-usufruit. L'origine de l'usufruit n'est ni extérieure aux parties ni préexistant. L'usufruit ne provient pas d'un droit concédé par un tiers qui contracterait en qualité de prêteur initial des fonds ou des devises. Chaque partie abandonne ce droit d'usufruit sur son propre patrimoine. Elle va le composer sur son patrimoine et le transmettre à l'autre par le biais du contrat d'échange. Ce droit démembré ne découle pas d'un tiers. Les tiers fournisseurs de devises ou de fonds restent totalement étrangers au contrat de swap. Ce n'est pas un échange d'usufruits préconstitués dont les contreparties seraient déjà usufruitières et pour lesquels le nu-propiétaire seraient les détenteurs de l'actif objet du contrat sous-jacent. De plus, dans cette hypothèse, l'usufruitier déjà constitué échange directement la chose objet de l'usufruit, la somme d'argent, avec ses caractéristiques. Or en aucun cas un usufruitier ne peut consentir directement une donation, une vente, ou même un échange d'une chose soumise à l'usufruit sans l'accord du nu-propiétaire<sup>1396</sup>. La sanction encourue est la nullité. Un moyen de

---

<sup>1396</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 23 mai 2002, arrêt *M<sup>me</sup> Royer c/ consorts Gautheron et a.*, Bull. civ. III n° 106 p. 94, D. 2003 S.C. p. 2050 obs. Blandine MALLET-BRICOUT, Defrénois 2002 art. 37 611 p. 1311 n° 75 chron. Christian ATIAS.

contourner cette difficulté serait de consentir un usufruit sur un usufruit. Mais la jurisprudence n'a pas encore tranché ce point.

La structure de cette proposition correspond à celle du swap. L'usufruit exprime parfaitement la remise initiale des fonds ou des devises dans un contrat de swap de change ou d'intérêts imposant ce transfert physique. Le quasi-usufruit offre à chaque usufruitier l'intégralité des pouvoirs sur les fonds remis. Ils peuvent en disposer selon leurs souhaits pour l'accomplissement des opérations poursuivies comme dans un swap. A l'échéance du contrat, l'usufruit prend fin. Les parties n'usent plus des biens. Elles doivent se les restituer ce qui correspond bien à la troisième phase identifiée dans un swap.

La structure d'un contrat d'échange d'usufruit ressemble à celle des swaps. Mais face à la diversité des swaps, il faut s'assurer que cette qualification s'applique à tous.

#### b. Une qualification adaptée à tous les contrats de swap.

**687.** Si la structure globale de ce montage semble une réponse satisfaisante, quelques interrogations subsistent. L'usufruit explique parfaitement les remises du principal. Or le swap est aussi un versement réciproque d'intérêts régulièrement versés au cours d'exécution. Ces paiements dépassent le schéma classique du quasi-usufruit. Chaque partie possédant les fonds, elles profitent intégralement et directement des fruits émis. Il n'y a pas lieu de les abandonner au nu-propiétaire. Ces flux financiers ne devraient pas exister. Ils pourraient être explicités comme le prix de l'usufruit consenti à titre onéreux. Cependant, cette explication manque de cohérence. D'abord, les parties s'échangent des quasi-usufruits. Le caractère onéreux du contrat se matérialise par la remise d'un usufruit contre l'autre. Il n'y a pas lieu de prévoir au niveau de l'usufruit un prix spécifique représenté par ces flux monétaires. De plus, ces flux sont calculés à partir d'un taux d'intérêt qui ne se présente pas comme le prix d'un usufruit. Ces flux sont réciproques. Si la présence de ces prix trouve peu d'explication plausible, c'est parce qu'ils n'en sont pas. Ils sont une modalité particulière de l'application de l'usufruit. Les parties se remettent des fonds qui proviennent de leurs propres sources de financement. Elles en sont débitrices. Ces fonds représentent une charge que chaque nu-propiétaire doit rembourser auprès de son prêteur. Elles payent aussi le prix de cette mise à disposition. Les parties se remettent des fonds qui figurent des dettes accompagnées de leur coût d'accès. Elles se consentent l'usufruit de leurs sources de financement. Elles se transfèrent par le swap l'usufruit du prix du financement obtenu auprès de leurs propres prêteurs. C'est ce que profitent les swaps quand une partie remet à l'autre le montant qu'elle doit acquitter auprès de son créancier. Celle qui reçoit le montant des fonds obtenu à un taux variable de sa contrepartie paye régulièrement à l'autre l'intérêt variable auquel sont soumis les fonds dont elle peut user pendant que dans le même temps elle reçoit le taux d'intérêt fixe des fonds mis à la convenance de sa contrepartie<sup>1397</sup>. Ce sont de la sorte les usages des fonds vus comme une dette, avec leur prix, qui font l'objet de l'usufruit d'un swap. Pour y parvenir, les parties procèdent à un échange. Finalement, cette hypothèse explicite le swap de taux d'intérêts avec remises des fonds.

**688.** Mais quid de ceux qui se déroulent sans remise ? La qualification reste d'actualité, seules les modalités changent. Le montant notionnel du swap est identique, ce qui signifie que cette somme de référence est la même pour les contractants : la contrepartie A remettrait une somme de 100 000 euros à sa contrepartie B qui en ferait de même pour A. Cette présentation suffit à illustrer l'inutilité de la remise des fonds car l'effet reste identique que la remise se

---

<sup>1397</sup> Rappelons cet arrêt relevant que les parties « s'échangent les services de leur dette » : CAA Paris, 6 oct. 2010, arrêt *soc. Suez France* préc.

matérialise ou pas. Dans un quasi-usufruit classique d'une somme d'argent, le nu-proprétaire voit sortir de son patrimoine le capital prévu. Il n'en profite plus et devient créancier du quasi-usufruitier. La réciprocité de l'opération fait disparaître l'utilité du transfert des fonds. Chaque partie est usufruitière et nu-proprétaire d'une somme identique. En conséquence, transfert ou non, chaque partie profite toujours de ce montant et a délaissé au profit de l'autre une somme similaire. Avec ou sans remises, les parties se trouvent toujours dans la situation identique à celle procurée par l'exécution de l'usufruit. Que les parties donnent 100 000 au titre de l'exécution de leur usufruit et qu'elles reçoivent 100 000 au titre de l'autre usufruit, leur situation patrimoniale reste identique à celle par laquelle elles se dispensent de ces transferts. Elles conservent 100 000 mais ne reçoivent pas 100 000.

**689.** Autre question, qu'en est-il en présence d'un swap d'intérêts de placement ? Les opérateurs s'échangent les rémunérations des taux d'intérêts tirées de sommes d'argent investies. L'une des parties reçoit la rémunération du placement de l'autre pendant qu'elle concède la rémunération du placement dont elle-même bénéficie. Chacune obtient la situation financière de l'autre. Elles accèdent aux fruits des sommes d'argent placées par sa contrepartie. Elles les reçoivent pour en disposer totalement sans avoir à les rendre. Ce contrat n'organise pas concrètement le transfert au profit de l'usufruitier du capital générant les revenus transmis. L'usufruitier ne profite que du *fructus*, mais non de l'*usus*, puisqu'il n'entre pas directement en possession des fonds engendrant les fruits. Il ne peut en user. Ils bénéficient des revenus mais ne décident pas eux-mêmes de la manière d'investir le capital. Ils n'ont aucun pouvoir direct ni sur le capital ni sur sa gestion et son sort. Il devient délicat de retenir la qualification d'usufruit pour ce swap placeur. Pourtant, il recèle une particularité. Il porte sur un montant notionnel commun aux deux parties. Les parties profitent d'intérêts divergents grâce à des placements différents calculés à partir de cette somme de référence. Cette situation est finalement sans incidence. Ainsi, si le quasi-usufruitier A ne profite pas de la somme remise par le nu-proprétaire B, il conserve et maîtrise, en tant que nu-proprétaire, la somme qu'il n'a pas été contraint de remettre à A. Ceci permet d'éviter de modifier certaines situations contractuelles déjà établies avec des tiers pour rendre effectif ce transfert. Ainsi, ce sont essentiellement les caractéristiques d'une somme d'argent qui font l'objet de l'usufruit. Ajoutons que ceci n'est juridiquement pas choquant. Certaines conventions restreignent volontairement les pouvoirs consentis au quasi-usufruitier qui n'exerce pas librement les pouvoirs d'*usus*, de *fructus* et d'*abusus*. Ces pouvoirs lui sont parfois contractuellement ou judiciairement retirés dans un souci de garantir la créance de restitution du nu-proprétaire. L'action du quasi-usufruitier est limitée pour faire en sorte qu'il soit en mesure de procéder à la remise des fonds objet de l'usufruit au terme du contrat. Le quasi-usufruitier est empêché de la dilapider. Le capital est bloqué sur un compte ou le quasi-usufruitier est contraint de le placer selon des modalités précises. Malgré ce dépouillement des pouvoirs caractéristiques du quasi-usufruitier, la qualification en contrat d'usufruit n'est pas contestée. La question de l'utilité de cet usufruit lorsque les fonds ne sont pas matériellement transférés au début ou à l'issue du contrat se pose. Elle est indéniable puisque chaque partie accède aux conditions de placement de l'autre sans formalité spécifique.

**690.** Pour un swap de devises, la qualification est encore plus évidente. Les parties se consentent le quasi-usufruit dans des devises différentes. Elles se les remettent au début de l'exécution du contrat. Chacune pourra les utiliser à son gré. La doctrine insiste pour indiquer et noter que les montants des devises transférés dans des monnaies différentes ont une valeur équivalente dans l'esprit des parties. Elles déterminent avec soin le taux de change appliqué. Elles en usent en tout point comme cela se passerait en présence d'un quasi-usufruit classique. Elles se voient transférer une chose consommable. Elles exercent pleinement les pouvoirs d'*usus*, de *fructus* et d'*abusus*. A la fin du contrat, elles restituent les devises au nu-proprétaire pour mettre fin à l'usufruit selon le taux de change prévu dès le début du contrat.

Ce taux de change est un pivot essentiel du contrat. Il est l'interprète de l'équivalence des devises imaginée par les parties. Il n'y a pas de contradiction avec les dispositions de l'article 587 du code civil qui impose de rendre à la fin de l'usufruit des choses de même quantité et qualité ou à leur valeur estimée lors de leur restitution. Bien au contraire, elles appliquent à la lettre cette disposition. Les deux reçoivent ce qu'elles ont initialement fournis sans qu'il soit tenu compte de l'évolution réelle du cours des devises. Le décalage qui peut se faire jour entre le cours des devises et celui retenu est extérieur aux parties même si elles l'ont envisagé. L'un des objectifs du swap est de figer le taux de change et les quantités de devises remises. Quant aux versements des flux d'intérêts dans un swap de devises, il n'est qu'à se reporter aux développements consacrés au swap de taux d'intérêt.

Pour une fois, une qualification, certes en ce qu'elle cumule deux notions civiles, couvre l'ensemble des diverses situations rencontrées chez les swaps. De plus, il n'existe pas d'incompatibilité entre les régimes juridiques.

### c. L'absence d'incompatibilité entre les régimes juridiques.

**691.** D'autres difficultés peuvent persister ou naître en confrontant certaines caractéristiques et règles juridiques de l'échange et de l'usufruit d'un côté et des swaps de l'autre. Le swap, à la différence de l'usufruit, n'est pas un droit réel. Mais cette remarque n'a pas d'incidence. Il ne faut pas oublier la nature du contrat d'échange qui chapeaute le quasi-usufruit. Autre caractère de l'usufruit, il est tantôt gratuit tantôt onéreux. L'échange d'usufruit est onéreux comme le swap.

L'usufruit présente la caractéristique intrinsèque d'être temporaire<sup>1398</sup>. Le législateur interdit un usufruit d'une durée illimitée. Le démembrement de propriété doit cesser. En présence d'un échange d'usufruit, l'échange s'exécute instantanément et s'efface pour laisser place à l'usufruit qui perdure dans le temps. Dès lors, ces règles de durée prédominent et ne sont pas neutralisées par leurs insertions dans le contrat d'échange. Par ailleurs, les restitutions de fin de contrat n'émanent pas du contrat d'échange. L'échange est instantané et définitif. Les parties n'agent pas non plus une succession de contrats d'échanges. C'est le terme du quasi-usufruit qui provoque les restitutions finales. Dès lors, l'usufruit concédé dans un contrat de swap voit forcément sa durée encadrée par le régime juridique de l'usufruit. Il est impensable d'y appliquer un régime juridique plus favorable du contrat d'échange bien hypothétique. Les articles 617 et suivants du code civil relatent les différentes alternatives provoquant le terme de l'usufruit. Le principe général est celui de l'écoulement du délai contractuel. Pourtant, malgré l'insertion d'une échéance, l'usufruit peut prendre fin prématurément. Il en sera ainsi par la consolidation sur la tête d'une même personne des deux qualités d'usufruitier et de propriétaire, le non-usage pendant trente ans ou la perte totale de la chose sur laquelle l'usufruit est établi. Ces deux dernières hypothèses ont peu de chance de se voir réaliser dans un quasi-usufruit. Comment perdre la chose de l'usufruit lorsqu'il est une somme d'argent ? Les swaps conclus pour plus de trente ans sont rares. Un non-usage trentenaire est fortement improbable. Les swaps comme les contrats financiers sont conclus la plupart du temps par des personnes morales, sociétés, banque, assurances, sociétés d'investissements etc. L'article 619 du code civil limite la durée à trente ans des usufruits accordés à des personnes morales. Puisque l'usufruit prend fin par le décès de l'usufruitier, il prendra aussi fin pour chaque cause d'extinction des personnes morales.

**692.** Les fruits du swap, matérialisés par les échanges d'intérêts, sont des fruits civils. Dans un swap, les intérêts sont calculés à partir de la durée exacte d'exécution du contrat. Il

---

<sup>1398</sup> V. supra § 677.

respecte la prévision légale de répartition des fruits civils entre l'usufruitier et le nu-proprétaire au jour le jour à proportion de la durée de l'usufruit. Le swap rend inopérant certaines dispositions prévues dans le régime de l'usufruit à commencer par celles relatives à l'entretien et la réparation. Celle non impérative de l'inventaire est inutile car le domaine du quasi-usufruit est clairement encadré par le contrat, le montant notionnel de référence. Enfin, l'usufruitier peut être contraint de fournir une caution pour garantir son engagement de rendre et de conserver les biens de l'usufruit. Son poids est affermi pour un quasi-usufruit car le nu-proprétaire se place dans une situation plus précaire que face à un usufruit classique. Le quasi-usufruitier peut consommer l'objet. Le nu-proprétaire détient une simple créance de restitution. La chose est enlevée du patrimoine du nu-proprétaire. Le bien peut facilement être gaspillé. C'est dans ce contexte que l'article 601 du code civil prévoit que l'usufruitier « *donne caution de jouir en bon père de famille, s'il en est pas dispensé par l'acte constitutif de l'usufruit* ». Les swaps ne contiennent que rarement une telle clause expresse de dispense de caution. La caution peut être remplacée par des garanties équivalentes. En matière de swap, ou de produits dérivés en général, les conventions imposent la fourniture de garantie ou de couverture. La convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur instruments financiers à terme le relate clairement dans son article 11-6<sup>1399</sup>. Cette obligation est encore plus visible sur les marchés réglementés. En tant qu'instrument financier à terme, le swap profite des dispositions légales en matière de compensation. Un swap est souvent doté de garanties destinées à assurer sa bonne exécution. Elles inclinent à remplacer efficacement l'obligation de caution. Les parties peuvent insérer une clause de dispense expresse ou tacite. La singularité du swap est d'instaurer, non un seul usufruit, mais un double usufruit mutuel sur des sommes d'argent. L'un est la cause de l'autre. L'un des contractants remet des fonds à son partenaire et en reçoit en retour de ce dernier. En toute logique, ils devraient se fournir réciproquement caution. Le quasi-usufruit de l'un couvrant le quasi-usufruit de l'autre, ils sont directement garantis par les obligations principales de l'autre. D'autant que dans l'esprit des parties, ils ont une valeur d'équivalence. Cela devrait au pire les dispenser tacitement de se fournir caution, tout au moins pour les conventions prévoyant des transferts. Lorsqu'il n'y a pas de remises initiales des fonds, l'apport d'une caution pour garantir une restitution paraît inutile. En conséquence, il n'y a pas d'opposition, ni sur le plan des caractères, ni sur celui des règles appliquées, au rapprochement des mécanismes.

**693.** Cette qualification lève nombre des écueils juridiques énoncés à l'occasion de l'étude du seul contrat d'échange. En premier lieu, elle évite la discussion sur la nature de l'objet de l'échange. Ce ne sont ni des sommes d'argent ni des taux d'intérêts qui sont échangés, mais l'usufruit d'une somme d'argent et ses caractéristiques. L'usufruit peut être l'objet de l'échange<sup>1400</sup>. Certains s'opposent à cette théorie en émettant l'idée que consentir un usufruit sur une somme d'argent dont on est redevable est impossible. La somme d'argent serait vue comme une dette. Pour autant, le nu-proprétaire qui s'est vu remettre la somme d'argent s'en voit transférer la propriété. Ce capital qu'il s'engage à rembourser au prêteur a intégré son patrimoine. Il peut consentir un tel droit sur cette somme d'argent. Il reste engagé envers son prêteur dont il est le débiteur. Il se doit toujours de le rembourser selon l'échelonnement prévu. Ce rapport de droit n'est pas modifié par le swap. Il n'est pas une cession de dette. Ce prêteur est devenu créancier d'une obligation de restitution. Il ne peut exercer directement aucun droit sur la somme prêtée ni contre le contractant d'un swap. Cette

<sup>1399</sup> Convention cadre de septembre 2007 de la FBF, article 11.6 : « *garanties et couvertures : les parties pourront convenir, à tout moment, de constituer toute garantie ou couverture, en espèces ou en titres, pour tout ou partie des transactions* ».

<sup>1400</sup> Suite à une succession, l'échange de la nue-proprété de la moitié d'un immeuble contre l'usufruit de deux tiers de l'autre moitié : Nîmes, 9 déc. 1879, arrêt *époux Guigou c/ Rédarès*, D.P. 1881 1 p. 415.

qualification ne pose pas de difficulté car il n'y a pas de transfert de dettes. Seules les caractéristiques de cette dette sont transmises.

Cette qualification écarte les difficultés liées à la soule. Dans le contrat d'échange seul, elle était présentée comme un complément de prix en raison de la différence de valeur entre les biens échangés. A présent, elle n'est que la conséquence de l'échange d'usufruit et non un complément de prix d'un des biens échangés. Elle ne vient pas compenser une différence de valeur entre les biens échangés. Dès lors, elle peut être versée indifféremment par n'importe laquelle des parties sans bouleverser la qualification. L'élimination de cette problématique fait disparaître le risque de requalification en contrat de vente ainsi que celui de l'appréhension de la nature de la monnaie échangée en marchandise ou en prix.

Le problème de l'équivalence est sans incidence. Les quasi-usufruits échangés à partir des patrimoines sont considérés comme équivalents par les parties même si l'exécution fait naître des différences. Le montant notionnel des sommes objets des usufruits est identique. Les différences ne naissent qu'après l'échange, lorsque les parties profitent de l'usufruit. L'intention et l'autonomie de la volonté des parties qui considèrent les prestations de l'échange comme équivalentes doivent prévaloir. Cette différence provient de la transmission des usufruits qui individuellement ne sont pas commutatifs et peuvent servir de fondation à la spéculation. L'équivalence n'est pas un obstacle.

Cette qualification résout la question du traitement du différentiel. Le contrat d'échange porte sur des quasi-usufruits. L'équivalence se réalise dans les quasi-usufruits. Le différentiel n'influence plus la qualification. Le contrat d'échange prend fin dès la constitution des quasi-usufruits. Le différentiel n'est plus l'exécution directe du contrat d'échange. Par ricochet la compensation ne parasite plus la qualification et n'est plus illogique. Les parties se trouvent en position de créancières ne serait-ce que de l'obligation de restitution. Ce n'est plus le contrat d'échange qui débouche sur des obligations réciproques, mais les modalités d'exécution des quasi-usufruits. Chacune peut réclamer à l'autre l'exécution et le respect des usufruits concédés. Ils font naître concomitamment pour chacune d'entre elle le droit de recevoir une somme et le devoir de verser celle qui est due. Les parties détiennent alors des créances et dettes réciproques entre elles de nature à se compenser légalement. La compensation autorise l'extinction des droits de créances nés lors de l'exécution des quasi-usufruits à hauteur de la plus faible d'entre elle. Contrairement à la situation rencontrée lors de l'étude de la qualification du contrat d'échange, l'échange et la compensation ne se mélangent pas mais se cumulent. L'incompatibilité disparaît.

Enfin, en consentant un démembrement de propriété sur leurs propres patrimoines, en disposant précisément des conditions de ces usufruits, les parties se placent en situation d'intermédiaire entre leur contractant et le tiers financeur. Pourtant, ce lien reste à l'extérieur de ces contrats. Il ne modifie pas les relations contractuelles préexistantes. Il n'est pas besoin de procéder aux formalités de la cession de créance ni de se heurter au problème de la cession de dette. Le nu-propriétaire était bien propriétaire du droit démembré consenti.

**694.** L'une des propriétés et particularités d'un swap est de ne pas interférer dans la relation initiale couverte. C'est pourquoi les éventuels contractants de chacune des parties à un swap, les prêteurs, par exemple, ne sont ni concernés ni juridiquement influencés par le swap. Le swap n'organise pas non plus un transfert de droits entre ces contractants et les tiers au swap. La qualification recherchée doit impérativement tenir compte de cette situation. Or le fait de consentir un usufruit sur un bien dans son propre patrimoine, même s'il présente des caractéristiques identiques à cette relation initiale, ne se répercute pas sur celle-ci. C'est pourquoi, nous insistons, l'usufruit échangé et créé à partir du patrimoine des contractants n'est pas un transfert d'un droit préétabli sur un tiers. Les contrats, les relations, restent indépendantes. Elles n'interagissent pas entre elles. Dès lors, elle semble adaptée à cette

qualification de swap. Voyons si cette réflexion est transposable au « dérivé de crédit » inspiré du swap, le « total rate of return swap ».

## § II - La confrontation de ces hypothèses avec le « total rate of return swap ».

**695.** Le « total rate of return swap » est un accord par lequel l'acheteur de protection verse de façon périodique à sa contrepartie tous les revenus d'une créance de référence ainsi qu'éventuellement un montant égal à l'augmentation de la valeur de marché de la créance par rapport à son nominal, en contrepartie de la réception d'une rémunération à taux fixe ou variable, éventuellement augmenté d'un montant égal à la dépréciation de la créance par rapport à son nominal. Inspiré du swap, nous suivrons le même cheminement pour essayer de valider la qualification retenue. Comme pour le swap, certaines qualifications seront écartées. Nous pourrions nous épargner cette étape, mais il faut vérifier que l'une d'entre elle ne conviendrait pas plus en raison des traits de ce contrat. Le contrat d'échange, à lui seul, n'est pas satisfaisant. Nous l'aborderons alors avec l'interaction de l'usufruit.

### A. Le rejet de certaines qualifications.

**696.** L'une des principales difficultés de la qualification du swap tient à ce que certains d'entre eux, surtout de taux d'intérêt, se résolvent sans procéder à des remises physiques. Tout comme elles n'étaient pas adaptées pour les swaps, les hypothèses qui reposent sur un contrat fondé sur une tradition le sont encore moins pour le « total rate of return swap ». Les parties se donnent en cours d'exécution des flux financiers et une compensation monétaire à la fin. Mais elles ne se remettent pas à l'origine une créance protégée contre une autre par exemple. Il n'y a pas de remise de biens. L'absence de tradition exclu d'office certaines qualifications sans qu'il soit indispensable d'en approfondir les régimes juridiques corrélatifs. Il n'y a ni dépôt ni dépôts croisés qui n'expliquent pas les versements d'intérêts. La règle de restitution des fruits est contraire au « total rate of return swap ». Si les parties sont animées par une volonté de préservation d'une créance, il n'existe pas de remise pour la conservation et la restitution ad nutum. Les hypothèses des contrats de prêts croisés ou de gage deviennent encore plus délicates à justifier. Pour un swap, les explications exposaient le principe du prêt d'une somme d'argent soit contre un autre prêt soit contre un gage en numéraire. Or ce « dérivé de crédit » n'instaure pas de remise de sommes d'argent dans la phase initiale du contrat. Où est le prêt ? Que viendrait alors garantir le gage ? L'acheteur de protection est censé être créancier. Mais paradoxalement, le débiteur de ce créancier, tiers à ce contrat, est totalement méconnu. Le gage ne lui profite pas. Ce gage viendrait-il garantir des créanciers personnels aux parties ? Mais ceux-ci restent extérieurs au contrat. Ils n'en profitent pas. Ils ne le subissent pas. Ils ne peuvent en être les bénéficiaires. Avant la conclusion de ce « dérivé de crédit », le vendeur et l'acheteur de risque ne sont pas créanciers l'un de l'autre. S'ils le deviennent par ce contrat, c'est parce que celui-ci en est le créateur et non leur garantie. L'inadaptation de gages croisés est encore plus flagrante pour l'impossibilité de déterminer la relation protégée entre les parties. Si le vendeur de risque peut se qualifier de créancier à l'égard d'un tiers, tel n'est pas forcément le cas de l'investisseur acheteur de risque. De plus, ce débiteur reste toujours extérieur à la relation. Le « dérivé de crédit » protège l'acheteur de protection non le vendeur de protection. Comment expliciter le

second gage ? Il est même impossible de valider cette hypothèse en présence d'un « dérivé de crédit » spéculatif. Ce contrat est principal et non accessoire, ce qui exclu le gage. Il n'est pas subordonné à un autre même s'il dérive d'une convention indispensable pour en apprécier la valeur et permettre l'exécution des transferts monétaires. La vente à réméré est inadéquate. Elle consisterait à vendre la créance au vendeur de protection. L'acheteur de protection disposerait du droit de la racheter au terme fixé à un prix déterminé lors du contrat de vente initial. Néanmoins, ce mécanisme ressort comme éloigné du « dérivé de crédit ». Il n'y a pas remise de créance contre un prix de vente ni dans un sens ni dans l'autre. Le « total rate of return swap » se surajoute à la créance principale, mais elle n'organise pas son aliénation. Cette qualification n'explique pas le versement des intérêts. Là encore, le caractère facultatif de l'objet du rachat à la disposition du vendeur de protection s'oppose au rapprochement des contrats. Les parties entendent impérativement obtenir, sans dérogation ni tempérence, les remises d'intérêts et le capital lié à l'appréciation ou la dépréciation de la créance. Le problème de l'annulation rétroactive est toujours un obstacle dirimant.

Les critiques relatives à l'hypothèse d'une double subrogations personnelles réciproques sont plus virulentes. Si l'une des parties est créancière, l'autre ne l'est pas forcément, et encore à la condition que l'opération ne soit pas virtuelle ou spéculative. L'acheteur de risque ne remplace pas le vendeur de risque dans sa relation avec le débiteur. Aucun prix n'est versé par ce dernier en échange de cette créance. Au mieux, elle pourrait être un contrat de subrogation à terme. La subrogation interviendrait à l'échéance fixée au prix de la valeur de la créance lors de la conclusion du contrat. La différence de valeurs de la créance entre le moment de sa conclusion et le terme du contrat traduirait l'attribution de l'augmentation ou la dépréciation de la créance. Si elle s'est amplifiée, le vendeur profite de la plus value puisqu'il a versé un prix inférieur. Si elle a diminué, l'acheteur de protection bénéficie de l'écart entre la valeur de la créance et le prix obtenu. Ceci présuppose la réalisation d'un transfert des droits du créancier acheteur de protection vers le vendeur de protection afin qu'il exerce son action directement à l'encontre du débiteur. Or seule une différence, une dépréciation ou une appréciation, est versée par les contractants. La structure de ce contrat ne correspond pas à cette situation. Les échanges d'intérêts entre la conclusion du contrat et l'échéance ne sont pas expliqués surtout quand ils vont dans le sens du subrogé vers le subrogeant. Le formalisme de la subrogation n'est pas suivi. Il n'est pas non plus un contrat de ventes croisées dont l'un serait la cause de l'autre. Il n'y a ni double transfert de la chose ni de remises de prix.

**697.** Un auteur s'est penché directement sur la qualification du contrat. Il lui trouve une structure similaire à celle d'un pari. Le « total rate of return swap » constitue « *un contrat aléatoire où les parties ont une position symétrique et opposé par rapport à un événement donné* »<sup>1401</sup>. Force est de constater que lorsque que l'un est gagnant, l'autre est forcément perdant. Il souligne que la cause de l'engagement des parties a toujours pour vecteur un aléa dans le contrat de pari. Il limite la portée de cette qualification en s'arrêtant à l'intention des parties. En pariant, elles utilisent l'aléa pour obtenir un enrichissement. Elles n'ont jamais pour objectif de « *concourir à la réalisation d'une opération économiquement utile* »<sup>1402</sup>. Il retient une qualification alternative selon ce critère. Si ce « dérivé de crédit » concourt à une opération économiquement utile, il est un contrat aléatoire innommé. A l'inverse, il est un pari. S'appuyer sur ce critère est délicat<sup>1403</sup>. Un des contractants peut vouloir couvrir une créance, réaliser une opération économiquement nécessaire, pendant que l'autre ne recherche qu'un éventuel enrichissement déconnecté de toute utilité. A priori, il faudrait retenir la qualification de contrat aléatoire innommé au lieu de celle de pari qui nécessite l'intention de s'enrichir sans utilité des deux parties. La faiblesse de ce raisonnement repose sur la fragilité

<sup>1401</sup> Arnaud DE LUMMEN, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », loc. cit. p. 15.

<sup>1402</sup> Ibidem.

<sup>1403</sup> V. supra § 440.

du critère. La qualification n'est pas homogène. De plus, la notion de contrat aléatoire innommé n'est finalement rien d'autre qu'un contrat *sui generis* aléatoire.

**698.** Le constat est marquant. Aucune des hypothèses envisagées pour la qualification du swap ne se rapproche de ce « dérivé de crédit ». Les critiques émises pour écarter la qualification à l'égard du swap gagnent en force à l'égard du « total rate of return swap ». La variété des swaps permettait de raccrocher certaines configurations à certaines variantes. Tel n'est pas le cas du « total rate of return swap » qui assimile d'autres caractères qui refusent toute ressemblance. Le « total rate of return swap » ne se concentre pas sur un sous-jacent qu'est la monnaie. La plasticité de sa nature offre une souplesse tolérant des rapprochements refusés à ce « dérivé de crédit ». Il se réfère à des créances, jamais à une monnaie. Le différentiel de capital se verse de façon alternative entre les parties. Il ne s'apparente pas à une restitution comme dans le mécanisme du swap. Dès lors, le contrat d'échange, partiellement inadapté pour le swap, risque finalement de ne pas trouver du tout d'écho favorable.

### B. L'insuffisance de la notion de « contrat d'échange » ?

**699.** La pertinence de cette qualification trouve un premier indice dans sa description. Ce contrat est quasiment systématiquement décrit financièrement à l'aide du terme d'« échange ». Les auteurs ne parviennent pas à éviter de l'employer<sup>1404</sup>. Les parties se donnent régulièrement des sommes d'argent tirées de taux d'intérêt de créances. Elles ressemblent à ces flux financiers transitant dans les contrats de swaps. Ils rappellent le swap placeur. La créance rapporte des intérêts. Elle est un actif du patrimoine. Les engagements sont réciproques, similaires et symétriques. L'échange semble devoir y trouver sa place car le contrat est purement consensuel, synallagmatique et onéreux. La rescision pour lésion ne s'applique ni dans le contrat d'échange ni dans le « total rate of return swap ».

**700.** Mais des arguments laissant douter de cette qualification trouvent leurs voix. La détermination de l'objet de l'échange est un point d'interrogation majeur. En se remettant les revenus d'une créance, les parties seraient censées s'échanger les créances. Pourtant, elles ne se les cèdent pas réciproquement. Elles les conservent. Elles n'accomplissent aucune des formalités avertissant leurs débiteurs respectifs d'avoir à payer leurs contractants suite à cet échange. Au contraire, elles se remettent directement les sommes collectées auprès de leurs débiteurs respectifs. Elles conservent la propriété et possession des créances. Elles exercent toujours les privilèges les droits détenus à l'encontre des débiteurs initiaux. Ils restent engagés envers les mêmes personnes. Le « total rate of return swap » ne transfère pas ces droits. Il reste confidentiel et secret à l'égard des tiers. En l'absence de cessions réciproques des créances, il n'y a pas d'échange organisant la remise d'un droit ou d'une chose contre une autre. Le « total rate of return swap » n'est pas un contrat d'échange de créances. L'échange

---

<sup>1404</sup> Alain GAUVIN, « droit des dérivés de crédit », op. cit. p. 100, « la nouvelle gestion du risque financier », op. cit. p. 39, avec Antonin BESSE, « licéité des dérivés de crédit en droit français », loc. cit. n° 72 p. 45 ; Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », op. cit. Paris p. 40 ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », op. cit. n° 167 p. 254 ; Bruno RAVÏS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », op. cit. p. 20 ; Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », op. cit. p. 30 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 151 ; Séna AGBAYISSAH, « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », op. cit. p. 22 ; Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », op. cit. p. 49 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. p. 87 ; Gilles KOLIFRATH, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », loc. cit. p. 13 ; Renaud LAPLANCHE, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », loc. cit. p. 28 ; Jean-Paul LAURENT, « les dérivés de crédit », loc. cit. p. 122.

devrait-il alors porter sur l'indice ou le taux d'intérêt contenu dans une créance ? Nous retombons dans un cas similaire au swap de taux d'intérêt. La différence consiste en l'origine de la détermination de l'indice de référence, le taux d'intérêt, qui au lieu de provenir d'un placement ou d'un prix de financement, émane du gain occasionné par une créance. L'indice en tant que tel ne peut pas faire l'objet de l'échange. Il n'est pas un bien appropriable sur lequel exercer le droit de propriété. Le versement bilatéral des flux financiers renvoie à la problématique des différentiels. Le « total rate of return swap » se distingue encore du swap par le versement d'un différentiel en capital au terme du contrat dans un sens ou l'autre déterminé par l'évolution de la valeur de la créance. Un flux financier apparaît, et un seul. Il ne résulte pas d'une compensation entre deux flux différents dont l'un deviendrait transparent car noyé dans l'autre. Non, un seul flux apparaît. Il ne constitue pas un échange car un unique droit ou bien est remis à l'une des contreparties. Ce versement complémentaire est une autre phase du contrat indépendante de la première. Certains pourraient néanmoins défendre l'idée d'un échange en niant cette autonomie. Cette seconde phase serait intégrée à la précédente et à rattacher à son régime juridique. Cette approche n'est cependant guère convaincante. L'échange de la première étape concerne le versement de taux d'intérêts contractuellement prévus. La prestation de cette dernière phase possède une nature très différente. Elle compense l'évolution de la valeur d'une créance. Elle n'est pas accessoire à la première. Les deux parties acceptent les contraintes liées à cette fluctuation de la valorisation. Les deux se sont engagées à la verser selon l'évolution de l'aléa. Les parties ne la regardent pas comme une obligation absorbée par le premier engagement. Son dénouement est différent du paiement du différentiel en intérêts. Il est impossible de l'incorporer aux modalités de la première phase pour tenter de la ramener à un échange. En conséquence, il est encore plus évident que la seule qualification du contrat d'échange ne peut pas suffire à qualifier le « total rate of return swap ». Orientons nous à nouveau vers la notion d'usufruit.

### C. La qualification d'usufruit.

**701.** Les « dérivés de crédit » luttent contre le risque de contrepartie. Ce risque met en danger une créance. C'est un point de distinction essentiel de ces contrats d'avec les produits dérivés<sup>1405</sup>. Le « total rate of return swap » est instrument complet de transfert de rendement d'une créance. Ce rendement est la capacité d'une créance à être pleinement acquittée et la force de sa rentabilité, c'est-à-dire sa faculté à produire des revenus au profit du créancier pour le rémunérer du service rendu par son investissement. En transférant cette capacité à produire des intérêts, le vendeur de risque en transmet les fruits. Ils sont des fruits civils puisque c'est ainsi que l'article 584 du code civil classe « les intérêts des sommes exigibles »<sup>1406</sup>. Le fructus d'une créance ou d'un titre de créance est concerné par ce « dérivé de crédit ». L'usufruit sort du rang. Néanmoins, il faut l'adapter à cette particularité propre aux « dérivés de crédit » dont le sous-jacent est la créance pour s'avancer vers une qualification convenable. Et il n'est pas dit que cette caractéristique n'influence pas négativement la pertinence d'un tel raisonnement. Ensuite, si cette particularité ne permet pas de procéder à une qualification d'usufruit de cette convention, nous nous tournerons alors vers l'hypothèse du quasi-usufruit.

---

<sup>1405</sup> V. supra § 1405.

<sup>1406</sup> Les bons de caisses, sur lesquels portait un usufruit successoral, ont été transformés après cette ouverture de l'usufruit en somme d'argent. L'usufruitière peut prétendre réclamer ces intérêts, ces fruits, produits par l'usufruit à compter de cette conversion lorsqu'ils ne lui ont pas été remis : Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 19 fév. 1980, arrêt *La Burthe c/ Dame Bourdais*, Bull. civ. I n° 63 p. 52, D. 1980 IR p. 482 note André ROBERT, RTDC 1980 p. 789 obs. Claude GIVERDON.

## 1. L'échange d'usufruits et le « total rate of return swap ».

**702.** Nous nous sommes intéressés à l'hypothèse d'un échange de créances. Cet échange diffère de l'usufruit de créances. Le droit admet et encadre l'usufruit d'une créance. Si les « dérivés de crédit » portent sur une créance, il faut s'intéresser au fait qu'il puisse être qualifié d'échange d'usufruit de créances. Les créances regorgent de diversité. Certaines sont des titres de capital de sociétés. Il est possible de faire porter un usufruit sur de tels titres, sur des valeurs mobilières selon l'expression encore en usage en droit des sociétés. Dès lors, nous consacrerons quelques développements à étudier la pertinence de ce rapprochement lorsque le « total rate of return swap » porte sur des valeurs mobilières comme sous-jacent.

### a. L'inadaptation de l'échange d'usufruit de créance.

**703.** En portant sur une créance<sup>1407</sup>, l'usufruit s'applique à un bien incorporel. En attendant son exigibilité, l'usufruitier va percevoir et profiter des intérêts échus acquittés par le débiteur. Pour le capital, une distinction s'impose selon l'ordre d'arrivée de ses échéances et de l'usufruit. Si l'usufruit arrive à terme avant la créance, le démembrement des droits prend fin. Ils se regroupent sur la tête du nu-propiétaire qui retrouve la plénitude de ses prérogatives de créancier. Il percevra le montant principal. A l'inverse, si la créance arrive à échéance durant l'usufruit, son paiement bénéficiera à l'usufruitier qui deviendra titulaire d'une somme d'argent. L'usufruit commuera en un quasi-usufruit ouvrant droit à l'usufruitier d'en disposer à sa guise selon le régime déjà étudié. Le nu-propiétaire mute en un créancier chirographaire de l'usufruitier en encourageant à compter de ce moment son risque de défaillance. La singularité de l'usufruit de créances<sup>1408</sup> est ainsi étalée. Le *fructus* de l'usufruitier touche non la créance mais le capital dû. En effet, la créance s'éteint dès son remboursement. Cette extinction devrait se répercuter sur l'usufruit dont l'objet disparaît. En se reportant sur les deniers de la créance, l'usufruit touche en réalité les fonds auparavant immobilisés sous la forme de la créance. Il vise les liquidités objet d'un contrat de prêt. Il se réduit à un usufruit d'une somme prêtée. Une partie de la doctrine dénonce une fiction juridique car celui qui consent un usufruit se doit d'être propriétaire de l'objet. Or lorsque des fonds sont prêtés, le détenteur initial est dépossédé de sa qualité de propriétaire en raison du caractère consommable de la monnaie de paiement. Cette qualité de propriétaire revient à l'emprunteur qui les détient et en use selon ses besoins. Le caractère artificiel de la perte de propriété est critiqué car elle n'est pas vécue ainsi par les parties. L'emprunteur ne se considère jamais comme véritablement propriétaire de la somme et le prêteur l'estime toujours à lui. Le nu-propiétaire supporte le risque de dépréciation monétaire à la restitution du principal par l'usufruitier. De plus, ce droit réel ne prend pas les précautions de l'opposabilité. Mais la doctrine nie pour ce cas particulier la nécessité de se soumettre à la formalité de l'article 1690 du code civil. Ainsi, son absence dans le « dérivé de crédit » n'est pas un obstacle à la qualification.

<sup>1407</sup> Paulette VEAUX-FOURNERIE et Daniel VEAUX, « prérogatives de l'usufruitier, droit de l'usufruitier : jouissance et usage », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 10 n° 53 p. 13 ; Caroline SIFFREIN-BLANC, « usufruit, prérogatives de l'usufruitier, pouvoir de l'usufruitier », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 20 n° 72 et s. p. 15 ; Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 260 p. 18 ; André FRANÇON, « l'usufruit des créances », RTDC 1957 p. 1 ; Emmanuel DOCKÈS, « essai sur la notion d'usufruit », RTDC 1995 p. 479.

<sup>1408</sup> Rémy LIBCHABER, « l'usufruit des créances existe-t-il ? », RTDC 1997 p. 615 ; André FRANÇON, « l'usufruit des créances », loc. cit. p. 1 ; Suzel CASTAGNÉ, « maîtriser l'utilisation du quasi-usufruit », loc. cit. n° 4099 p. 987.

**704.** Néanmoins, le débiteur devra être informé de l'identité de l'usufruitier à qui il devra payer sa dette. Elle sera réglée entre les mains de l'usufruitier et non entre celles du créancier d'origine. Or dans le « total rate of return swap », chaque partie acquitte directement auprès de l'autre les intérêts de la créance. Le tiers au contrat, le débiteur principal, n'est pas averti de ce contrat. Il n'a pas à modifier la destination du paiement. Il continue à désintéresser le créancier initial. Cette divergence essentielle s'explique par une différence de nature entre les contrats. Lors de la constitution de l'usufruit, l'usufruitier reçoit la propriété du titre de créance et tous les pouvoirs correspondants<sup>1409</sup>. Il acquiert le pouvoir de recouvrer la créance et de se prévaloir des sanctions stipulées pour le non-paiement de la créance. Il pourra actionner les sûretés assortissant la créance et exercer tous les actes de conservations indispensables. Pour préserver sa situation, le nu-proprétaire d'une créance peut solliciter conventionnellement ou judiciairement la constitution d'une caution, d'une autre garantie ou le placement du capital reçu du débiteur sous forme de valeurs mobilières inscrites auprès d'un établissement de crédit dépositaire aux noms de l'usufruitier et du nu-proprétaire<sup>1410</sup>. L'opportunité des mesures est laissée à l'appréciation souveraine des juges selon les risques courus sans pouvoir aller jusqu'à soumettre l'usufruitier dans une situation de tutelle ou de curatelle<sup>1411</sup>. Le « dérivé de crédit » ne remet pas la créance au vendeur de protection. Il reste étranger au débiteur de sa contrepartie contre qui toutes les voies légales de recours restent fermées. Un nu-proprétaire lésé par l'usufruitier ne peut s'adresser au débiteur qui s'est valablement libéré entre les mains du créancier usufruitier. L'installation d'un « total rate of return swap » surajoute un lien juridique entre deux créanciers, mais il ne modifie en rien les rapports juridiques entre ces créanciers et leurs débiteurs respectifs. Les droits et obligations qui les unissent sont maintenus sans aucune interférence du « dérivé de crédit ».

**705.** Le « total rate of return swap » n'est pas un échange d'usufruit de créances. Il ne transmet pas les titres de créances objet du contrat. Le vendeur de protection conserve les titres créateurs de l'intérêt versé à l'acheteur de protection qui garde aussi en sa propriété les titres produisant les intérêts qu'il s'engage à donner à sa contrepartie. Il convient d'aborder ce que serait la situation si le sous-jacent était un titre de capital.

#### b. L'inadéquation de l'échange d'usufruit de parts sociales ou de valeurs mobilières.

**706.** L'usufruit de valeurs mobilières s'est développé sous l'angle de la transmission successorale aux fins surtout d'alléger la charge des impôts successoraux. Il ne se métamorphose pas en quasi-usufruit car les valeurs mobilières ne sont pas des choses consommables par le premier usage<sup>1412</sup>. Les parties peuvent prévoir

<sup>1409</sup> Cass. Req., 21 mai 1930, arrêt *époux Vengeon c/ conjoints Benassy et a.*, D.P. 1932 I p. 111, S. 1930 I p. 286 ; Cass. 1<sup>ère</sup> civ., 4 oct. 1989, arrêt *conjoints Michel c/ époux Brugnon et a.*, Bull. civ. I n° 308 p. 205.

<sup>1410</sup> Cass. req., 21 janv. 1845, arrêt *Bourquert c/ héritiers Bourquert*, D.P. 1845 I p. 105 ; Cass. req., 27 mars 1946, arrêt *Dufour c/ Jayle*, D. 1946 J. p. 240 ; Cass. req., 8 nov. 1881, arrêt *Du marché c/ Faure de la Bastie*, D.P. 1883 I p. 174. Si une dispense conventionnelle était initialement prévue, cette demande ne peut aboutir qu'en présence d'actes mettant en danger l'usufruit : Cass. req., 19 déc. 1905, arrêt *Joseph c/ Khan*, S. 1906 I p. 188.

<sup>1411</sup> Cass. req., 8 nov. 1881, arrêt *Du marché c/ Faure de la Bastie*, préc.

<sup>1412</sup> Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 264 p. 18 ; Paulette VEAUX-FOURNERIE et Daniel VEAUX, « prérogatives de l'usufruitier, droit de l'usufruitier : jouissance et usage », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 10 n° 64 p. 15 ; Caroline SIFFREIN-BLANC, « usufruit, prérogatives de l'usufruitier, pouvoir de l'usufruitier », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 20 n° 83 et s. pp. 16 et s. ; Jean PRIEUR, Jean-Pierre FERRET et Bernard DEBRABANT, « vulnérabilité des démembrements sur les titres », Rev. Dr. pat. n° spécial janv. 1995 p. 29 ; Michel GRIMALDI et Jean-François ROUX, « la donation de valeurs

conventionnellement d'élargir les pouvoirs de l'usufruitier en lui consentant le droit de disposition sur les valeurs objet du contrat. L'usufruitier a traditionnellement droit aux fruits, c'est-à-dire les dividendes, les bénéfices distribués par une société, et le nu-proprétaire aux produits. Un « total rate of return swap » sur des actions confère à chaque usufruitier le droit de recevoir les dividendes perçus par sa contrepartie après leur distribution par les sociétés émettrices. Avec cette qualification, les flux financiers du « dérivé de crédit » sont parfaitement expliqués lorsque le sous-jacent est une valeur mobilière ou part sociale.

**707.** Pourtant, cet usufruit entraîne des conséquences qui dépassent les prévisions des parties. Outre le droit d'en jouir, l'usufruitier obtient le pouvoir d'administrer les parts sociales ou les valeurs mobilières<sup>1413</sup>. Il participera au fonctionnement et à la vie de la société. Pour les sociétés anonymes, il exercera le droit de vote dans les assemblées générales ordinaires de la société alors qu'il reviendra au nu-proprétaire dans les assemblées générales extraordinaires. L'usufruitier disposera des droits d'information propres à tout associé, votant et participant. Il pourra ester en justice pour disputer les décisions des assemblées ou des organes de direction. Or le « dérivé de crédit » n'organise pas un tel transfert de droits au profit du vendeur de protection. Celui-ci reste un tiers par rapport au contrat sous-jacent. Il ne s'immisce pas dans la vie de la société. Autre argument décisif déniait tout rapprochement, l'usufruitier restitue les parts sociales au nu-proprétaire à l'échéance du contrat. Le nu-proprétaire redevient le seul et unique associé pourvu de l'ensemble des prérogatives. Cette obligation n'est pas celle de restitution d'une valeur d'une part sociale auquel se cantonne le « dérivé de crédit ». Le versement du différentiel selon l'évolution du cours de cette valeur mobilière ne s'explique pas rationnellement dans l'hypothèse d'un échange de quasi-usufruit de valeurs mobilières. Il ne peut servir de qualification au « total rate of return swap »<sup>1414</sup>. L'explication pourrait être trouvée dans l'échange de quasi-usufruit de sommes d'argent.

## **2. Un échange croisé de quasi-usufruits de sommes d'argent.**

**708.** Le « total rate of return swap » est finalement un contrat de transfert des performances économiques d'une créance ou d'une valeur mobilière. Cela se concrétise par la remise réciproque des intérêts produits par chaque créance visée dans la convention. L'usufruit de créance n'est pas une solution viable. En conséquence, il faut éviter de s'attacher plus que nécessaire à la notion de créance pour qualifier ce « dérivé de crédit ». La créance est présentée comme le sous-jacent. Elle est l'indicateur de référence de l'échange des flux financiers. Elle est par ricochet le point central de la détermination de la valeur du « dérivé de crédit ». Son rôle se cantonne à cette fonction essentielle et indispensable d'indicateur pour l'exposition du « dérivé de crédit ». Elle est tout à la fois indispensable sans pour autant être intégrée à ce contrat en ce que sa situation juridique n'est pas modifiée. Elle reste extérieure à la relation contractuelle. Le « dérivé de crédit » lie les seuls créanciers entre eux. Il ne modifie par le rapport contractuel existant entre les débiteurs et les créanciers. Ces

---

mobilières avec réserve de quasi-usufruit », D. 1994 chron. p. 219 ; Laurent AYNÈS, « usufruit, droit d'usage », R.S. n° 3 de juil.-sept. 1999 p. 593 ; Dominique FIORINA, « l'usufruit d'un portefeuille de valeurs mobilières », RTDC 1995 p. 43 ; Suzel CASTAGNÉ, « usufruit, quasi-usufruit : une nouvelle mise au point », JCP N 2000 n° 13 p. 577. Le rappel des grands principes en introduction par : Jacques LE CALVEZ, « l'usufruit des valeurs mobilières de capitalisation (ou les bois et taillis du XX<sup>ème</sup> siècle) », D. 1994 chron. p. 124.

<sup>1413</sup> Jean-Marc GARINO, « les dangers de l'usufruit de droits sociaux », JCP E 2010 n° 2111 ; Aurélie BALLOT-LÉNA, « l'usufruitier de droit sociaux : un statut sui generis ? », D.S. juin 2010 n° 9 p. 5.

<sup>1414</sup> Contra qui souligne la ressemblance par les effets de ce « dérivé de crédit » et de l'usufruit sur valeurs mobilières : Sébastien PRAICHEUX, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D. n° 94 p. 26.

créances sont véritablement prises en tant qu'indicateur. C'est pourquoi le rapport contractuel reste totalement neutre à l'égard des contreparties d'un « dérivé de crédit ». Il en résulte qu'elles ne sont pas directement transmises ou remises. Convaincu de cela, nous n'avons toujours pas de solution au sujet de l'objet de l'usufruit. Nous pensons que cet usufruit ne peut porter que sur une somme d'argent. Comme précédemment, cette somme d'argent va reprendre des caractéristiques propres à un élément de référence. Là ou pour un swap, c'est séparément et à la fois un taux de change et/ou un taux d'intérêt qui représentent cet indicateur, pour un « total rate of return swap », ce sont les caractéristiques, rendement et valeur de capital, de deux créances qui serviront. Elles ne reprendront finalement que les calques des créances pour couvrir l'exécution du « dérivé de crédit ». Cette théorie respecte l'étanchéité entre les divers rapports contractuels. Le rendement est transféré par l'organisation de cette transposition, mais il ne l'est qu'à partir d'un échange d'usufruit de sommes d'argent effectué sur le patrimoine propre de chaque partie de ce « dérivé de crédit ». Ceci explique l'effet relatif de ce contrat qui se concentre sur les seuls contractants du « dérivé de crédit ». Pour cette raison, chaque partie ne peut pas aller réclamer auprès de chaque débiteur le montant du rendement attendu. D'où l'apparition des flux monétaires transmettant ce rendement, ou plutôt ces rendements, entre le vendeur et acheteur de protection sans mise en cause des débiteurs de chaque créance. Cet usufruit est directement constitué, individualisé et autonomisé à partir du patrimoine de chaque partie. L'impérativité de la condition de la propriété est respectée car les contractants sont propriétaires du bien objet de l'usufruit. Elle porte sur une somme d'argent, il n'existe pas de problématique sur l'identification et l'essence d'un indice ou autre indicateur. Elle justifie la possibilité de conclure des opérations virtuelles dans lesquelles chaque partie n'aurait pas la qualité de créancière par la détention personnelle d'un tel titre. Les montants de références de ces contrats sont notionnels. Ils sont identiques pour les deux parties. Ils n'ont pas besoin d'être physiquement remis au début du contrat. Cette raison justifie l'inutilité de l'inventaire au début des usufruits comme pour un swap. Elle exonère également les parties d'apporter une caution ou une garantie personnelle. Cet échange d'usufruit forme un contrat indissociable, un tout unique dont chaque engagement est la cause de l'autre. C'est pour obtenir l'usufruit de la somme d'argent calquée sur une créance de l'autre que chaque partie accepte de conclure le contrat et de concéder un usufruit identique.

**709.** Pourtant, il convient d'affiner cette affirmation pour expliquer l'apparition du différentiel en capital à la fin du contrat. A l'issue du contrat d'usufruit, l'usufruitier se doit de remettre le bien objet du contrat en possession du nu-propiétaire. Lorsque le quasi-usufruit d'une somme d'argent s'achève, le nu-propiétaire retrouve la somme d'argent objet de l'usufruit. A défaut de stipulation contraire, c'est le montant remis au début qui sera rendu en exécution du principe du nominalisme monétaire<sup>1415</sup>. A l'opposé, si les créances avaient directement fait l'objet de l'usufruit, les nus-propiétaires seraient rentrés en possession des créances à leur valeur dévalorisée ou valorisée au moment de leurs restitutions. Elles auraient subis ces appréciations ou dépréciations. Or justement, le « total rate of return swap » cherche à les éviter d'où l'intérêt de le faire porter sur cette somme d'argent. La valeur monétaire et notionnelle initiale prédomine. Dans l'esprit des parties, c'est la valeur monétaire et notionnelle de la créance apparue au début de l'usufruit dont doit profiter le nu-propiétaire à la fin du contrat. Elles veulent neutraliser la fluctuation de cette valeur. D'où l'importance de recourir de la notion d'usufruit de sommes d'argent. Pour autant, cette somme variera selon la valeur de cette créance puisque les parties l'ont envisagé. C'est pourquoi des montants sont

---

<sup>1415</sup> Paulette VEAUX-FOURNERIE et Daniel VEAUX, « fin de l'usufruit », J.-Cl. Civ. art. 617 à 624 fasc. 80 n° 65 p. 16 et « prérogatives de l'usufruitier, droit de l'usufruitier : jouissance et usage », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 10 n° 42 p. 11 ; Pierre SIRINELLI, « le quasi-usufruit », P.A. n° 87 du 21 juil. 1993 n° 67 et s. p. 14. Contra : Alfred RIEG, « usufruit », Rép. Civ. D. n° 200 p. 14.

remis pour neutraliser les fluctuations et replacer les parties dans la situation dans laquelle elles étaient lors de la conclusion du contrat. A l'issu du contrat, si cette valeur s'est dépréciée, le vendeur de protection donnera à l'acheteur de protection cette différence afin de compenser cette évolution par rapport à cette créance. Il retrouve la valeur de cette créance grâce à ce contrat et sera placée dans la situation adéquate au regard de la somme d'argent. A l'inverse, en cas de valorisation, le vendeur de protection conservera l'équivalent de la différence positive de l'évolution de la créance. L'acheteur de protection ne peut prétendre qu'à la valeur de référence notionnelle de la créance du début du contrat. Dans ce cas, ce vendeur de protection disposera à ce moment de cette différence. Ces différences viennent pallier l'absence de remises de sommes d'argent dans l'usufruit au début du contrat. Le différentiel correspond à ce qu'aurait reçu les parties à l'issu du contrat si des remises physiques avaient eu lieu. Néanmoins, ce raisonnement devrait aussi être transposé au quasi-usufruit consenti par le vendeur de protection à l'acheteur de protection. Un différentiel devrait aussi naître lors de la restitution pour donner naissance à un autre flux financier. Or ce n'est pas le cas. Un seul flux financier existe qui peut aller dans un sens ou dans l'autre. La piste d'une compensation est une impasse. Le différentiel est apparu à l'occasion de l'exécution d'une branche d'une obligation. Il ne naît pas de la confrontation d'une créance directe du vendeur de protection sur l'acheteur de protection et d'une autre créance de l'acheteur de protection sur le vendeur de protection. Le calcul du différentiel à partir de deux créances ne se fait pas sur des créances directes entre les deux parties. Les conditions légales de la compensation ne sont pas réunies. En réalité, l'explication réside dans le fait que les parties considèrent que la valeur de la créance de référence du vendeur de protection n'évolue pas au cours du contrat. Elle se trouve définitivement fixée dès l'origine du contrat.

**710.** En conséquence, le « total rate of return swap » exige le franchissement d'une étape supplémentaire pour sa qualification par rapport au swap. Le swap s'arrête à une somme d'argent dont les modalités peuvent directement comprendre un taux d'intérêt et ou/un taux de change. Le « total rate of return swap » appelle une référence extérieure qui a un devenir propre, la créance. C'est pourquoi il ne peut être qualifié que d'échange de quasi-usufruit de sommes d'argent calqué sur une ou des créances.

**711.** Comme pour les « dérivés de crédit » événements, les « dérivés de crédit » sur variation reposent sur des structures juridiques différentes. Pour chaque catégorie de « dérivé de crédit », l'examen des qualifications potentielles s'attarde sur un très large panel. Il est délicat de tous les inscrire dans un régime juridique unique, si ce n'est commun, lorsque l'on aborde leur qualification individuelle. Il réclame souvent une qualification alternative. Le « credit spread forward » se classe soit comme un contrat « *sui generis* », soit comme un pari réglementé. Le « credit spread option » est au monde de la finance ce que la promesse unilatérale de vente ou d'achat est au monde civil. Il est une promesse unilatérale d'achat assortie d'une condition suspensive. Il devient une promesse unilatérale d'échange de titres avec une condition suspensive en cas de livraison des titres dévalués. Enfin, en cas de simple remise d'un différentiel, il ressemble à un contrat de pari. Le « total rate of return swap » embrasse plusieurs qualifications civiles, l'échange de quasi-usufruit de sommes d'argent dont les caractéristiques sont calquées sur des créances sous-jacentes dont l'une est protégée et l'autre se cantonne à un rôle de référence. De ce récapitulatif, deux indications se dégagent. La première est que la variété annoncée est plus intense qu'indiquée car elle existe aussi à l'intérieur de chaque grande branche de contrat et non seulement entre ces grandes familles. Autre leçon, les « dérivés de crédit » ne peuvent être réduits à une figure juridique simple. Ils reprennent soit des images juridiques complexes, comme l'accumulation d'une promesse

unilatérale d'achat avec une condition suspensive, soit mêlent et additionnent plusieurs qualifications, comme celles de contrat d'échange et d'usufruit. Ils marquent peut-être à cette occasion une nouvelle façon de faire évoluer les références classiques du code civil, une nouvelle manière d'appréhender l'*usus* ou le *fructus* dans un secteur économique de plus en plus dématérialisé et virtuel. Enfin, la qualification commune à tous en instrument financier influence l'application des règles civilistes classiques parfois atténuées.

**712.** Toutes les difficultés de qualification ne sont pas pour autant réglées. Deux qualifications surnagent dans ce foisonnement d'hypothèses. Celle de contrat *sui generis* qui n'en est pas vraiment une. Elle ne permet pas d'en tirer un régime juridique établi. Elle renvoie simplement à l'exécution des stipulations contractuelles. L'autre est celle de pari, de pari réglementé puisque le législateur reconnaît indirectement leur existence et utilisation au sein de diverses dispositions. Cette qualification imprègne tous les « dérivés de crédit » en raison de l'essence fortement spéculative de conventions, nature d'ailleurs intrinsèque à la pléthore d'instruments financiers. Elle empêche souvent d'attribuer sereinement une qualification juridique à chaque « dérivé de crédit ». Autre problématique récurrente, la qualification du contrat d'assurance pour le « credit default swap ». Il est délicat d'exclure totalement son application au seul regard des caractéristiques essentielles du contrat.



## Conclusion :

**713.** Les « dérivés de crédit », comme tous les instruments financiers, sont tiraillés par leur double nature. Instruments de protection, instruments de spéculations, tantôt ils apportent une garde à un actif sous-jacent auquel est ou sera exposé l'acheteur de protection, tantôt ils sont totalement déconnectés de toute véritable opération de couverture d'un actif sur lequel l'une des parties est ou sera en risque. Cette double nature se répercute sur l'impossibilité de les traduire de manière uniforme et sur la difficulté de les appréhender. Ils peuvent tout aussi bien, au sein des conventions aléatoires, être confondus avec un contrat d'assurance qu'avec un contrat de pari<sup>1416</sup>. Quoi de plus opposé que ces contrats dans leur philosophie ? Contrats de couverture ou non, il n'ouvre jamais au vendeur de protection d'action à l'encontre de l'entité sous-jacente. Ils ne peuvent être des contrats de garantie. Le législateur a intégré ces « dérivés de crédit » au sein des instruments financiers, notion somme toute indifférente à cette caractéristique. Néanmoins, cette insensibilité n'épargne pas les doutes quant à déterminer exactement à partir de quelle disposition il est possible de les rattacher. L'expression globale de « contrat à terme servant au transfert du risque de crédit » reste floue. Il nécessite un travail supplémentaire d'analyse pour déterminer quelle convention s'y intègre. La confusion n'est jamais totalement repoussée. Notion insouciant à la spéculation ou à la couverture, mais insuffisante pour connaître le régime juridique complet à appliquer à chacun d'entre eux. A ce stade, l'obstacle de la double nature ressurgit pour déboucher souvent sur une distribution alternative de qualification.

**714.** Ces contrats de « dérivés de crédit » ne trouvent pas leur place à l'état brut au sein du code civil. Cette affirmation est avérée pour le « credit linked notes ». En tant que titre d'emprunt de protection, il s'insère parmi les émissions de titres complexes, matière en dehors du code civil. Le « credit spread forward », mécanisme original s'il en est, suit un cheminement intellectuel non seulement hors du code civil, mais aussi inconnu de l'édifice juridique français. Il figure un véritable contrat *sui generis*, encore qu'il soit toujours possible d'y voir un contrat de pari s'il est totalement déconnecté d'une volonté de protection. Pour les autres, il est possible d'y déceler des notions connues du code civil, mais jamais tout à fait à l'état brut : promesse unilatérale d'achat, sous condition suspensive, parfois avec obligation alternative, pour le « credit spread option », contrats d'échange et d'usufruit, ensemble, pour le « total rate of return swap ». Un autre, le « credit default swap », peine à se distinguer du contrat d'assurance. Cette discussion rémanente subsiste à son égard. A défaut, il est encore fait appel à la notion de contrat *sui generis* ou de pari.

**715.** Il est singulier d'observer à quel point la qualification de pari peut avoir vocation à s'étendre à tous ces instruments financiers : opinion opposée, obligation de donner ou de faire en faveur de la partie perdante etc. L'aléa intrinsèque à l'activité financière ne donne t'il pas à la qualification de pari un rôle similaire pour le secteur financier à celui tenu par le contrat *sui generis* pour le reste du droit ? Cette qualification jette une lumière nouvelle et troublante sur le monde de la finance, si palpitant, si essentiel, si friand des projecteurs de l'information en

---

<sup>1416</sup> Lorsque l'assurance est définie par la réunion d'un risque, d'une prime et d'une prestation de garantie en cas de sinistre, elle « semble un simple pari entre deux personnes » : Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », op. cit. n° 33 p. 40.

tant que moteur de l'économie, tout au moins dans le domaine des contrats financiers. Cette activité n'est-elle rien d'autre qu'un pari ? Quelle différence entre le turfiste qui étudie les caractéristiques de chaque cheval, de sa carrière, de ses cotes, de l'épreuve, du terrain et de la météo, et du financier qui analyse les données économiques et financières à sa disposition, le passé des entités, pour parier sur le cheval prometteur ou le sous-jacent optimal ?

En tant qu'il s'adapte à la société, le droit est suiviste. De la sorte, il s'efforce de traduire juridiquement les comportements économiques. En rapprochant les contrats financiers des paris, il introduit une idée d'irrationalité dans les résultats attendus. Le cheval qui a les meilleures chances ne l'emporte pas toujours, l'équipe favorite peut décevoir. Introduire cette idée en matière financière semble discréditer ce secteur et ses acteurs. Elle fait douter de la rationalité, de l'efficacité des marchés, de l'ordre logique qui le préside. Pour autant, certains économistes remettent en cause cette perception des marchés. Les tenants de la théorie économique du chaos comme source d'explication des mécanismes profonds régissant l'économie et la bourse renvoient à cette idée de l'impossibilité de dégager des lois fondamentales de leurs fonctionnements comme il en existe en physique par exemple<sup>1417</sup>. Le but de ces travaux était d'expliquer les raisons des successions des cycles de croissance et de crise. Cette étude devait permettre de dégager les facteurs propres à la croissance ou à une crise pour tout à la fois anticiper l'alternance des cycles, mais aussi proposer un guide efficace aux politiques publiques soit pour faciliter la sortie de crise, soit pour perpétuer un cycle de croissance. Face à l'échec récurrent de cette recherche, un courant estime finalement qu'une telle rationalité n'existe pas. Le hasard prédomine, rien n'est agencé, aucune loi « physique » n'ordonne le monde économique. Face à l'imprévisibilité, le chaos règne. Il trouverait une résurgence juridique fidèle avec le contrat de pari.

**716.** L'une des difficultés de qualification des instruments financiers provient de ce que leurs montages reposent sur ces indices, des taux etc. La nature de ces indices interfère avec la qualification, car ils ne peuvent être l'objet d'une appropriation, être cédés, vendus, loués etc. Immatériels, impalpables, ils ne sont pas par eux-mêmes des biens susceptibles d'une circulation économique. Pourtant, leur reconnaissance provient de leur utilisation machinale et quotidienne, même s'ils restent inclassables au sein de l'ordonnement juridique. Leur emploi est légalement encadré, songeons aux dispositions relatives à l'indexation<sup>1418</sup>, à l'usure<sup>1419</sup>, à la reconnaissance légale de l'indice trimestriel des loyers commerciaux<sup>1420</sup> etc. L'indice ne devient palpable que par sa matérialisation sous forme monétaire. Il doit être traduit en valeur monétaire pour être apprécié et donné lieu à une exécution. Ces indices sont pour les cocontractants une caractéristique de la somme d'argent. Elles l'attribuent à une prestation monétaire déterminée. Ainsi, ces indices peuvent être attirés sous le giron des notions du code civil à travers l'usufruit. Consentir l'usufruit d'un indice est impossible, mais non consentir un usufruit de somme d'argent à partir d'un indice précisé par les parties. Ce n'est que de cette façon qu'un indice prend tout son sens. Ceci est important car le milieu financier en est fort gourmand.

**717.** Notre travail participe à la qualification juridique des « dérivés de crédit », mais évidemment, il n'épuise pas tous les problèmes de qualification posées ou qu'ils poseront selon les mutations qu'ils supporteront certainement. Directement ou indirectement, ces dernières années, les propositions de qualification, par rattachement à des catégories existantes ou création de nouvelles qualifications, foisonnent. Certaines incertitudes demeurent. Les excès provoqués par l'utilisation de certains instruments financiers invitent les

---

<sup>1417</sup> V. supra § 441.

<sup>1418</sup> Art. L. 112-1 et s. du code monétaire et financier.

<sup>1419</sup> Art. L. 313-3 et s. du code de la consommation.

<sup>1420</sup> Art. L. 112-2 du code monétaire et financier.

autorités nationales, internationales et européennes, à poser des jalons. Il n'est qu'à voir le nombre de textes réformateurs adoptés ou en voie d'adoption depuis quelques années. Ils ne sont pas forcément inspirés par une cohérence rigoureuse. Ils sont propices à l'ouverture de nouveaux débats sur leurs champs d'application et par ricochet sur les qualifications à retenir. Le rattachement des « dérivés de crédit » au sein des contrats financiers en ce qu'ils transfèrent le risque de crédit s'appuie avant tout sur un consensus doctrinal et professionnel. Les derniers projets de règlements européens illustrent ces craintes. L'une des propositions de règlement s'intitule « *vente à découvert et certains aspects des contrats d'échanges sur le risque de crédit* »<sup>1421</sup>. Elle désigne le « *credit default swap* ». Mais quid de la vente à découvert des autres « dérivés de crédit » alors que dans le même temps il est indiqué que la proposition couvre tous les instruments financiers<sup>1422</sup> ? Que penser de cette désignation maladroite de « *contrat d'échange de crédit* » là où n'existe aucun échange ? La définition qu'en donne ce projet n'est pas non plus dénuée d'inquiétudes. Ils sont un « *contrat dérivé aux termes duquel l'une des parties verse une prime à l'autre en contrepartie d'une compensation ou d'un paiement en cas de défaillance de l'entité de référence ou d'événement de crédit affectant celle-ci, et tout autre contrat dérivé ayant un effet économique analogue* ». Le renvoi au « *contrat dérivé* » mérite une définition inexistante. Mais surtout, que penser de dernière partie de la définition. S'il a le mérite d'offrir un cadre juridique à des instruments tendancieux, à la frontière de la définition, où se situe exactement cette borne ? De même, la proposition de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux semble viser exclusivement les « *credit default swap* »<sup>1423</sup>, relatifs aux dettes souveraines, et oublier tous les autres cas de figure. Ainsi, loin de dégager des critères efficaces de qualification, ces dispositions morcellent un peu plus les régimes juridiques. Mais peut-être est-ce rendu nécessaire par la grande diversité des contrats financiers ?

**718.** Les paradoxes dépassent la seule nature ou qualification des « dérivés de crédit ». Il est surprenant de relever avec quelle facilité ces instruments, porteurs intrinsèques d'une asymétrie d'information<sup>1424</sup>, sont utilisés par les établissements de crédit et les assurances, qui dans leurs métiers traditionnels, sont particulièrement allergiques à cette asymétrie. Tous vouent aux gémonies l'attitude de l'emprunteur qui tait certaines informations essentielles de nature à modifier la décision d'octroi des concours, à entraîner une annulation et à engager sa

<sup>1421</sup> Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit n° 2010/0251 du 15 septembre 2010 ; Anne-Claire ROUAUD, « où en est l'adoption du règlement européen sur les ventes à découvert ? », loc. cit. p. 139 ; Bertrand DE SAINT-MARC, « les ventes à découvert : leur encadrement national et européen », loc. cit. § 44 p. 128 ; Bertrand BREHIER, « les nouvelles régulations bancaires et financières », loc. cit. § 55 p. 426 ; Jean-Michel NAULOT, « ventes à découvert : où en est l'Europe ? », dossier : « Le cadre de la finance après la crise », loc. cit. n° 1525 ; Frédéric PELOUZE, « vente à découvert : opportunité et changements législatifs », loc. cit. § 238 p. 516 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 80.

<sup>1422</sup> V. l'exposé des motifs du projet, point 3.3.1. « *Instruments concernés par les propositions* », p. 7.

<sup>1423</sup> Projet de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, communiqué du 15 septembre 2010, COM (2010) 484 ; Hubert DE VAUPLANE, « produits dérivés et contreparties centrales, la proposition de règlement de l'Union Européenne à la loupe », loc. cit. p. 78 ; Alain BRISACH, « dérivés OTC : quelle infrastructures pour réduire le risque systémique ? », loc. cit. p. 140 ; Stéphanie SAINT-PÉ, « les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », loc. cit. § 84 p. 164 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Guillaume JOLY, « les nouvelles obligations de compensation des produits dérivés : impact sur la documentation contractuelle des opérations », loc. cit. p. 35 ; Angèle PELLICIER, « dérivés : le projet de réglementation plutôt bien accueilli par les professionnels », loc. cit. p. 4 ; Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Qian HU, « la réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », loc. cit. n° 10 p. 102 ; Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 80.

<sup>1424</sup> V. supra § 216.

responsabilité. Combien rigoureuses sont les sociétés d'assurances qui soulèvent un défaut d'information sur le risque par l'assuré pour refuser d'exécuter le contrat d'assurance et refuser leur protection, que cet assuré soit de bonne ou mauvaise foi, qu'il est sciemment ou par naïveté oublié une information qu'il ne considérerait pas comme capitale. La cohérence comportementale devrait leur interdire de se porter vendeur de protection, tel n'est pas le cas. Comment se montrer si pointilleux pour les besoins de l'économie réelle et si léger au sein de l'économie virtuelle ?

**719.** Mais le paradoxe le plus fort, à notre sens, concerne la substance même des « dérivés de crédit ». Il nous semble déceler une incongruité, voir une absurdité, qui n'est pas sans nous rappeler les causes de certaines affaires, voir catastrophes, très médiatiques, comme nourrir de protéines animales des vaches ruminantes par nature. Les « dérivés de crédit » transfèrent le risque de crédit. Ils sont louables s'ils soulagent des acteurs économiques de ce fardeau alors qu'ils supportent déjà bien d'autres risques : les sociétés, commerçants, profession libérale, agriculteur etc., dès qu'ils sont placés dans la situation de consentir des crédits, comme par exemple les délais de paiement laissés aux distributeurs. En l'état actuel, ces opérateurs sont les derniers à s'en servir, formulation généreuse traduisant l'idée qu'ils ne s'en préoccupent pas. Ces conventions sont au contraire utilisées par le milieu professionnel spécialisé dans l'appréhension du risque de crédit, celui à même de l'apprécier, pour s'en départir. Rappelons cette citation qui énonce que « *les banques n'ont plus vocation à être détentrice finale du risque de crédit* »<sup>1425</sup>. Ce faisant, ces professionnels le transfèrent soit sur certains de leurs confrères, avec le problème de l'asymétrie d'information, ou sur d'autres professionnels qui ne sont pas le mieux à même de le maîtriser. Même si en pratique les volumes restent limités, n'est ce pas déjà de trop, surtout quand on se rappelle que l'espoir primitif était de les étendre à tous le secteur financier et d'aller chercher des contreparties dans tous les compartiments économiques.

**720.** Les « dérivés de crédit » doivent-ils perdurer même pour le secteur bancaire ? Les établissements de crédit ont traditionnellement pour mission, en prêtant leurs concours, de gérer le risque de crédit. Il est de leur vocation originelle d'organiser l'allocation des crédits selon la pertinence du projet soumis par l'emprunteur. Les « dérivés de crédit » permettent aux établissements de crédit de se défaire de cette activité centrale. Ils ne sélectionnent plus le risque finalement supporté par des « néophytes ».

Il est stupéfiant de relever à quel point la doctrine, lorsqu'elle s'y intéresse, s'accorde à relever comment, ces vingt dernières années, la gestion traditionnelle du crédit par les banques a été profondément modifiée<sup>1426</sup>. Certes, l'intrusion des « dérivés de crédit » n'est pas le seul facteur, mais leur rôle n'est pas négligeable. La procédure de sélection des risques a été profondément remaniée et ne se focalise plus uniquement sur la sélection entre bon et mauvais risque<sup>1427</sup>. Le couple risque/rentabilité prédomine, pour dégager la rentabilité la plus élevée. Les conséquences pour l'établissement de crédit sont atténuées puisqu'il peut ensuite s'en défaire grâce aux « dérivés de crédit », ou d'autres instruments, comme la titrisation. Il

---

<sup>1425</sup> Richard BRUYÈRE, « de nouveaux outils de gestion du risque de crédit pour les entreprises », loc. cit. p. 28.

<sup>1426</sup> Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », op. cit. p. 128 ; Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », op. cit. p. 221 ; Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », op. cit. 2004 pp. 285 et s. ; John KIFF, François-Louis MICHAUD et Janet MITCHELL, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », loc. cit. p. 111 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », loc. cit. p. 3 ; Reinhard LAHUSEN et Bernard SPEYER, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », loc. cit. n° 78 p. 281 ; Christian NOYER, « repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière », loc. cit. p. 1 ; Ronald W. ANDERSON, « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », loc. cit. p. I.

<sup>1427</sup> V. supra § 15.

est fondamentalement malsain d'accepter de prendre des risques de crédit selon la capacité ou l'opportunité de s'en défaire plutôt que sur l'appréciation de la qualité du projet et de l'emprunteur. Elle traduit une légèreté blâmable. C'est l'abandon de la sélection.

Notre propos n'est pas de restreindre l'allocation des crédits aux seules opérations présentant les meilleures chances d'arriver à bonne fin. Une certaine prise de risque doit être admise pour financer l'innovation ou tout au moins l'esprit d'entreprise. Un établissement de crédit doit apporter son aide à un entrepreneur dont la situation, au moment de sa soumission, ne lui laisse pas la possibilité de faire face à ses échéances. En effet, tous escomptent le dégagement de revenus supplémentaires par le développement du courant des affaires en résultant pour couvrir ce surcroît d'endettement. Mais ce risque ne doit pas être pris lorsqu'il ne peut qu'aboutir sur une issue défavorable. Un auteur estime que « *l'innovation indéniable source de progrès devrait peut-être tout même s'apprécier en fonction du degré de risque potentiellement généré par son utilisation* »<sup>1428</sup>.

**721.** Pour illustrer ces déboires, quelques mots sur la crise des subprimes sont nécessaires. Ces contrats de prêts immobiliers étaient destinés à une population d'une solvabilité précaire, voir douteuse, qui se voyait fermée l'accès au prêt à des conditions classiques. L'idée « ingénieuse » était de leur proposer offrir un contrat finalement plus onéreux que les conditions d'endettement classiques. Pour ne pas dissuader cette clientèle potentielle, le contrat reposait sur un taux d'intérêt variable, alors très bas, et des mensualités allégées durant les deux premières années. La combinaison de ces facteurs maquillait la véritable charge d'endettement. Pour s'assurer le remboursement, elles obtenaient une sûreté sur le bien acquis qui n'était qu'un leurre. Son efficacité était dépendante de la valeur du bien, or une bulle immobilière s'était formée et entretenue avec l'arrivée artificielle de ces nouveaux acheteurs. Pour preuve, ces crédits subprimes ont représenté près de 30 pour cent de la totalité des crédits hypothécaires lors du déclenchement de la crise alors qu'ils représentaient moins de 10 pour cent de ce marché en 2000<sup>1429</sup>. Ces établissements ont sciemment octroyés des crédits plus onéreux à des emprunteurs à qui ils auraient refusé des prêts à des taux plus faibles en raison de leur niveau insuffisant de solvabilité. Deux retournements étaient prévisibles. Une hausse des taux d'intérêts variables, qui ayant atteint été accordé à un niveau plancher, ne pouvaient baisser plus. La charge d'endettement ne pouvait que croître à plus ou moins long terme, obérant la capacité de remboursement déjà fragile. Le retournement du marché de l'immobilier, l'éclatement de la bulle, au premier ralentissement économique. Ces prêts ont été accordés avec d'autant plus de libéralité que le risque de crédit sous-jacent a alimenté les opérations de titrisations, les « dérivés de crédit », et d'autres montages financiers plus complexes et opaques. Ces mécanismes ont permis d'externaliser le risque des subprimes au-delà du territoire américain. Ces subprimes se sont dilués chez une importante part des acteurs des marchés financiers au point qu'il a parfois été difficile de savoir où il s'était logé. Cette difficulté a engendré une perte de confiance majeure puisque l'opacité de l'exposition à ce risque à favoriser la suspicion et la méfiance, grippant tous les rouages économiques, provoquant la crise mondiale dont les effets se font toujours sentir. Pour une part, les « dérivés de crédit » ont favorisé, par la modification des processus de sélection des emprunteurs, indirectement le développement de ce risque et surtout, directement, sa diffusion.

**722.** Certains estiment enfin, ce n'est pas le moindre paradoxe, que l'intrusion des « dérivés de crédit » modifiera profondément la relation débiteur / créancier. Précédemment, en cas de difficulté, le créancier - établissement de crédit - avait intérêt à l'accompagner au mieux, parfois en renégociant les modalités du concours, abandonnant des délais ou une part

---

<sup>1428</sup> Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 80.

<sup>1429</sup> Patrick NAVATTE, « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », op. cit. p. 79.

des créances, pour espérer son redressement et ainsi limiter les pertes. En se protégeant par un « dérivé de crédit », les acheteurs de protection deviennent indifférents à ces gênes financières. Ils peuvent même avoir intérêt à la défaillance rapide de ce débiteur, la survenance de l'événement de crédit, pour obtenir la prestation de l'acheteur de risque, surtout si la dette sous-jacente est totalement couverte. Les « dérivés de crédit » affaiblissent les encouragements initiaux à la préservation du débiteur, et ce faisant, d'une partie de l'économie. Le prêteur peut aussi abandonner la surveillance de l'emprunteur<sup>1430</sup>. Les conséquences des « dérivés de crédit » se sont révélées, paradoxalement, être autres que celles annoncées. Censés faciliter l'essor des marchés, la maîtrise des risques, la croissance, ils ont été facteur de méfiance, d'assèchement des liquidités et de concentration des risques<sup>1431</sup>. Au lieu de prévenir le risque systémique, ils peuvent le favoriser. A n'en pas douter, à travers la qualification, les autorités auront à résoudre ces paradoxes pour prévenir toute nouvelle crise facilitée par les « dérivés de crédit ».

---

<sup>1430</sup> Virginie COUDERT et Mathieu GEX, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », loc. cit. p. 15 ; John KIFF et Ron MORROW, « les produits dérivés de crédit », revue de la banque du Canada d'automne 2000 p. 9 ; Ronald W. ANDERSON, « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », loc. cit. p. 1 ; Darrell DUFFIE, « Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 65.

<sup>1431</sup> Charles PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », loc. cit. p. 93 ; Anne DUQUERROY, Mathieu GEX et Nicolas GAUTHIER, « crédit default swaps et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ? », loc. cit. p. 79 ; Satyajit DAS, « credit default swaps : innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », loc. cit. p. 53 ; Nout WELLINK, « réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC) », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 151 ; Orice WILLIAMS BROWN, « crédit default swaps : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 157. Contra : Alban CAILLEMER DU FERRAGE et Clément SAUDO, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », loc. cit. § 9 p. 58 ; Gisèle CHANEL-REYNAUD, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », loc. cit. p. 35 ; Jean-Pierre JOUYET, « la finance du XXI<sup>e</sup> siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 93.

## GLOSSAIRE :

**Capital notionnel ou de référence :** montant monétaire de référence d'une opération financière à partir duquel seront calculés les prestations monétaires des parties.

**Close out netting :** système qui permet de prononcer l'exigibilité des opérations financières en cours et de compenser les prestations financières en résultant entre les parties d'une même opération financière, obligation financière ou contrat financier.

**Credit default swap :** contrat par lequel un acheteur de protection verse une prime de protection à un vendeur de protection qui versera une somme d'argent selon les modalités contractuelles lorsque surviendra un événement de crédit affectant un actif sous-jacent ou une entité de référence.

**Credit linked notes :** Titres émis en référence à une créance ou un panier de créances par un acheteur de protection et souscrits par un vendeur de protection qui ne seront intégralement remboursés qu'en l'absence de survenance d'un événement de crédit affectant la créance ou un panier de créances.

**Credit spread forward :** Contrat par lequel un acheteur et un vendeur de protection s'engagent à se verser une prestation monétaire selon l'évolution de la différence entre deux taux de rendement de deux créances ou portefeuilles de créances différents.

**Credit spread option :** Contrat par lequel un acheteur de protection acquitte une prime au vendeur de protection qui s'engagera à acheter des titres ou des créances à un prix prédéterminé si l'acheteur de protection le demande après le franchissement d'un seuil de variation de la valeur ou de l'intérêt de ces titres ou créances.

**Dénouement monétaire ou physique :** mode d'exécution du contrat lorsque les prestations deviennent exigible. Un dénouement monétaire impose une exécution intervenant uniquement sous la forme de remise de somme d'argent ou d'un différentiel monétaire. Le dénouement physique impose pour l'une des parties la remise physique du sous-jacent.

**Entité sous-jacente :** tout opérateur économique (débitéur d'une créance, d'un portefeuille de créance ou d'un titre) auquel renvoi le « dérivé de crédit » pour son exécution et déterminer l'exigibilité et le quantum des obligations du vendeur de protection.

**Événement de crédit :** liste des événements affectant un actif sous-jacent ou une entité sous-jacente susceptible de déclencher la protection contractuellement prévue par un dérivé de crédit.

**Futur Rate Agreement** (ou accord de taux futur) : Contrat qui permet de figer un taux d'intérêt par lequel un vendeur s'engage à payer à l'acheteur le différentiel en cas de hausse des taux d'intérêt entre le taux garanti et le taux réel et réciproquement l'acheteur s'engage à payer au vendeur le différentiel en cas de baisse des taux d'intérêt entre ce taux garanti et le taux réel.

**Global Netting :** système de compensation, entre les mêmes parties, de plusieurs soldes provenant de la compensation de plusieurs contrats financiers ou opérations financières

régies par diverses conventions-cadre. C'est la compensation globale de plusieurs soldes issus de l'application de la technique du Close out netting.

**Jambes du swap :** chacune des obligations des contractants à un swap.

**Netting :** système de résiliation/compensation entre les obligations des parties intervenant à plusieurs niveaux, le close out netting et le global netting.

**Option :** Contrat conférant à son bénéficiaire (acheteur de l'option), contre versement définitif d'une prime, le droit d'acheter ou de vendre, s'il le désire, une certaine quantité d'un sous-jacent déterminé à un prix déterminé à un vendeur de l'option qui s'engage d'ores et déjà à conclure ce contrat si cette volonté est manifestée durant un laps de temps déterminée.

**Option américaine :** option exerçable à tout moment jusque l'échéance contractuelle prévue.

**Option asiatique (ou sur moyenne) :** option européenne qui offre au bénéficiaire la réception d'une différence positive entre le prix d'exercice et la moyenne des cours des sous-jacents par rapport au montant nominal.

**Option bermudienne :** option qui offre plusieurs date prédéterminée à son acheteur pour exercer son choix.

**Option européenne :** option exerçable à son échéance.

**Panier :** désigne un ensemble de plusieurs titres, valeurs, créances, différentes.

**Prix d'exercice :** prix fixé dès la conclusion du contrat auquel sera exécuté plus tard l'obligation, l'opération ou le contrat financier indépendamment de l'évolution du prix réel du bien visé, donnant naissance à un décalage de valeur entre ce prix d'exercice et le prix réel.

**Sous-jacent :** tout élément dont dépend un contrat financier pour déterminer sa valeur et les prestations entre les parties : valeur mobilière, toute marchandise, devise, indice, titres etc. Pour un « dérivé de crédit », créance, portefeuilles de créances ou de titres etc.

**Swap :** contrat financier par lequel les parties s'échangent des prestations monétaires calculés à partir d'indices, de taux, de devises, de créances, de dettes, différents.

**Total rate of return swap :** Contrat par lequel un acheteur de protection verse de façon périodique au vendeur de protection les revenus d'une créance ou d'un portefeuille de créances de référence ainsi que, au terme du contrat, l'éventuelle augmentation de valeur du nominal de cette créance ou de ce portefeuille, contre les revenus d'une autre créance ou d'un autre portefeuille de créance ainsi que, au terme du contrat, un montant égal à l'éventuelle dépréciation du nominal de cette créance ou de ce portefeuille de référence.

**Vendeur de protection (ou acheteur de risque) :** contractant qui apporte une protection contre la dévalorisation du nominal ou du rendement d'un sous-jacent.

**Vendeur de risque (ou acheteur de protection) :** contractant qui cherche une protection contre la dévalorisation du nominal ou du rendement d'un sous-jacent.

## **BIBLIOGRAPHIE.**

### **Ouvrages, thèses, monographies.**

#### Spécifiques aux « dérivés de crédit » et produits dérivés.

- Florin AFTALION, « marchés des changes et produits dérivés », collection gestion, PUF 1995.
- Julie ANSIDEI, Emmanuel DE FOURNOUX et Pauline LAURENT, « directive MIF, construire le marché financier européen », revue Banque Édition 2007.
- Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, « droit des marchés financiers », Économica, collection Corpus droit privé, 3<sup>ème</sup> édition 2010.
- Pierre-Antoine BOULAT et Pierre-Yves CHABERT, « les swaps, technique contractuelle et régime juridique », Masson 1992.
- Yann BRAOUÉZEC, « dérivés de crédit vanille et exotiques », Revue Banque Édition 2007.
- Richard BRUYÈRE, « les produits dérivés de crédit », édition Economica, collection AFTE, 1998 et 2004.
- Pierre CHABARDES et François DELCLAUX, « les produits dérivés », Gualino éditeur 1996.
- Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, « droit financier », Précis Dalloz 1<sup>ère</sup> édition 2008.
- David DEHACHE et Didier MARTEAU, « les produits dérivés de crédit », Paris ESKA 2001.
- Charles DE LA BAUME, André ROUSSET, et Charles-Henri TAUFFLIEB, « couverture des risques de change et de taux dans l'entreprise », collection AFTE, édition Economica 1999.
- Eric DELATTRE, « les nouveaux instruments financiers », collection Que sais-je ?, PUF n° 2845 1994.
- Arnaud DE SERVIGNY et Ivan ZELENKO, « le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires », édition DUNOD Paris 2001.
- Jean DEVÈZE, Alain COURET et Gérard HIRIGOYEN, Lamy droit du financement 2009.
- Claude DUFLOUX et Laurent MARGULICI, « finance internationale et marché de gré à gré », édition Economica 2<sup>ème</sup> édition 1997.
- Antoine GAUDEMET, « les dérivés », Economica 2010.
- Alain GAUVIN, « la nouvelle gestion du risque financier », LGDJ 2000 ; « droit des dérivés de crédit », revue banque édition 2003.
- Yves JÉGOUREL, « les produits financiers dérivés », édition La Découverte 2010.
- Natali JOVIC et Marie NEDOREZOFF, « les dérivés de crédit : une solution au risque de contrepartie ? », Paris ESKA 2001.
- Pierre MATHIEU et Patrick D'HÉROUVILLE, « les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque de crédit », édition Economica, collection gestion 1998.
- Jean-Pierre MATTOUT, « droit bancaire international », Banque éditeur 4<sup>ème</sup> édition 2009.
- Joseph-Benjamin MOJUYÉ, « le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis », LGDJ 2005.
- Anne-Catherine MULLER, « droit des marchés financiers et droit des contrats », Économica 2007.
- Patrick NAVATTE, « instruments et marchés financiers », Litec 1992 ; « marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés », Editions EMS 2<sup>ème</sup> édition 2010.
- Frédéric PELTIER, « marchés financiers et droit commun », Banque éditeur 1997.
- Jean-Luc QUÉMARD, « dérivés de crédit », revue banque édition 2003.
- Bruno RAVIS, « produits dérivés de crédit : applications et perspectives », édition Larcier, collections Financière cahiers Financiers 2003.
- Jacques REGNIEZ, « les nouveaux produits financiers », collection Repère, édition La Découverte 1987.
- Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « les dérivés de crédit, risques de crédit et solutions », SÉFI 2004.
- Alain RUTTIENS, « futures, swaps, options, produits financiers dérivés », édition de la chambre de commerce et de l'industrie, 3<sup>ème</sup> édition 2009.
- Yves SIMON, « les produits dérivés, origine et développements », collection gestion poche, édition Economica 2<sup>ème</sup> édition 1997.

Blanche SOUSI-ROUBI, Sébastien DUSSART et Franck MARMOZ, « lexique de la banque et des marchés financiers », Dunod 6<sup>ème</sup> édition 2009.  
Hubert DE VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, « droit des marchés financiers », Litec 2001.  
Jeanne France DE VILLENEUVE, « dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers 2005-2006 », Soficom 2004.

#### Ouvrages généraux et autres :

Paul-Henri ANTONMATTEI et Jacques RAYNARD, « droit civil, contrats spéciaux », Litec 6<sup>ème</sup> édition 2008.  
Christian ATIAS, « droit civil, les biens », Litec 10<sup>ème</sup> édition 2009.  
Jérôme ATTARD, « le contrat de prêt d'argent, contrat unilatéral ou contrat synallagmatique ? », Presse Universitaire d'Aix Marseille 1999.  
Jean-Luc AUBERT, « introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil », Arnaud COLIN 10<sup>ème</sup> édition 2004,  
Jean-Luc AUBERT et Éric SAVAUX, « introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil », Arnaud COLIN 12<sup>ème</sup> édition 2008.  
Laurent AYNÈS et Pierre CROCQ, « les sûretés, la publicité foncière », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009.  
Anne-Sophie BARTHEZ et Dimitri HOUTCIEFF, « les sûretés personnelles, traité de droit civil Jacques GHESTIN », L.G.D.J. 2010.  
BATTINI, « capital risque, les règles du jeu », Paris, édition organisation 1985.  
G. BAUDRY-LACANTINERIE et A. WAHL, « traité théorique et pratique de droit civil, de la société, du prêt, du dépôt », librairie de la société du recueil général des lois et des arrêts 1898.  
Alain BÉNABENT, « droit civil, les obligations », Montchrestien 12<sup>ème</sup> édition 2010 ; « droit civil, les contrats spéciaux, civils et commerciaux », Montchrestien 9<sup>ème</sup> édition 2011.  
Jean BIGOT avec la collaboration de Jean-Louis BELLANDO, Jacques MOREAU, Gilbert PARLÉANI, Séverine CABRILLAC et Bernard JADAUD, « traité de droit des assurances ; tome 1 : entreprises et organismes d'assurances », LGDJ 3<sup>ème</sup> édition 2011.  
Jean BIGOT avec la collaboration de Jean BEAUCHARD, Vincent HEUZE, Jérôme KULLMANN, Luc MAYAUX, et Véronique NICOLAS, « traité de droit des assurances, tome 3, le contrat d'assurance », LGDJ 2002.  
Jean BIGOT avec la collaboration de Philippe BAILLOT, Jérôme KULLMANN et Luc MAYAUX, « traité de droit des assurances, tome 4, les assurances de personnes », LGDJ 2007.  
Thierry BONNEAU, « la modernisation des activités financières », collection « pratique des affaires », GLN Joly éditions 1996 ; « droit bancaire », édition Montchrestien, collection Domat droit privé, 8<sup>ème</sup> édition 2009.  
Hubert BONIN, « la banque et les banquiers en France du moyen âge à nos jours », références Larousse histoire 1992.  
Jacques BORÉ et Louis BORÉ, « la cassation en matière civile », Dalloz 2008.  
Jean-Pierre BOUÈRE, Philippe DEROUIN, Jean-Marc DESACHE, Arnaud DUHAMEL, Eric MALINVAUD et Hubert de VAUPLANE, « titres et emprunts obligataires », Banque éditeur 1998.  
Roger BOUT, Marc BRUSCHI, Monique LUBY et Sylvaine POILLOT-PERUZZETO, Lamy droit économique 2011.  
Michel BOUVIER, Marie-Christine ESCLASSAN et Jean-Pierre LASSALE, « finances publiques », 10<sup>ème</sup> édition 2010.  
J.J. BURGARD, Charles CORNUT et Olivier Robert DE MASSY, « La banque France », Presse de science politique et Dalloz 4<sup>ème</sup> édition 1995.  
Michel CABRILLAC, Christian MOULY, Séverine CABRILLAC et Philippe PÉTEL « droit des sûretés », 9<sup>ème</sup> édition 2010.  
Rémy CABRILLAC, « droit des obligations », collection cours, Dalloz 9<sup>ème</sup> édition 2010.  
Jean CARBONNIER, « droit civil, tome 3, les biens », Thémis PUF 19<sup>ème</sup> édition 2000.  
Guy CAUDAMINE et Lean MONTIER, « banques et marchés financiers », Economica 1998.  
Jean-Antoine CHABANNES et Nathalie GAUCLIN-EYMARD, « le manuel de l'assurance-vie », tome 1, l'argus édition 1998.  
Yves CHARTIER, « droit des affaires, tome 2, les sociétés commerciales », PUF, édition Thémis droit 1992.  
Philippe CLAVEL, « les obligations échangeables », thèse pour le doctorat en droit, université de Lyon 1967.  
François COLLART DUTILLEUL et Philippe DELEBECQUE, « contrats civils et commerciaux », Dalloz 8<sup>ème</sup> édition 2007.  
Gérard CORNU, « introduction au droit », Montchrestien 13<sup>ème</sup> édition 2007 ; « les biens », Montchrestien 13<sup>ème</sup> édition 2007 ; « vocabulaire juridique », PUF, association Henri Capitant, 8<sup>ème</sup> édition 2009.

Benoît COUGNAUD, « l'univers des risques en finance, un équilibre en devenir », Presses de la Fondation nationale des sciences politiques 2007.

Alain COURRET et Hervé LE NABASQUE, « quel avenir pour le capital social ? », Dalloz 2004.

Guy COURTIEU, « dictionnaire de l'assurance », SEFI édition 2002.

Maurice COZIAN, Alain VIANDIER et Florence DEBOISSY, « droit des sociétés », Litec 24<sup>ème</sup> édition 2011.

Sabine DANA-DÉMARET, « le capital social », bibliothèque de droit de l'entreprise, Litec 1989.

Michel DE JUGLART et Benjamin IPPOLITO, « les sociétés commerciales, cours de droit commercial », Montchrestien 10<sup>ème</sup> édition 1999.

Jean-Pierre DESCHANEL, « droit bancaire », édition Dalloz, collection connaissance du droit, 1997.

Paul DIDIER et Philippe DIDIER, « droit commercial, tome 2 : les sociétés commerciales », Economica 2011.

Michel DIETSCH et Joël PETEY, « mesure de gestion du risque de crédit dans les institutions financières », revue Banque édition 2003.

Bruno DONDERO, Lamy de droit pénal des affaires 2011.

François EDWALD et Jean Hervé LORENZI, « encyclopédie de l'assurance », Economica 1998.

J. ESCARRA, E. ESCARRA, J. RAULT, « traité théorique et pratique de droit commercial, sociétés commerciales », Sirey 1950.

Didier FERRIER, « droit de la distribution », Litec 5<sup>ème</sup> édition 2008.

Jacques FLOUR, Jean-Luc AUBERT, Eric SAVAUX, « droit civil : les obligations. 1. L'acte juridique », Armand COLIN 14<sup>ème</sup> édition 2010.

Jean GAUDEMET et Emmanuelle CHEVREAU, « droit privé romain », Montchrestien 3<sup>ème</sup> édition 2009.

Christian GAVALDA et Jean STOUFFLET, « droit bancaire : institutions, comptes, opérations, services », Litec 7<sup>ème</sup> édition 2008.

Jacques GHESTIN, Marc BILLIAU, Grégoire LOISEAU, « Traité de droit civil, le régime des créances et des dettes », L.G.D.J. 2005.

Paul Frédéric GIRARD, « manuel élémentaire de droit romain », Dalloz 2003.

Laurent GODON, « les obligations des associés », édition Economica 1999.

Thierry GRANIER et Corynne JAFFEUX, « la titrisation, aspects juridique et financier », Economica 2<sup>ème</sup> édition 2004.

Jacques GRAVEREAU et Jacques TRUMAN, « crises financières », édition Economica 2001.

Damien GRIMAUD, « le caractère accessoire du cautionnement », Editions des Universités Aix-Marseille 2001.

Groupe de travail, « droit et pratique de la cassation en matière civile », Litec 2<sup>ème</sup> édition 2003.

Hubert GROUDEL, « le contrat d'assurance », collection de droit privé, conséquence du droit, Dalloz 1995.

François GRUA, « contrats bancaires, tome 1, contrat de service », édition Economica 1990.

Serge GUINCHARD et Thierry DEBARD, « lexique des termes juridiques », Dalloz 19<sup>ème</sup> édition 2012.

Yves GUYON, « droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés », édition Economica 12<sup>ème</sup> édition 2003 ; « les sociétés, aménagements statutaires et convention entre associés », LGDJ 5<sup>ème</sup> édition 2002.

Jérôme HUET, sous la direction de J. GHESTIN, « traité de droit civil, les principaux contrats spéciaux », LGDJ 2<sup>ème</sup> édition 2001.

John HULL, « options, futures et autres actifs dérivés », Pearson Education France 6<sup>ème</sup> édition 2007.

François JACOB, « le constitut ou l'engagement autonome de payer la dette d'autrui à titre de garantie », bibliothèque de droit privé tome 294, LGDJ 1998.

André JACQUEMONT, « droit des entreprises en difficulté », Litec 7<sup>ème</sup> édition 2009.

Paul LE CANNU, Thierry GRANIER et Richard ROUTIER, « droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation », Précis Dalloz 8<sup>ème</sup> édition 2010.

Marie-Noëlle JOBARD-BACHELLIER et Xavier BACHELLIER, « la technique de cassation, pourvois et arrêts en matière civile », Dalloz, collection méthode du droit, 6<sup>ème</sup> édition 2006.

Didier KRAJESKI, « l'intuitu personae dans les contrats », imprimerie La Mouette, collection thèse 2001, soutenu à Toulouse en 1998.

Jérôme KULLMANN, Lamy assurances 2010.

Yvonne LAMBERT-FAIVRE et Laurent LEVENEUR, « droit des assurances », précis Dalloz 13<sup>ème</sup> édition 2011.

James LANDEL et Martine CHARRÉ-SERVEAU, « lexique des termes d'assurances », édition de l'argus de l'assurance 2003.

Dominique LEFEBVRE, Charles ROBBEZ MASSON, Edwige MOLLARET-LAFORÊT, Christian GUITER, in « droit et entreprise, aspects juridiques, sociaux, fiscaux », Presses Universitaires de Grenoble, 11<sup>ème</sup> édition 2006.

Dominique LEGEAIS, « sûretés et garanties du crédit », LGDJ 7<sup>ème</sup> édition 2009.

F. LEMEUNIER, « sociétés anonymes, création, gestion, évolution », Delmas 19<sup>ème</sup> édition 2002.

Rémy LIBCHABER, « recherches sur la monnaie en droit privé », LGDJ 1992.

François-Xavier LUCAS, « les transferts temporaires de valeurs mobilières, pour une fiducie de valeurs mobilières », collection bibliothèque de droit privé, LGDJ 1997.

François-Xavier LUCAS et Hervé LÉCUYER, « la réforme des procédures collectives, la loi de sauvegarde article par article », LGDJ 2006.

Daniel MAINGUY, « contrats spéciaux », Dalloz 7<sup>ème</sup> édition 2010.

Philippe MALAURIE et Laurent AYNES, « les contrats spéciaux », Defrénois 5<sup>ème</sup> édition 2011.

Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS et Philippe STOFFEL-MUNCK, « droit civil, les obligations », Defrénois 4<sup>ème</sup> édition 2009.

Philippe MALINVAUD et Dominique FENOUILLET, « droit des obligations », Litec 11<sup>ème</sup> édition 2010.

Henri MAZEAUD, Léon MAZEAUD, Jean MAZEAUD et François CHABAS, « leçons de droit civil, tome II, premier vol. obligation, théorie générale », Montchrestien 9<sup>ème</sup> édition 1998.

Barthélemy MERCADAL, « contrats et droits de l'entreprise », Mémento pratique Francis Lefebvre 2006.

Barthélemy MERCADAL, Anne CHARVERIAT, Alain COURET et Bruno ZABALA, « sociétés commerciales », Mémento pratique Francis LEFEBVRE 2009.

Jacques MESTRE et Marie-Ève PANCRAZI, « droit commercial », LGDJ 28<sup>ème</sup> édition 2009.

Jacques MESTRE et Dominique VELARDOCCIO, Lamy sociétés commerciales 2010.

Bruno MOSCHETTO et Jean ROUSSILLON, « la banque et ses fonctions », collection Que sais-je ?, PUF 5<sup>ème</sup> édition 2003.

Pierre MOUSSERON, Jacques RAYNARD et Jean-Baptiste SEUBE, « Jean-Marc MOUSSERON, technique contractuelle », édition Francis LEFEBVRE 4<sup>ème</sup> édition 2010.

Françoise PÉROCHON et Régine BONHOMME, « entreprises en difficulté ; instruments de crédit et de paiement », LGDJ 8<sup>ème</sup> édition 2009.

Philippe PEYRAMAURE et Pierre SARDET, « l'entreprise en difficulté », édition Delmas 4<sup>ème</sup> édition 2006.

Paul PIC, « évolution récente du droit des sociétés, 1930-1940 », imprimerie BOSC et RIOU 1941.

Maurice PICARD et André BESSON, « traité général des assurances terrestres en droit français, tome 1, introduction, règles générales du contrat d'assurance », LGDJ 1938.

Stéphane PIEDELIÈVRE, « droit bancaire », PUF 2003.

Jean-André PIETRI, « assurance des risques d'entreprises », édition Francis Lefebvre 1994.

Jean-Claude PLANQUE, « contrats spéciaux », Bréal 2<sup>ème</sup> édition 2008.

Roland PORTRAIT et Patrice PONCET, « Finance de marché », Dalloz 2<sup>ème</sup> édition 2009.

Georges RIPERT, « aspects juridiques du capitalisme moderne », LGDJ 1946.

Michel GERMAIN avec le concours de Véronique MAGNIER, « G. RIPERT et R. ROBLOT, traité de droit commercial, les sociétés commerciales », LGDJ 19<sup>ème</sup> édition 2009.

Georges RIPERT et R. ROBLOT, repris par Philippe DELEBECQUE et Michel GERMAIN, « droit commercial, tome 2, effet de commerce, banque, contrats commerciaux, procédure collective », LGDJ 17<sup>ème</sup> édition 2004.

Jean-Louis RIVES-LANGE et Monique CONTAMINE-RAYNAUD, « droit bancaire », précis Dalloz 6<sup>ème</sup> édition 1995.

René RODIÈRE et Bruno OPPETIT, « droit commercial, groupement commercial », Précis Dalloz 1980.

Philippe ROUSSEL GALLE, « réforme du droit des entreprises en difficulté », Litec 2<sup>ème</sup> édition 2007.

Myriam ROUSSILLE, « la compensation multilatérale », nouvelle bibliothèque de thèse Dalloz 2006.

Corinne SAINT-ALARY-HOUÏN, « droit des entreprises en difficulté », Domat droit privé, Montchrestien, 6<sup>ème</sup> édition 2009.

Jean SCHMIDT, Lamy droit fiscal 2011.

Zine SEKFALI, « droit des financements structurés », revue Banque édition 2004.

Yves SERRA, « la non-concurrence en matière commerciale, sociale et civile (droit interne et communautaire) », Dalloz 1991.

Philippe SIMLER, « cautionnement, garanties autonomes, garanties indemnitaires », Litec 4<sup>ème</sup> édition 2008.

Bernard SOINNE, « traité des procédures collectives », Litec 2<sup>ème</sup> édition 1995.

Patrick SOUMRANI, « le portage d'actions », collection bibliothèque de droit privé, édition LGDJ 1996.

Boris STARCK, Henri ROLAND et Laurent BOYER, « introduction au droit », Litec 5<sup>ème</sup> édition 2000 ; « les obligations, 2, contrat », Litec 6<sup>ème</sup> édition 1998.

François TERRÉ, « introduction au droit », Dalloz 6<sup>ème</sup> édition 2003.

François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, « droit civil, les obligations », précis Dalloz 10<sup>ème</sup> édition 2009.

E. THALLER et J. PERCEROU, « traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime », librairie Arthur ROUSSEAU 1931.

Jocelyne VALLANSAN, Pierre CAGNOLI, Laurence FIN-LANCER et Corinne REGNAUT-MOUTIER, « difficultés des entreprises, commentaire article par article du livre VI du code de commerce », Litec 5<sup>ème</sup> édition 2009.

Jean-Luc VALLENS et Jean-François MARTIN, Lamy Droit Commercial 2011.  
Dominique VIDAL, « droit des sociétés », LGDJ 7<sup>ème</sup> édition 2010.  
Pierre VOIRIN et Gilles GOURBEAUX, « droit civil : personne, famille, personnes protégées, biens, obligations, sûretés », LGDJ 32<sup>ème</sup> édition 2009.  
Youmna ZEIN, « les pools bancaires : aspects juridiques », édition Economica Paris, 1998.

### Encyclopédie.

ARTZ Jean-François, « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », Rép. Soc. D. ; « actions », Rép. Soc. D.  
AUBERT Jean-Luc, « cession de dette », Rép. Civ. D.  
AUCKENTHALER Franck, « instruments financiers à terme », J.-Cl. B. fasc. 2050 ; « vente à réméré », J.-Cl. B. fasc. 2122, « pension », J.-Cl. B. fasc. 2123.  
AZARIAN Hélène, « registre du commerce et des sociétés, législation, organisation et fonctionnement », J.-Cl. com. fasc. 105 ; « registre du commerce et des sociétés, inscriptions », J.-Cl. com. fasc. 110 ; « registre du commerce et des sociétés, sanctions des règles », J.-Cl. com. fasc. 115.  
BANCAL Louis et LAGELLE-CHARRETTE Christine, « ducroire de banque », J.-Cl. B. fasc. 600.  
BARRET Olivier, « promesse de vente », Rép. Civ. D., « vente (3<sup>o</sup> effets) », Rép. Civ. D.  
BÉNABENT Alain, « jeu et pari », J.-Cl. Civ. art. 1965 à 1967.  
BERTREL Jean-Pierre, « portage de droit sociaux », Rép. Soc. D.  
BIENVENU-PERROT Annick, « marchés de capitaux », J.-Cl. com. fasc. 1658.  
BON-GARCIN Isabelle et PASUT Mariano, « établissement de crédit et entreprises d'investissements », J.-Cl. Pén.  
BOURETZ Emmanuelle, « crédit syndiqués, syndication directe », J.-Cl. B. fasc. 505 ; « crédit syndiqués, sous-participation », J.-Cl. B. fasc. 506.  
BOUGNOUX Anne, « obligation : devoir et protection des obligataires », J.-Cl. soc., fasc. 1895 ; « masse des obligataires : composition, organes, attributions », J.-Cl. B. fasc. 1900 ; « dissolution des sociétés : causes de dissolution communes à tous les types de sociétés », J.-Cl. soc. fasc. 30-10 ; « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », J.-Cl. soc. fasc. 1830 ; « titres participatifs », J.-Cl. soc. fasc. 1915.  
BOYER Louis, « contrats et conventions », Rép. Civ. D.  
BRUNET Andrée, « dissolution », Rép. Soc. D.  
BUFFELAN-LANORE Yvaine, « condition », Rép. Civ. D.  
CAILLÉ Catherine, « échange », Rép. Civ. D.  
CAMPANA Marie-Jeanne, DIZEL Martine, BARRATIN Laurent-Philippe et FERNANDEZ Reine, « entreprises en difficulté - redressement judiciaire (conditions d'ouverture) », Rép. Com. D.  
CHAMMAS Lola et SEVENNEC Christophe, « obligations : généralités, émission, souscription », J.-Cl. soc. fasc. 187.  
CHAUVEL Patrick, « commissionnaire », Rép. Com. D.  
COURTIEU Guy, « assurances de personnes - assurance vie - le contrat d'assurance », J.-Cl. Resp. civ. ass. fasc. 515-10.  
CROCQ Pierre, « gage », Rép. Civ. D.  
DELEBECQUE Philippe, « cautionnements », Rép. Civ. D.  
DELVILLE Jean-Paul, « conseil national du crédit et du titre (CNCT) », dictionnaire joly bourse et produits financiers.  
DESMOTTES Pierre, « parts sociales », Rép. Soc. D.  
DEUMIER Pascale, « coutume et usage », Rép. Civ. D.  
Dictionnaire permanent d'épargne et de produits financiers, « swaps et dérivés de crédit », feuillets n° 92 du 15 sept. 2007 fasc. 912.  
DORAT DES MONTS Roger, « titres composés, obligations échangeables contre des actions », J.-Cl. soc. fasc. n° 1905.  
DUMONT-LEFRAND Marie-Pierre, « procédure de sauvegarde », J.-Cl. com. fasc. 2152 ; « contrat de commission », J.-Cl. com. fasc. 59.  
GIBIRILA Deen, « nom collectif (société en) », Rép. Soc. D.  
GOFFAUX-CALLEBAUT Géraldine, « part sociale », Rép. Soc. D.  
GRANIER Thierry et ROUALET Véronique, « actions de préférence », J.-Cl. soc. fasc. 1803.

GRUA François actualisé par Nicolas CAYROL, « monnaie : nature de la monnaie », J.-Cl. Civ. art. 1235 à 1270 fasc. 14.

GUYON Yves actualisé par Nadège REBOUL, « affectio societatis », J.-Cl. soc. fasc. 20-10.

HOVASSE Henri, « titres participatifs », Rép. Soc. D.

HOVASSE Henri et MARTIAL-BRAZ Nathalie, « la titrisation », J.-Cl. B. fasc. 2260.

JACQUEMONT André, « redressement et liquidation judiciaires, cessation des paiements », J.-Cl. com. fasc. 2155.

JEULAND Emmanuel, « cession de contrat », Rép. Civ. D.

KLOPFER Michel, « endettement, gestion des flux et des stocks », J.-Cl. collectivités locales fasc. 2110.

KRAJESKI Didier, « contrat intuitu personae », J.-Cl. conc. cont. dist. fasc. 200.

LE CORRE Pierre-Michel, « sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires, principaux délais intéressant les créanciers », J.-Cl. com. fasc. 2190.

LEGEAIS Dominique, « lettre d'intention », J.-Cl. B. fasc. 741 et J.-Cl. com. fasc. 383 ; « gage de meubles corporels, droit commun, constitution », J.-Cl. Civ. art. 2333 à 2336 fasc. 10 ; « gage de meubles corporels, opposabilité du gage », J.-Cl. Civ. art. 2337 à 2340 ; « gage de meubles corporels, gage de biens fungibles », J.-Cl. Civ. art. 2341 à 2342 ; « cautionnement : formation », J.-Cl. com. fasc. 377 ; « crédit documentaire », J.-Cl. com. fasc. 395.

LÉGIER Gérard et DROSS William, « effets des conventions à l'égard des tiers, l'action oblique », J.-Cl. Civ. art. 1166 fasc. 38.

LE GUIDEC Raymond, « vente, obligations du vendeur, garantie en cas d'éviction, modifications conventionnelles », J.-Cl. Civ. art. 1167 à 1629 fasc. 250.

LE GUIDEC Raymond et GRIFFON Laurent, « échange », J.-Cl. Civ. art. 1702 à 1707.

LIENHARD Alain, « entreprises en difficulté (sauvegarde financière accélérée) », Rép. Com. D.

LORVELLEC Louis actualisé par François JACOB, « contrats et obligations, extinction des obligations, paiement avec subrogation, conditions générales et effets », J.-Cl. Civ. art. 1249 à 1252 fasc. 10 ; « contrats et obligations, extinction des obligations, paiement avec subrogation, subrogation conventionnelle », J.-Cl. Civ. art. 1249 à 1252 fasc. 20.

MARTIN Gilles J. et RACINE Jean-Baptiste, « contrats et obligations - objet du contrat », J.-Cl. Civ. art. 1126 à 1130 fasc. 10.

MARTIN Didier R. et ANDREU Lionel, « contrats et obligations, compensation, conditions de la compensation », J.-Cl. Civ. art. 1289 à 1293 ; « contrats et obligations, compensation, effets de la compensation, compensation judiciaire et volontaire », J.-Cl. Civ. art. 1294 à 1299.

MATHIEU Marie-Élisabeth, « cautionnement », J.-Cl. B. fasc. 740.

MATHIEU-IZORCHE Marie-Laure et BENILSI Stéphane, « paiement », Rép. Civ. D.

MAYAUX Luc, « assurances terrestres (1° généralités) », Rép. Civ. D. ; « assurances terrestres (2° le contrat d'assurance) », Rép. Civ. D.

MIGNOT Marc, « vente : nature et forme : promesse unilatérale de vente », J.-Cl. Civ. art. 1589 fasc. 20 ; « vente - obligations du vendeur - garantie en cas d'éviction », J.-Cl. Civ. art. 1630 à 1637.

MARTIN-SERF Arlette, « entreprises en difficulté (nullités de la période suspecte) », Rép. Com. D.

MONSÈRIÉ-BON Marie-Hélène, « entreprises en difficulté (période d'observation) », Rép. Com. D.

MOURALIS Jean Louis, « jeu - pari », Rép. Civ. D.

PAINCHAUX Mélanie, « usufruit : obligations de l'usufruitier en cours de jouissance », J.-Cl. Civ. art. 605 à 616 fasc. 70.

PASQUALINI François actualisé par Alain VAN DER ELST, « titres composés, les obligations avec bon de souscription d'action », J.-Cl. soc. fasc. 1906.

PELTIER Frédéric et FERNANDEZ-BOLLO Édouard, « structures, réglementation et contrôle public des professions bancaires : structures et conditions d'accès », J.-Cl. B. fasc. 50.

PÉNICHON Christine, « prestataires de services d'investissement : caractéristiques et conditions d'accès à la profession », J.-Cl. B. fasc. 1540.

PETIT Bruno et ROUSSEL Sylvie, « contrats et obligations : définition et classification des contrats », J.-Cl. Civ. art. 1101 à 1108-2.

PICOD Yves, « obligations », Rép. Civ. D.

PIEDELIEVRE Stéphane, « garantie à première demande », Rép. Com. D.

PIGNARRE Geneviève, « dépôt », Rép. Civ. D.

PORCHY-SIMON Stéphanie, « assurances », Rép. Pén. D.

PRAICHEUX Sébastien, « instruments financiers à terme », Rép. Soc. D.

De QUENAUDON René, « dépôt, principes généraux », J.-Cl. Civ. art. 1915 à 1920 fasc. 10 ; « dépôt, obligations du dépositaire, obligation de garde », J.-Cl. Civ. art. 1927 à 1931 fasc. 30 ; « dépôt, obligations du dépositaire, obligation de restitution », J.-Cl. Civ. art. 1932 à 1946 fasc. 40.

RIASSETO Isabelle, « contrats à terme fermes et options », dictionnaire joly bourse et produits financiers.

RIEG Alfred, « usufruit », Rép. Civ. D.  
 RIFFARD Jean-François, « lettres d'intention ou de confort », J.-Cl. B. fasc. 741.  
 SAINT-ALARY-HOUIN Corinne et MONSÈRIÉ-BON Marie-Hélène, « redressement et liquidation judiciaires, nullités de droit et facultatives », J.-Cl. com. fasc. 2502, 2505, 2507, 2508 et 2510.  
 SAINT-MARC Gilles et ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « pension livrée », Rép. Soc. D.  
 SALGUEIRO Albert, « appréciation du risque de crédit à une entreprise », J.-Cl. B. fasc. 180.  
 SAVAUX Éric, « subrogation personnelle », Rép. Civ. D.  
 SCHMIDT-SZALEWSKI Joanna, réactualisation de Daniel MAINGUY, « vente : obligation du vendeur, garanti en cas d'éviction », J.-Cl. Civ. art. 1630 à 1637 fasc. 260.  
 SEUBE Jean-Baptiste, « redressement et liquidation judiciaires, compensation », J.-Cl. com. fasc. 2372.  
 SIFFREIN-BLANC Caroline, « usufruit, prérogatives de l'usufruitier, pouvoir de l'usufruitier », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 fasc. 20.  
 SIMLER Philippe, « contrats et obligations. Causes, notion, preuves, sanctions », art. 1131 à 1133 fasc. 10 ; « contrat et obligation, distinction des obligations de donner, de faire et de ne pas faire », art. 1136 à 1145 fasc. 10 ; « contrats et obligations : interprétation du contrat : l'instrument, notion, normes, champ d'application », art. 1156 à 1164 fasc. 10 et 30.  
 SIMLER Philippe, « cautionnement », art. 2288 à 2320 fasc. 10, 15, 20, 25, 30, 35, 40, 45, 50, 55, 60, 65, 70.  
 SIMLER Philippe, « garanties autonomes », J.-Cl. Civ. art. 2321 fasc. 10, 15 ; « garanties autonomes : nature juridique, caractères, typologie », J.-Cl. com. fasc. 387 ; « garanties autonomes : régime », J.-Cl. com. fasc. 390 ; « lettres d'intention (ou de confort, ou de patronage) », J.-Cl. Civ. art. 2322 fasc. 85.  
 STOUFFLET Jean, « garanties indépendantes : garantie bancaire internationale », J.-Cl. B. fasc. 610 ; « crédit documentaire », J.-Cl. B. fasc. 1080 et Rép. Com. D.  
 TAISNE Jean-Jacques, « obligation conditionnelle, mécanisme de la condition », J.-Cl. Civ. art. 1175 à 1180 et « obligation conditionnelle, effet de la condition suspensive », J.-Cl. Civ. art. 1181 à 1182.  
 TERRE François et VIANDIER Alain, « théorie des bénéfices et des pertes, la vocation aux bénéfices et la contribution aux pertes », J.-Cl. soc. fasc. 17.  
 THOMAS-DEBENEST Geneviève, « usufruit : droit et obligation de l'usufruitier avant son entrée en jouissance », J.-Cl. Civ. art. 600 à 604 fasc. 60.  
 TOLEDO-WOLFSOHN Anne-Marie, « compensation », Rép. Civ. D.  
 VABRES Régis, « prestataires de services d'investissement : caractéristiques, conditions d'accès, réglementation et contrôle », J.-Cl. B. fasc. 1540.  
 VALLANSAN Jocelyne, « sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires, continuation des contrats en cours », J.-Cl. com. fasc. 2335, « arrêt des poursuites individuelles », J.-Cl. com. fasc. 2355.  
 VALUET Jean-Paul, « monopoles des prestataires d'investissement », dictionnaire joly bourse et produits financiers.  
 VEAUX Daniel, « obligations alternatives », J.-Cl. Civ. art. 1189 à 1186.  
 VEAUX-FOURNERIE Paulette et VEAUX Daniel, « usufruit, caractère et sources », J.-Cl. Civ. art. 578 à 581 ; « prérogatives de l'usufruitier, droit de l'usufruitier : jouissance et usage », J.-Cl. Civ. art. 582 à 599 ; « fin de l'usufruit », J.-Cl. Civ. art. 617 à 624 fasc. 80.  
 WITZ Claude, « vente à réméré », J.-Cl. Civ. art. 1659 à 1673.

### Articles et chroniques.

#### Sur les « dérivés de crédit » et produits dérivés.

A B, « produits dérivés : la prudence des fonds de pension », O.F. n° 358 du 6 juin 1995 p. 10.  
 ACHARD Arnold et BREMOND Steven, « contrat cadre ISDA : la nouvelle donne », B. mag. n° 634 de mars 2002 p. 54 ; « l'intégration des commodity derivatives comme instruments financiers », B. mag. n° 644 de fév. 2003 p. 31.  
 Actualité législative, « les OPCVM peuvent utiliser les dérivés de crédit », D. 2003 n° 1 p. 50.  
 AGBAYISSAH Séna K, « swaps : quelques difficultés d'utilisation des contrats types de l'ISDA », O.F. n° 309 du 30 mai 1994 p. 30, fiche pratique n° 238 ; « aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », mélanges AEDBF France, banque éditeur 1999 p. 15.  
 AGBAYISSAH Séna et LEPAGE Marie-Annick, « les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance », RDBB n° 58 de nov.-déc. 1996 p. 224.  
 AGLIETTA Michel, « défaillance des marchés financiers et risque systémique », R.E.F. n° 37 de 1996 p. 113 ; « les dérivés de crédit stimulent le transfert des risques bancaires (3<sup>ème</sup> partie) », B. mag. n° 652 de nov. 2003 p. 38.

- AMADOU Souley, « de l'exécution de l'obligation pré contractuelle d'information sur les marchés dérivés en France et aux états unis », BJBPF nov.-déc. 1995 § 85 p. 461 ; « la loi de modernisation des activités financières et la légalité des marchés dérivés : chronique d'une clarification rebelle », BJBPF juil.-août 1997 p. 547.
- ANDERMAHR Natasha, « Bercy autorise la titrisation des créances commerciales des entreprises », O.F. n° 507 du 6 juil. 1998 p. 10 ; « les fonds catastrophes débarquent en France », O.F. n° 578 du 10 janv. 2000 p. 6 ; « Michelin inaugure les titres supersubordonnés », O.F. n° 763 du 15 déc. 2003 p. 40.
- ANDERSON Ronald W., « les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 juil. 2010 p. 1.
- ARBILLOT Pascale et MABILLE Philippe et SABATIER Nathalie, « la dette, vice ou vertu pour l'entreprise ? », MTF n° 10 de mars-av. 1989 p. 11.
- ARESTAN Philippe, « global netting : la place de paris se modernise », B. mag. n° 627 de juil.-août 2001 p. 40.
- ASSAYA Laurent, « validité des opérations d'equity swap au regard de la prohibition des pactes léonins », B.&D. n° 82 de mars-av. 2002 p. 25.
- AUCKENTHALER Franck, « compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instrument financier (art. 52 de la loi du 2 juil. 1996), JCP E de 1996 p. 421 ; « obligation d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé », JCP E 1998 n° 49 études p. 1914 ; « le global netting : l'art. L 431-7 du code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », JCP E 2001 p. 1669 ; « compensation, garantie, cession : le nouveau régime juridique des obligations financières », JCP E 2005 p. 1800.
- Auteur inconnu, « swap, cap, floors, comment gérer un risque de taux d'intérêt sur l'ensemble de la durée de vie d'un emprunt ou d'un placement », A.B.F.C.E. mars 1987 p. 6.
- Autorité des marchés financiers, « l'utilisation des dérivés de crédit par les sociétés de gestion », R.M.A.M.F. n° 36 de mai 2007 p. 17.
- BARBIZET-DUSSARD Patricia et WISZNIAK Marc, « la gestion de taux d'intérêt : l'utilisation des techniques de couverture par les entreprises », Rev. B. n° 465 d'oct. 1986 p. 871.
- BASDEVANT François, « agence de notation : éviter une dégradation de la situation », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2004 p. 385.
- BERNHEIM Yves, « un instrument financier particulier : le swap différentiel ou « diff swap » », B. mag. n° 603 de mai 1999 p. 66.
- BESSE Antonin et GAUVIN Alain, « dérivés de crédit et violation du monopole des assurances », les échos du 22/01/1999 et « licéité des dérivés de crédit en droit français », RDBB mars-av. 1999 n° 72 p. 45.
- BESSEAU Evelyne, « le risque de crédit et l'optimisation des fonds propres », B. mag. n° 649 de juil.-août 2003 p. 79.
- BIGOT Jean et BELLANDO Jean-Louis, « la nouvelle autorité de contrôle prudentiel et l'assurance : aspects structurels », JCP 2010 n° 364 p. 665.
- BILTERYST F., « la gestion du risque de change dans une entreprise multinationale », DPCI déc. 1975 p. 549.
- BINABOUT Precillia, « marché des credit default swap, la régulation est en marche », Rev. B. n° 713 de mai 2009 p. 93.
- DE BOISSIEU Christian et AGLIETTA Michel, « les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique », Bull. mens. Com. Banc. n° 283 de sept. 1994 p. 60.
- BONI Rolf, « risques et produits dérivés », O.F. n° 322 du 19 sept. 1994 p. 27 ; « panorama des produits dérivés », O.F. n° 371 du 25 sept. 1995 p. 26.
- BONNEAU Thierry, « monopole bancaire et monopole des prestataires de services d'investissement », mélanges AEDBF France, banque éditeur 1997 p. 37 ; « de la notion de place dans les textes législatifs contemporains », mélanges AEDBF France II banque éditeur 1999 p. 83 ; « des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière », JCP E 2003 études n° 1325 p. 1470 ; « de la loi MAF à l'ordonnance MIF : une nouvelle étape dans la modernisation des marchés financiers », BJBPF sept.-oct. 2007 § 128 p. 545 ; « transposition de la directive « MIF » du 21 av. 2004 », RDBF sept.-oct. 2007 n° 183 p. 31 ; « commentaire de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janv. 2009 relative aux instruments financiers », JCP E 2009 n° 1105 ; « commentaire de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janv. 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance », JCP E 2010 n° 1140 ; « commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière », JCP E 2010 n° 1957 ; « les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 au secteur financier », D.S. janv. 2011 études 1 p. 7 ; « la réforme de la supervision financière européenne », RLDA n° 56 de janv. 2011 n° 3220 p. 31.
- BOSSIN Jean-Michel et LEFRANC Denis, « la compensation des opérations de marché à terme », B. n° 545 de fév. 1994 p. 58 ; « la maîtrise des risques juridiques des produits dérivés », B. n° 583 de juil.-août 1997 p. 48.

BOUCHETA Haroun, « compensation des Crédit Default Swaps : quels enjeux ? », BJBPF mars-av. 2009 § 24 p. 158 ; « la clause dite de restructuring, enjeux pour le marché des CDS », BJBPF juil.-août 2009 p. 262.

BOULIER Jean-François, « dérivés de crédit, faut-il s'alarmer de leur croissance spectaculaire ? », Rev. B. n° 694 de sept. 2007 p. 48.

BREHIER Bertrand, « les nouvelles régulations bancaires et financières », BJBPF sept.-oct. 2010 § 55 p. 426.

BRISACH Alain, « dérivés OTC : quelle infrastructures pour réduire le risque systémique ? », Rev. B. n° 730-731 de déc. 2010 p. 140.

BROWN J.T., « les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises, swaps, analyse juridique en droit anglais et français », RDAI 1985 n° 3 p. 293.

BRUYÈRE Richard, « de nouveaux outils de gestion des risques de crédit pour les entreprises », O.F. n° 523 du 16 nov. 1998 p. 28.

BUISSON Française, « la transposition de la directive européenne Marchés d'Instruments Financier (MIF) en droit français », RTDF n° 2 2007 p. 6.

BUSSIERE Fabrice, « décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 modifié par le décret du 10 déc. 2002 sur l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM », B.&D. n° 87 de janv.-fév. 2003 p. 41.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban, « les dérivés climatiques ou l'alchimie des temps modernes : comment faire de l'or avec de l'eau », B.&D. n° 72 de juil.-août 2000 p. 3 ; « le rêve familial du global netting à la française ; la réforme de l'art. 431-7 CMF par la loi NRE », B.&D. n° 79 de sept.-oct. 2001 p. 3.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban et DUHAMMEL Arnaud, « monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré », B.&D. n° 76 de mars-av. 2001 p. 3.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban et GOUTAY Philippe, « obligation de concentration et produits dérivés », B.&D. n° 69 de janv.-fév. 2000 p. 3.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban et HU Qian, « la réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », RDBF n° 2 de mars-av. 2011 n° 10 p. 102.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban et JOLY Guillaume, « les nouvelles obligations de compensation des produits dérivés : impact sur la documentation contractuelle des opérations », O.F. n° 1093 du 27 sept. 2010 p. 35.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban et SAUDO Clément, « une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », BJBPF janv.-fév. 2010 § 9 p. 58.

CARRON Alain et TANGUY Eric, « dérivés de crédit et titrisation : un mariage prometteur », B. mag. n° 625 de mai 2001 p. 30.

CASTEL Michel, « la compensation des produits financiers dérivés est-elle la panacée ? », R.E.F. n° 97 de mars 2010 p. 65.

CATHERINE Benoît, « les fondements d'une véritable gestion globale des risques », B. mag. n° 640 d'oct. 2002 p. 66.

CAUSSE Hervé et MAYMONT Anthony, « l'autorité de contrôle prudentiel », RDBB de mai-juin 2010 p. 11.

C D, « produits dérivés : quels risques de pertes ? », O.F. n° 476 du 24 nov. 1997 p. 47.

CHABERT Pierre-Yves, « heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps », RDAI n° 1 de 1989 p. 19 ; « dérivés et spéculation : le risque utilisateur », MTF haute finance n° 61 de juin 1994 p. 54.

CHANEL-REYNAUD Gisèle, « la longue marche vers la mise en place des chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit », R.E.F. n° 97 de mars 2010 p. 35.

CHARLES Marc et SADAKA Samir, « un véhicule AAA pour rester actif sur les marchés de produits dérivés », B. n° 571 de juin 1996 p. 54.

CHASSAT Philippe et ANGOULVANT Christophe, « aléas climatiques un nouveau marché financier », Rev. B. n° 686 de déc. 2006 p. 48.

CHATAIN-AUTAJON Lise, « les obligations-catastrophe », BJS av. 2008 § 76 p. 347.

CHAULIAC Patrick, « les swaps et la gestion de la dette des entreprises », MTF n° 10 de mars-av. 1989 p. 20 ; « les options de swaps », MTF n° 14 de nov.-déc. 1989 p. 45.

Commentaires, « modernisation des activités financières », BRDA n° 18 du 1<sup>er</sup> sept. 1996 p. 16.

Commission bancaire, « produits dérivés et activités de marché : information publiée par les banques de françaises », Bull. Com. Banc. n° 15 de nov. 1996 p. 27

Conférence ADDAF, Paris 28 av. 1998, « existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », D. aff. n°4 supplément du n° 133 du 8 oct. 1998 p. 1567.

CONSTANTIN Alexis, « les outils contractuels de gestion des risques financiers », dossier « l'appréhension du risque financier par le droit », RDBF de nov.-déc. 2010 n° 30 p. 32.

CONT Rama, « credit default swaps et stabilité financière », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 41.

COUDERT Virginie et GEX Mathieu, « le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », R.E.F. n° 97 de mars 2010 p. 15.

- COURANT Emmanuel, « utilisation des produits dérivés de gré à gré par les OPCVM », B.&D. n° 72 de juil.
- DAIGRE Jean-Jacques, « de la frontière entre le Code monétaire et financier et le code de commerce à propos des titres financiers », RTDF n° 1/2 2009 p. 200.
- DAIGRE Jean-Jacques et PAILLER Pauline, « commentaire de l'ordonnance du 8 janv. 2009 relatives aux instruments financiers », R.S. 2009 p. 37.
- DAILLE-DUCLOS Brigitte, « l'autorité de contrôle prudentiel : nouvelles règles de contrôle et de sanctions en matière d'assurance », P.A. n° 91 du 7 mai 2010 p. 4.
- DAS Satyajit, « credit default swaps : innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 53.
- EBENROTH Carsten Thomas, « l'abandon du traitement égal des banques de crédit dans la crise internationale de la dette », DPCI 1992 p. 231.
- DELARUE Marie-Laure, « risque de crédit : les principes acquis et les discussions en cours », B. mag. n° 632 de janv. 2002 p. 20.
- DEPRAS Dominique, « les dérivés sur produits de base : pourquoi en faire des instruments financiers à terme au sens de la DSI ? », dossier « matières premières DSI/dérivés, la controverse », B. mag. n° 647 de mars 2003 p. 20.
- DIETSCH Michel, « les modèles de risques de crédit en sont encore à leurs débuts », B. mag. n° 607 d'oct. 1999 p. 34.
- DONDERO Bruno, « ordonnance n° 2007-544 du 12 av. 2007 », JCP E 2008 n° 1345 ; « instruments financiers, marchés financiers, ordonnance n° 2007-544 du 12 av. 2007 », RDBF de mars-av. 2008 n° 4 p. 5.
- Dossier, « loi de modernisation des activités financières (DSI) », bulletin comptable et financier 7-8-9 1996 p. 27.
- DUBERTRET Matthieu et MANGENET Dominique, « réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janv. 2009 », D. 2009 chron. p. 448.
- DUFOUR Olivia, « l'Europe se dote d'un système de supervision financière... enfin ! », P.A. n° 195 du 30 sept. 2010 p. 4.
- DUQUERROY Anne, GEX Mathieu et GAUTHIER Nicolas, « Crédit default swaps et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ? », Rev. Sta. Fin. n° 13 de sept. 2009 p. 79.
- DUVAL Nicolas, GUERIN Bénédicte, CHARON Michel, FRANK Rémi et VERGNAUD Eric, « les options de secondes génération : un outil pour les entreprises », O.F. n° 371 du 25 sept. 1995 p. 42.
- ELIET Guillaume et GAUVIN Alain, « Paris Europlace tente une classification rationnelle des instruments financiers », RDBF n° 3 mai-juin 2004 n° 149 p. 201 ; « dérivés économiques, un nouvel instrument financier ? », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2004 n° 224 p. 343.
- ESTECAHANDY Bruno et TOUROUDE Emmanuelle, « les options de change de seconde génération : un aperçu », O.F. n° 436 du 27 janv. 1997 p. 26.
- FAVERO Marc, « la loi n° 96-597 du 2 juil. 1996 de modernisation des activités financières : premiers commentaires », O.F. n° 428 du 25 nov. 1996 p. 38 et n° 437 du 3 fév. 1997 p. 26 ; « la standardisation contractuelle, enjeu de pouvoir entre les parties et de compétition entre systèmes juridiques », RTD com. 2003 p. 429 ; « de la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu », JCP E 2005 étude n° 405 p. 424 ; « pour un nouveau contrat nommé : le contrat d'échange de risque », JCP E 2010 n° 1899 p. 13 ; « de l'intérêt d'un nouveau contrat nommé : le contrat de transfert de risque », JCP 2010 n° 1222 p. 2308 ; FEITZ Anne, « crédits dérivés : le nouveau marché des anglo-saxons », O.F. n° 433 du 6 janv. 1997 p. 11.
- FIRTH Simon et PRENTICE Alix, « de faux objectifs », dossier « matières premières DSI/dérivés, la controverse », B. mag. n° 647 de mars 2003 p. 24.
- FLEURIOT Pierre, « comment gérer ses risques sur dérivés », Bull. mens. Com. Banc. n° 301 d'av. 1996 p. 7.
- FLEX Stéphane, « les produits dérivés montent en puissance auprès des investisseurs », O.F. n° 754 du 13 oct. 2003 p. 42.
- FOUREL Valère et IDIER Julien, « des effets théoriques de l'introduction d'une contrepartie centrale pour l'organisation des marchés OTC », R.E.F. n° 101 2011 p. 53.
- FREIHA Naji et Rami FEGHALI, « le développement des dérivés de crédit se confirme », B. mag. n° 648 de juin 2003 p. 57.
- FRISON-ROCHE Marie-Anne, « le droit financier entre volontés et informations », in prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 11 ; « la nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », D. 2010 p. 2712.
- GAUDEMET Antoine, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », D. 2011 p. 855.
- GAUDEMET Antoine et BOUCHETA Haroun, « réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportements », BJB de mai 2011 § 151 p. 339 ; « réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structures », BJB de juin 2011 § 184 p. 384.

- GAUTROT Christophe, « netting et produits dérivés », les cahiers MTF Haute Finance n° 9 de janv. 1995 p. 38 ; « swaps et autres opérations de marché à terme », les cahiers MTF Haute Finance n° 9 de janv. 1995 p. 41.
- GAUVIN Alain, « cloisonnement des métiers financiers et transferts de risques cross-sectoriels », RDBF n° 1 2003 p. 79 ; « la question récurrente de la qualification juridique des dérivés de crédit », RDBF n° 3 mai-juin 2004 p. 211.
- GAUVIN Alain et MARINI Philippe, « crise des subprimes, le résultat de l'obsolescence réglementaire », Rev. B. n° 696 de nov. 2007 p. 45.
- GAY GUGGENHEIM Nathalie et BOISSEAU Xavier, « réglementation des produits dérivés, éviter les distorsions de concurrence », Rev. B. supplément de déc. 2010 p. 35.
- GENKO Alex, « prix des CDS ou spreads obligataires : quel indicateur pour le risque de crédit », B. mag. n° 659 de juin 2004 p. 50.
- GERMAIN Michel et NOURY Marie Aude, « la loi du 2 juil. 1996 de modernisation des activités financière », JCP 1997 I n° 4022 p. 217.
- GILLES Petit, « présentation et orientations de la réforme du droit des instruments financiers », RTDF n° 1/2 2009 p. 42.
- GISSINGER Pierre, « la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré : mode d'emploi », MTF l'AGEFI n° 81 de mai 1996 p. 62 ; « la qualification juridique des dérivés de crédit », B. mag. n° 631 de déc. 2001 p. 54 ; « les instruments dérivés de crédit auto-référencés », RTDF n° 1 2007 p. 93.
- GISSINGER Pierre et DERUY Laurent, « les contrats financiers des collectivités locales », O.F. n° 358 du 6 juin 1995 p. 30.
- GISSINGER Pierre et GAUVIN Alain, « les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit », RDBB n° 76 de nov.-déc. 1999 p. 236 ; « gestion du risque de crédit : les leçons des crises asiatiques et russes », O.F. n° 574 du 6 déc. 1999 p. 36.
- GOUTAY Philippe, « la notion d'instrument financier », Rev. Dr. pat. n° 82 de mai 2000 p. 68.
- GRASSET Sébastien et DIMI Claude, « une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », BJBPF juil.-août 2009 § 46 p. 326.
- GREGOIR Olivier, « les marchés de produits dérivés », dossier « les produits dérivés », B. de mai 1994 n° 548 p. 29.
- GRILLET BROSSIER Sylvie, « produits dérivés, un cadre conceptuel en formation », B. de juin 1995 n° 560 p. 88 et juil.-août 1995 n° 561 p. 89.
- GRILLET BROSSIER Sylvie et DESTICOURT Dominique, « l'information financière sur le risque de crédit », B. n° 593 de juin 1998 p. 79.
- Groupe de travail de l'amicale des trésoriers des banques, « les opérations d'échange de taux d'intérêts », B. n° 448 de mars 1985 p. 251.
- GRUNER Étienne, « dernières évolutions de l'architecture du système de supervision financier français et des missions de l'autorité de contrôle prudentiel », RLDA n° 56 de janv. 2011 n° 3221 p. 37.
- GUILLOT Jean-Louis et BÉRARD Pierre-Yves, « la nouvelle architecture européenne », Rev. B. n° 730-731 de déc. 2010 p. 127.
- HAAS François, « credit derivatives : de nouveaux instruments financiers », B. mars 1996 n° 568 p. 48.
- D'HÉROUVILLE Patrick et MATHIEU Pierre, « comment gérer sa perte en cas de faillite », B. av. 1998 n° 571 p. 57 ; « les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie », B. janv. 1997 n° 577 p. 50 ; « les dérivés de crédit ont réussi le test », B. mars 1999 n° 601 p. 42.
- HULL John, « produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 81.
- JIMENEZ Christian, « les dérivés de crédit, outil de pilotage », B. mag. n° 607 d'oct. 1999 p. 40.
- JOUYET Jean-Pierre, « la finance du XXI<sup>e</sup> siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 93.
- KERTUDO Jean-Marie et ALWORTH Julian, « les swaps, structures, marchés et risques », R.E.F. n° 24 printemps 1993 p. 91.
- KIFF John et MORROW Ron, « les produits dérivés de crédit », Revue de la banque du Canada d'automne 2000 p. 3.
- KIFF John, MICHAUD François-Louis et MITCHELL Janet, « une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », Rev. Sta. Fin. n° de juin 2003 p. 110.
- KOLIFRATH Gilles, « les dérivés de crédit : vers une approche juridique », B.&D. n° 63 janv.-fév. 1999 p. 13.
- LACHEVRE Cyrille, « Bercy autorise l'utilisation des dérivés de crédit dans les OPVCM », les échos du mardi 3 déc. 2002 p. 23.
- LAFONTA Jean Bernard et GAUTHIER Jean Philippe, « les marchés : changes, obligataires et dérivés de taux », B. mag. n° 599 de janv. 1999 p. 73.

LAHUSEN Reinhard et SPEYER Bernard, « dérivés de crédit : la transformation d'un métier traditionnel de la banque », R.E.F. 2005 n° 78 p. 281.

LAPLANCHE Renaud, « le dérivé de crédit, nouvel instrument financier », O.F. n° 477 du 1<sup>er</sup> déc. 1997 p. 28 et n° 478 du 8 déc. 1997 p. 28.

LAPRADE Franck Martin, « affaire Wendel/Saint-Gobain : une sanction exceptionnelle (et qui doit le rester) », O.F. n° 1112 du 14 fév. 2011 p. 23.

LAURENT Jean-Paul, « les nouvelles techniques financières et la gestion des crédits », R.E.F. n° 32 p. 149 ; « les dérivés de crédit », R.E.F. n° 59 de 2000-4 p. 115.

LAUWICK Vincent, « de nouvelles solutions pour la gestion des risques », dossier « les produits dérivés », B. de mai 1994 n° 548 p. 32.

LAUWICK Vincent, DAGO V et SORLAT J. E., « panorama des produits dérivés », O.F. n° 419 du 23 sept. 1996 p. 22.

LAUWICK Vincent, DE DINECHIN Inès, LORIN Caroline et GOURMET Pierre, « instruments de gestion du risque de taux », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 34 p. 654 ; « produits dérivés de taux de seconde génération », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 78 p. 1574.

LE BARS Benoît, « les instruments financiers après l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janv. 2009 : vers un « securities act » à la française ? », RLDA n° 36 de mars 2009 p. 33.

LÉCUYER Anne, « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », Rev. Sta. Fin. n° 4 de juin 2004 p. 81.

LEMERCIER Patricia et LORIN Caroline, « le cap flexible », O.F. n° 423 du 21 oct. 1996 p. 34. F P n° 339 ; « le swap performance », O.F. n° 424 du 28 oct. 1996 p. 34. F P n° 340.

LE NABASQUE Hervé, « modification de la liste des instruments financiers à terme », RDBB sept.-oct. 2007 n° 204 p. 69 ; « ordonnance n° 2009-15 du 8 janv. 2009 portant réforme des instruments financiers », RDBF mars-av. 2009 n° 71 p. 61 ; « total return swap : l'obsession du numérateur », R.S. 2011 p. 212.

LE NABASQUE Hervé et PORTIER Philippe, « la nouvelle nomenclature des instruments financiers issue de la directive MIF du 21 av. 2004 », BJBPF sept.-oct. 2007 § 129 p. 551.

LENHOF Jean-Baptiste, « réforme des instruments financiers par l'ordonnance du 8 janv. 2009 », Lexbase hebdo n° 339.

LEPLAT Frédéric, « la compensation consécutive aux opérations sur instruments financiers », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 28.

LONGIN François, « les innovations financières », B. mag. n° 653 de déc. 2003 p. 34.

LORIN Caroline, « le swap avec potentiel de baisse optimisé », O.F. n° 399 du 15 av. 1996 p. 34. F P n° 316.

LOUMANY Reda, « la gestion du risque de crédit », B. mag. de mai 2004 n° 658 p. 60.

LUBOCHINSKY Catherine, « transfert du risque crédit : de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière », R.E.F. H.S. juin 2008 p. 101.

DE LUMMEN Arnaud, « contribution à l'étude des dérivés de crédit », B.&D. n° 75 de janv.- fév. 2001 p. 15.

MACKO Edouard, « les concepts fondamentaux d'un marché à terme d'instruments financiers », Rev. B. n° 455 de nov. 1985 p. 1034.

MARTEAU Didier, « vers une explosion du marché des dérivés de crédit », B. Strat. n° 148 av. 1998 p. 13.

MASON Alan, FLANDIN Gabriel et BAUQUIS Sophie, « des récentes affaires impliquant l'usage des dérivés actions », RTDF n° 3 2011 p. 36.

MASSONNET Bernard, « la gestion de la dette », MTF n° 10 de mars-av. 1989 p. 8.

MATTOU Jean-Pierre, « opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », Rev. B. n° 468 de janv. 1987 p. 24 et n° 469 de fév. 1987 p. 128.

MATTOU Jean-Pierre et DIRANI Georges, « swaps : les nouvelles conditions générales de l'AFB, analyse et portée juridique », B. n° 492 de mars 1989 p. 291.

MEDJAOUI Kadidja, « de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit », droit bancaire et financier, mélanges AEDBF-France IV, banque édition 2004.

MEYRIER Francis, « les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêts », DPCI 1986 tome 12 n° 1 p. 9.

MICOTTIS Pierre, « les options de deuxième génération », R.E.F. n° 24 printemps 1993 p. 111.

MENASCE David et DE CIDRAC Alain, « un outil moderne de gestion du couple risque rentabilité », B. n° 611 de janv. 2000 p. 62.

MORTIER Renaud, « affaire Wendel : rupture du charme des total return swap », D.S. juin 2011 n° 114 p. 27.

MOUY Stéphane, « contrat cadre de swap et ratio de solvabilité, la novation, facteur réducteur du risque sur la contrepartie ? », B. n° 499 de nov. 1989 p. 1048 ; « normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté de 1994 », dossier « les produits dérivés », B. de mai 1994 n° 548 p. 40 ; « titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », mélanges AEDBF France II, banque éditeur 1999 p. 347.

- MULLER Anne-Catherine, « la réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », RDBF mars-av. 2011 n° 11 p. 17.
- NAULOT Jean-Michel, « ventes à découvert : où en est l'Europe ? », Dossier « Le cadre de la finance après la crise », colloque de Paris du 5 mai 2011 du Magistère de juriste d'affaires-DJCE et MBA Université Panthéon-Assas, JCP E 2011 n° 1525.
- NEUVILLE Sébastien, « les prestataires (entreprises d'investissement et entreprises de marché) et les services d'investissement », BJBPF sept.-oct. 2007 § 130 p. 559 ; « promesse de contrat et contrat d'option », mélanges en l'honneur de Philippe LE TOURNEAU, Dalloz 2008 p. 783.
- NICOLET Marie-Agnès et DE FOURNOUX Emmanuel, « il y a CCP et CCP », dossier « les produits dérivés au tamis de la transparence », Rev. B. n° 718 de nov. 2009 p. 35.
- NOUY Danièle, « la surveillance prudentielle des dérivés », dossier « les produits dérivés », B. de mai 1994 n° 548 p. 36 ; « le risque de crédit est plus délicat à évaluer que le risque de marché », propos recueilli par Colette COVA ou COUA B. n° 579 de mars 1997 p. 23 ; « régulation bancaire et financière : une nouvelle donne post crise ? », RTDF n° 4 2010 p. 62.
- NOYER Christian, « repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. I.
- OLLÉON-ASSOUAN Emmanuelle, « technique de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », Rev. Sta. Fin. n° 4 de juin 2004 p. 100.
- PACLOT Yann, « l'introuvable notion d'instrument financier », RDBF juil.-août 2008 n° 10 p. 2 ; « la réforme des instruments financiers par l'ordonnance du 8 janv. 2009 », BJBPF janv.-fév. 2009 § 9 p. 59.
- PAGET Bernard, « la gestion de taux d'intérêt, les swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises », Rev. B. n° 461 de mai 1986 p. 473.
- PAGET Bernard et TAUFFLIEB Charles-Henri, « la gestion de taux d'intérêt », Rev. B. n° 458 de fév. 1986 p. 156.
- PAILLER Pauline, « existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ? », RTDF n° 4 2010 p. 36.
- PAROLAI Richard et LEWIS Jonathan, « la convention cadre ISDA 2002 : le nouveau support juridique des opérations internationales de produits dérivés », B.&D. n° 91 de sept.-oct. 2003 p. 43.
- PASQUIER Gérard, « produits dérivés et ventes à découvert : extension du domaine de la régulation », n° spécial « étude et clarification de la loi de régulation bancaire et financière », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010 p. 37.
- PASSELAIGUE Sylvie, « nouveaux instruments financiers et apprentis sorciers », Rev. Trésor oct. 1990 p. 593.
- PELOUZE Frédéric, « vente à découvert : opportunité et changements législatifs », BJB sept. 2011 § 238 p. 516.
- PELTIER Frédéric, « les problèmes juridiques posés par la compensation bilatérale d'opérations d'échange de devises ou de conditions d'intérêts à l'intérieur d'un contrat cadre », B.&D. n° 12 de juil.-août 1990 p. 183 ; « du netting et de la compensation ou l'affirmation d'un droit spécial », RDBB n° 42 de mars-av. 1994 p. 53.
- PELTIER Frédéric et DE VAUPLANE Hubert, « faut-il réguler les produits dérivés ? », B.&D. n° 44 de nov.-déc. 1995 p. 24.
- PERIGNON Bertrand, « la gestion dynamique des risques de crédit », MTF l'AGEFI n° 94 de mars 1998 p. 7 ; « les cats bonds sortent de l'ombre », MTF l'AGEFI n° 109 de juil.-août 1999 p. 49 ; « le particularisme juridique des produits dérivés », MTF l'AGEFI n° 96 de mai 1998 p. 28.
- PERRIN Caroline, « le swap de taux d'intérêt », O.F. n° 277 du 11 oct. 1993 p. 30, Fiche Pratique n° 209 ; « le swap de devises », O.F. n° 278 du 18 oct. 1993 p. 30, F.P. n° 210 ; « les options de taux d'intérêt », O.F. n° 282 du 15 nov. 1993 p. 30, F.P. n° 214 ; « les options de secondes génération : cas des options avec limites », O.F. n° 292 du 31 janv. 1994 p. 30, F.P. n° 221 ; « le swap placeur à effet de levier (SPEL) », O.F. n° 293 du 7 fév. 1994 p. 30, F.P. n° 222 ; « le swap courbe de taux (constant maturity swap) », O.F. n° 301 du 5 av. 1994 p. 34, F.P. n° 230 ; « le swap annulable sans coût au gré du client », O.F. n° 311 du 13 juin 1994 p. 3, F.P. n° 240.
- PERRIN Caroline et DE DINECHIN Inès, « le swap modifiable au gré du client », O.F. n° 318 du 22 août 1994 p. 30, F.P. n° 246 ; « les options contingentes », O.F. n° 320 du 5 sept. 1994 p. 30, F.P. n° 248 ; « le cap spread », O.F. n° 351 du 18 av. 1995 p. 34, F.P. n° 275 ; « le coupon swap », O.F. n° 355 du 18 mai 1995 p. 30, F.P. n° 279.
- PERRIN Caroline et ISSA EL-KHOURY Jean-Claude, « les options sur swap (swaptions) », O.F. n° 329 du 7 nov. 1994 p. 30, F.P. n° 257.
- PERRIN Caroline et DE MANEVILLE Jean Guillaume, « le cap up and out », O.F. n° 344 du 27 fév. 1995 p. 34, F.P. n° 269.
- PEYNOT Daniel, « les marchés à termes d'instruments financiers et la gestion du risque de change et de variation des taux d'intérêts », B. n° 446 de janv. 1985 p. 59.
- PEZARD Alice, « la modernisation des activités financières en Europe », P.A. n° 122 du 9 oct. 1996 p. 11.
- PLESSIS Charles, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », Rev. B. n° 723 d'av. 2010 p. 93.

- PONTIER Jean-Norbert, « OPCVM et dérivés de crédit : la fin des incertitudes », O.F. n° 718 du 6 janv. 2003 p. 33.
- PORTIER Philippe, « les dispositions applicables aux OPCVM », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2003 p. 305.
- POULIGUEN Patrick et DE MAINTENANT Loïc, « les instruments dérivés de crédit à l'épreuve de la fiscalité », D.F. n° 38 1999 p. 1142.
- PRATO Olivier, « les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », Rev. Sta. Fin. n° de nov. 2002 p. 69.
- PRISSERT Pierre, « théorie et pratique du change à terme : le problème du risque de change sur intérêts », B. n° 436 de fév. 1984 p. 175.
- PRUDHOMME Cécile, « produits dérivés : les institutionnels restent à convaincre », O.F. n° 467 du 22 sept. 1997 p. 18 ; « crédits dérivés : des investisseurs encore réservés », O.F. n°481 du 5 janv. 1998 p.15.
- REYGROBELLET Arnaud, « (Re)penser la notion d'instrument financier ? », RTDF n° 3 2008 p. 61 ; « le nouveau paysage juridique des instruments financiers en droit français », RTDF n° 1/2 2009 p. 169 ; « quel encadrement normatif pour les produits dérivés ? », RTDF n° 1 2010 p. 73.
- RIAL Giulia, « opérations sur risque de crédit », B. mag. n° 642 de déc. 2002 p. 58.
- ROHMER Xavier, « traitements juridique, comptable et fiscal des contrats d'échanges de taux d'intérêt ou de devises conclu par les établissements de crédit », O.F. n° 334 du 12 déc. 1994 p. 34.
- RONTCHEVSKY Nicolas et STORCK Michel, « réglementation financière », RTD com. 2009 p. 397 et 2010 p. 397 ; « commentaire de la loi de régulation bancaire et financière », RTD com. 2011 p.138.
- ROUAUD Anne-Claire, « retour sur la nature de l'intervention de la chambre de compensation : garantie ou contrepartie centrale ? », RTDF n° 3 2010 p. 142 ; « où en est l'adoption du règlement européen sur les ventes à découvert ? », RTDF n° 1/2 2011 p. 139.
- RUSSO Daniela, « produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponse des autorités », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 117.
- RUSSO Daniela et TUMPEL-GUGERELL Gertrude, « les marchés de produits dérivés de gré à gré et la question de l'accès aux banques centrales des contreparties centrales », R.E.F. n° 101 2011 p. 37.
- SAINT-MARC DE Bertrand, « les ventes à découvert : leur encadrement national et européen », BJBPF fév. 2011 § 44 p. 128.
- SAINT-PÉ Stéphanie, « les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », BJBPF mars 2011 § 84 p. 164.
- SALEWYN Bertrand, « les acquis de la mesure du risque de contrepartie sur produits dérivés », B. de mars 1997 n°579 p. 30.
- SAMUELIAN Martine, « loi de régulation bancaire et financière : les nouveaux pouvoirs de l'AMF pour lutter contre le risque systémique et encadrer la spéculation », O.F. n° 1099 du 8 nov. 2010 p. 27 ; « où en sont les risques », BJB n° 7-8 juil.-août 2011 § 212 p. 448.
- DE SARRAU Xavier, « le traitement fiscal des opérations réalisées sur les marchés des options sur devises », DPCI 1986 tome 12 n° 1 p. 83.
- SARRET Louis, LORRIN Caroline et ROMIER Xavier, « panorama des produits dérivés de taux », O.F. n° 467 du 22 sept. 1997 p. 26.
- SIMONET Pierre, « les obligations à taux variable, quelques éléments de réflexions », B. n° 417 de mai 1982 p. 573.
- STORCK Michel, « transposition législative en droit français de la directive relative aux marchés d'instruments financiers », RTD com. 2007 p. 399.
- STORCK Michel et LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, « panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », n° spécial « étude et clarification de la loi de régulation bancaire et financière », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010 p. 3.
- Table ronde, « les entreprises et les produits dérivés », O.F. n°334 du 17 oct. 1994 p. 17.
- VABRES Régis, « la réforme du système européen de surveillance financière : les pouvoirs des autorités européennes de surveillance », RDBF mars-av. 2011 n° 12 p. 19.
- DE VAUPLANE Hubert, « monopole d'intermédiation et obligation de concentration sur les marchés réglementés », B.&D. n° 58 de mars-av. 1998 p. 3 ; « nouvelles règles de concentration des ordres sur les marchés réglementés », B. n° 591 d'av. 1998 p. 44 ; « actualité du droit des marchés financiers : publication du master ISDA 2002 et des nouvelles définitions des annexes et actions et dérivés de crédit », B. mag. n° 649 de juil.-août 2003 p. 83 ; « la nouvelle définition des instruments financiers à terme », Rev. B. n° 695 d'oct. 2007 p. 79 ; « définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure », Rev. B. n° 710 de fév. 2009 p. 84 ; « produits dérivés et contreparties centrales, la proposition de règlement de l'Union Européenne à la loupe », Rev. B. n° 729 de nov. 2010 p. 78 ; « gestion des crises financières et plans de résolution : la réponse européenne », Rev. B. n° 730-731 déc. 2010 p. 122.

- DE VAUPLANE Hubert et CAILLEMER DU FERRAGE Alban, « netting à la française : un îlot de stabilité juridique », Rev. B. n° 714 de juin 2009 p. 86.
- DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, « réforme du régime des valeurs mobilières », B.&D. n° 97 de sept.-oct. 2004 p. 64.
- VIDAL François, « la transparence toute relative des entreprises : spécial produits dérivés », O.F. n° 371 du 23 sept. 1995 p. 18.
- DE WATRIGANT Christophe, « instrument financier et valeur mobilière », P.A. n° 84 du 28 av. 2010 p. 6.
- WILLIAMS BROWN Orice, « crédit default swaps : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 157.
- YVON Stéphane, ALLAIN Thierry et BÉRARD-GOURISSE Caroline, « panorama de la loi de régulation bancaire et financière », BJBPF nov.-déc. 2010 § 63 p. 492.
- ZABALA Bruno, « loi de régulation bancaire et financière : renforcement et modernisation des pouvoirs de l'AMF », BRDA 21/10 n° 26 p. 15.

#### Autres :

- Actualités législative, « société unipersonnelle d'investissement à risque : loi de finance pour 2004 art. 91 », JCP E 2004 étude 201 p. 221.
- ANDRÉ Marie-Elisabeth, « l'intuitus personae dans les contrats entre professionnels », mélanges Michel CABRILLAC, Litec 1999 p. 23.
- ANDREU Lionel, « Réflexions sur la nature juridique de la compensation », RTD com. 2009 p. 655.
- ARRIGHI Jean Pierre, « les règles de préventions des risques bancaires », in contrôle des activités bancaires et risques financiers, études coordonnées par J. SPINDLER, Economica 1998 ; « les nouveaux cas de nullités de la période suspecte », Gaz. Pal. 2005 p. 2990.
- AULAGNIER Jean, « peut-on échapper à une réforme de l'assurance vie ? », JCP N 1996 p. 1744.
- AUSSEDAT Jacques, « société unipersonnelle et patrimoine d'affection », R.S. 1974 p. 221.
- Auteur inconnu, « le croupier d'associé », BJS 1984 p. 367.
- AYADI Rym et LANNOO Karel, « les enjeux de la transposition de l'accord de Bâle II », B. mag. n° 661 de sept. 2004 p. 54.
- AYNÈS Laurent, « usufruit, droit d'usage », R.S. 1999 p. 593 ; « le droit des sûretés en 2002 », Rev. Dr. pat. n° 113 de mars 2003 p. 69.
- AZARCHS Tanya, « quel impact sur la solvabilité des banques ? », dossier « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 22.
- BAC Annie, « la lettre d'intention ou le dilemme liberté/sécurité », le dossier : « les lettres d'intentions : de l'engagement d'honneur au cautionnement déguisé », Rev. Dr. pat. n° 67 de janv. 1999 p. 49.
- BAC Annie et MATHIEU Michel, « la compensation pour dettes connexes invoquée par le banquier dans la loi du 25 janv. 1985 ou le mythe de Sisyphe réinventé ! », B.&D. n° 1 de juin 1988 p. 5 ou supplément B. n° 484 de juin 1988.
- BACCAR Jamel, « l'examen de la complétude des documents dans le crédit documentaire », RLDA n° 25 de mars 2008 p. 29 ; « Crédit documentaire et obligation bancaire d'information du donneur d'ordre », dossier « le crédit documentaire en 2008 », RDBF juil.-août 2008 p. 66.
- BAILLOD Raymonde, « les lettres d'intention », RTD com. 1992 p. 547.
- BAILLY-MASSON Claude, « l'intérêt social, une notion fondamentale », P.A. n° 224 du 9 nov. 2000 p. 6.
- BAKAS-TSIRIMONAKI Stella, « les principes généraux du droit hellénique de l'assurance », RIDC 1985 p. 69.
- BALLOT-LÉNA Aurélie, « l'usufruitier de droit sociaux : un statut sui generis ? », D.S. juin 2010 n° 9 p. 5.
- BARBIÈRI Jean-François, « associés et obligataires d'une société faillie », Rev. Proc. Coll. 1991 n° 2 p. 153.
- BARRAY-BARNAY Marie-Claude, « les différents systèmes d'enregistrements des crédits dans les états membres de l'union européenne », D. 2003 n° 16 p. 1082.
- BAUER Michel, « sous-participation : considérations pratiques », dossier « les pools bancaires de crédit, crédits conjoints et transfert interbancaires de risques », RDBF n°1 2004 p. 66.
- BEAURAIN Claude, « la banque et le pouvoir des normes internationales », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 28.
- BEHAR-TOUCHAIS Martine, « le banquier et la caution face à la défaillance du débiteur », RTDC 1993 p. 737.
- BENDAVID Daniel et DURAND Philippe, « motifs et enjeux de la diversification des actifs titrisés », dossier « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 25.
- BERLIOZ Georges, « le point de vue du juriste sur l'opération de defeasance », dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 54.
- DE BERMOND DE VAULX Jean-Marie, « à propos d'une conception exaltée de l'affectio societatis », D.S. 1993 chron. n° 4 p. 1 ; « le spectre de l'affectio societatis », JCP E 1994 I étude et chronique n° 346 p. 183 ; « l'empire des faits et l'émergence de la notion de société », D. 1996 chron. p. 185.

- BERNARD Alain, « à propos de la guerre du chiffre et du droit : comment les comptables étendent leur territoire professionnel », D. 2004 p. 1580.
- BERNIER Dominique et PERRODO Pascal, « les bons d'échange et de souscription d'obligations », Rev. B. n° 506 de juin 1990 p. 614.
- BERNUT POUILLET Axelle, « garanties internationales : les aspects pratiques de leur constitution et de leur mise en jeu », B.&D. n° 71 de mai juin 2000 p. 12.
- BERTHELOT Geoffroy, « la cessation des paiements : une notion déterminante et perfectible », JCP E 2008 n° 2232.
- BERTRAN DE BALANDA Jacques, « crédits consortiaux, quelles règles du jeu ? », JCP E n° 50 1994 n° 409 p. 561 ; « à la recherche de la nature juridique des conventions de sous-participations bancaires », JCP E 1996 n° 572 p. 303 ; « crédit syndiqué et sûretés », B.&D. n° 52 de mars-av. 1997 p. 3.
- BERTREL Jean-Pierre, « les lettres d'intentions », Rev. B. n° 465 d'oct. 1986 p. 895 ; « analyse des conventions de portage », Rev. Dr. pat. sept. 1995 p. 38 ; « régime des conventions de portage », Rev. Dr. pat. oct. 1995 p. 40 ; « liberté contractuelle et sociétés, essai d'une théorie du juste milieu en droit des sociétés », RTD com. 1996 p. 595 ; « la position de la doctrine », le dossier « l'intérêt social », Rev. Dr. pat. av. 1997 p. 42.
- BERTREL Jean-Pierre et JEANTIN Michel, « le portage d'actions », RJDA 10/1991 p. 683.
- BESSE Antonin et MORELLI Nicolas, « les dispositions de la loi de régulation bancaire et financière intéressant le droit des procédures collectives : point de vue de praticiens », RLDA n° 55 de déc. 2010 n° 3148 p. 23.
- BESSEAU Evelyne, « le traitement comptable du risque de crédit dans les banques », B. mag. n° 638 de juil.-août 2002 p. 72 ;
- BESSIS Joël, « risque de contrepartie des banques », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 83 p. 1701.
- BÉZARD Pierre (Entretien avec), « opinion sur l'intérêt social », le dossier « l'intérêt social », Rev. Dr. pat. av. 1997 p. 53.
- BÉZARD Max et GARABIOL Dominique, « la réforme de Bâle II et l'instabilité financière », B. mag. n° 641 de déc. 2002 p. 32.
- BÉZARD Max et HENROTTE Philippe, « les failles techniques de Bâle II », B. mag. n° 641 de déc. 2002 p. 36.
- BIARD Jean-François, « les agences de notation de crédit », Dossier « Le cadre de la finance après la crise », colloque de Paris du 5 mai 2011 du Magistère de juriste d'affaires-DJCE et MBA Université Panthéon-Assas, JCP E 2011 n° 1524.
- BIENVENU-PERROT Annick, « la modernisation de la titrisation par la loi de sécurité financière du 1er août 2003 », BJB nov.-déc. 2003 § 86 p. 739.
- BIGOT Jean, « assurances de responsabilité : les limites du risque assurable », RGAT 1978 p. 169.
- BILLOT Philippe et BONTEIL François, « les tours de tables bancaires », O.F. n° 414 du 29 juil. 1996 p. 26 et n° 415 du 26 août 1996 p. 26.
- BISSARA Philippe, « l'intérêt social » R.S. 1999 p. 5 ; « analystes financiers et agences de notations », BJBPF janv.-fév. 2004 § 2 p. 11.
- BLANC Gérard, « les nullités de la période suspecte dans la loi du 26 juil. 2005 sur la sauvegarde des entreprises », Rev. Proc. Coll. de mars 2006 p. 66.
- BLANDIN Gérard, « les warrants ont la côte », O.F. n° 308 du 24 mai 1994 p. 36 ; « bourses ou casinos ? Les dangers des dérivés », la vie française du 11 au 17 mars 1995 p. 8.
- BOGLIOLO Félix, « la défaisance : aspects financiers », MTF n° 6 de juil.-août 1988 p. 39.
- DE BOISSIEU Christian, « fragilité et défaillances bancaires », Mélanges A. SAYAG, creda Litec p. 169.
- BONI Isabel, « « Assur'banque » : un nouveau modèle de distribution bancaire », B. mag. n° 658 de mai 2004 p. 39.
- BONNEAU Thierry, « la diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », RTD com. 1988 p. 535 ; « les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil », RTD com. 1991 p. 1 ; « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, son application dans le temps », D.S. août-sept. 2004 études 11 p. 6 ; « la réforme du régime des valeurs mobilière : création d'une nouvelle catégorie d'actions », D.S. août-sept. 2004 études 151 p. 22 ; « valeurs mobilières composées : titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances », D.S. août-sept. 2004 n° 153 p. 25 ; « réforme du cadre juridique des fonds communs de créances », RDBF juil.-août 2008 n° 127 p. 68 ; « les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF », BJB av. 2011 § 112 p. 257 ; Thierry BONNEAU, « agence de notation », RDBF n° 5 sept.-oct. 2011 n° 181 p. 56.
- BONTOUX Charles, « le crédit documentaire est-il condamné ? », B. n° 410 d'oct. 1981 p. 1142 ; « réflexions sur un type de crédit documentaire : le crédit à paiement différé », B. n° 433 de nov. 1983 p. 1285.
- BORDES Christian, « faillites bancaires et politiques monétaires », R.E.F. n° 19 1991 p. 95.

- BORÉ Jacques, « un centenaire : le contrôle par la cour de cassation de la dénaturation des actes », RTDC 1972 p. 249.
- BORNET Jean-Pierre, « convention de portage : le point de vue du banquier », RDBB n° 16 de juil.-août 1991 p. 117.
- BOSSIN Jean-Michel et LEFRANC Denis, « le régime juridique des opérations de pension », B.&D. n° 41 de mai-juin 1995 p. 3.
- BOUCHETA Haroun, « l'obligation de rétention en matière de titrisation », BJBPF mars-av. 2010 § 25 p. 194.
- BOULARAN, « au-delà de l'action prioritaire sans droit de vote », JCP C.I. 1979 II n° 13.047 p. 317.
- BOULAT Pierre-Antoine, « l'article 8 de la loi du 11 juil. 1985 légalisant les marchés à terme sur taux d'intérêts, ou la confusion érigée en principe législatif », actualité législative D. 1985 p. 89.
- BOULOC Bernard, « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », R.S. 1983 p. 501.
- BOURETZ Emmanuelle, « la syndication indirecte », RDBB n° 5 de sept.-oct. 2002 p. 293 ; « sous-participation : rapport entre les banques et effet relatif des contrats », dossier « les pools bancaires de crédit, crédits conjoints et transfert interbancaires de risques », RDBF n°1 2004 p. 70.
- BOURIN Philippe et BERARD Pierre-Yves, « la confirmation silencieuse des crédits documentaires », B.&D. n° 40 de mars-av. 1995 p. 3.
- BOUTEILLER Patrice, « la procédure de rétablissement personnel de la loi du 1er août 2003 », Rev. Dr. pat. n° 120 de nov. 2003 p. 35.
- BRAUN Michel, « les captives d'assurances, un outil de gestion des risques », O.F. n° 344 du 27 fév. 1995 p. 30 et n° 347 du 20 mars 1995 p. 26.
- BRIÈRE de L'ISLE Georges, « de la notion de contrat successif », D. 1957 chron. XXV p. 153.
- BRILL Jean-Pierre, « les nouvelles règles applicables aux contrats en cours, aux créances postérieures et aux déclarations de créances », RLDA n° 39 de juin 2009 n° 2378 p. 77.
- BRUGUIÈRE Jean-Michel, « qu'est-ce que la monnaie ? », JCP E 2001 p. 1905.
- BURGER Yves, « Bâle II, moins de règles, moins de fonds propres ? », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 47.
- BUTHURIEUX André, « le point de vue du commissaire aux comptes sur l'opération de defeasance », dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 56.
- CABRILLAC Michel, « les sûretés conventionnelles sur l'argent », mélanges offert à Jean DERRUPPÉ, les activités et les biens de l'entreprise, GLN Joly, édition Litec 1991 p. 333.
- CABRILLAC Michel et TEYSSIÉ Bernard, « la loi relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédits », RTD com. 1984 p. 307.
- CALENDINI Jean-Michel, « la cour de cassation et la compensation des créances connexes dans le RJ et la LJ », P.A. n° 1 du 1<sup>er</sup> janv. 1992 p. 11 ; « la compensation des créances connexes dans le redressement judiciaire », B.&D. n° 23 de mai-juin 1992 p. 76.
- CALVIÈRE Marie-Marthe, « introduction à la titrisation », dossier les titrisations internationales, DPCI 1996 p. 334 ; « les titrisations internationales des banques et des entreprises françaises », dossier les titrisations internationales, DPCI 1996 p. 362.
- CALVO Jean, « les clauses d'intuitus personae dans les contrats commerciaux », P.A. n° 81 du 5 juil. 1996 p. 10.
- CANIN Patrick, « la mésestimation entre associés, cause de dissolution judiciaire anticipée des sociétés », D.S. janv. 1998 p. 4.
- CANNARD Raymond, « la création de certificats d'investissements par fractionnement d'actions existantes, est-elle encore possible ? », D.S. fév. 1992 p. 1.
- CAPORALE Francis, « société et indivision », R.S. 1979 p. 265.
- CAPRIOLI Eric A., « la loi applicable aux contrats de crédit documentaires, approche de droit comparé », RDAI n° 7 de 1991 p. 905 ; « Le crédit documentaire face aux technologies de l'information », dossier « le crédit documentaire en 2008 », RDBF juil.-août 2008 p. 73.
- CARCREFF Pierre, « la notion de pertes sociales et l'obligation pour les associés d'y contribuer », Gaz. Pal. 1973 doctrine p. 569.
- CARMAGNOL Charles, « les prêts participatifs », JCP C.I. 1980 n° 13 350 p. 401.
- CARRÉ Stéphane, « les conditions d'exercice du métier de chauffeur routier et l'alternative du contrat de transport », JCP E 2002 étude n° 995 p. 1086.
- CARTIER-MILLON Eric et BENTEUX Grégory, « titrisation et LBO », dossier « la titrisation et les financements d'entreprises à valeur ajoutée : des financements traditionnels... aux financements structurés », RDBF n° 8 de juil.-août 2006 p. 56.
- CASSOU Jean-Pierre, « seize ans de réorganisation bancaire en France », R.E.F. n° 64 de 2001-1 p. 13.
- CASTAGNÉ Suzel, « maîtriser l'utilisation du quasi-usufruit », JCP N 1997 n° 4099 p. 987 ; « usufruit, quasi-usufruit : une nouvelle mise au point », JCP N 2000 n° 12 p. 533 n° 13 p. 577.

- CASTERE P., « les obligations convertibles à tout moment », Gaz. Pal. du 2 oct. 1970, 2<sup>ème</sup> semestre doctrine p. 136.
- CATALA Pierre, « l'indivision », Defrénois 1979 art. 31.874 p. 3 et 31.886 p. 81.
- CAUCHOIS Anne, « les entreprises d'assurances en droit d'effectuer des opérations de banque ? », RDBF n° 4 de juil.-août 2003 p. 265.
- CAUDAL Jean Paul, « l'information dans les états financiers », B. n° 569 d'av. 1996 p. 30.
- CAUSSE Hervé, « principe, nature et logique de la dématérialisation », JCP E 1992 I doctrine n° 194 p. 530 ; « les titres et instruments financiers : quelle concurrence ? », Colloque « l'utilité de la notion d'instruments financiers » par l'université de Reims, Paris 9 janv. 2002, P.A. n° 63 du 28 mars 2002 p. 9.
- CERLES Alain, « le risque lié aux garanties », B.&D. n° 50 de nov.-déc. 1996 p. 10 ; « garanties bancaires : contre le mélange des genres », revue de droit des affaires du 30 av. 1998 n° 115 p. 746 ; « la lettre d'intention dans les pratiques bancaires », dossier « les lettres d'intentions : de l'engagement d'honneur au cautionnement déguisé », Rev. Dr. pat. n° 67 de janv. 1999 p. 57.
- CHAIGNE Christine, DO Van Daï et CHANG Marie, « les garanties à première demande en droit français : les recours du garant après le paiement », P.A. n° 142 du 17 juil. 2002 p. 4.
- CHAMPAUD Claude, « catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », in prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 161.
- CHANCE Clifford, « Royaume Uni : les clauses dites pari passu préoccupent le financial markets law committee », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2004 p. 314.
- CHARRIER Remi, « l'assurance dans les montages de la titrisation », dossier « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 43.
- CHARTIER Yves, « une nouveauté sur le marché français : les obligations à taux flottant », JCP C.I. 1975 n° 11 702 p. 165.
- CHAUVOT Myriam, « banques : ce qui va changer avec Bâle II », O.F. n° 744 du 7 juil. 2003 p. 15.
- CHEMIN-BOMBEN Delphine, « interview de Elie COHEN », RLDA n° 24 de fév. 2008 p. 78.
- CHESNÉ Guy, « l'exercice ut singuli de l'action sociale dans la société anonyme », RTD com. 1962 p. 347.
- CHOLET Didier, « la distinction des parties et des tiers appliquée aux associés », D. 2004 chron. p. 1141.
- CLAUDEL Emmanuelle, « clauses léonines extra-statutaires : les voies d'un compromis », in prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 183.
- DE CLERMONT-TONNERRE Alban, « obligation à coupon zéro : un irrésistible succès », Rev. B. n° 533 de déc. 1992 p. 1078 et n° 534 de janv. 1993 p. 40.
- COLLIN Alexis, « du caractère volontaire du déclenchement de la compensation », RTDC 2010 p. 229.
- COLONNA D'ISTRIA Antoine, « vers une approche économique du portage d'action », O.F. n° 735 du 5 mai 2003 p. 24.
- Commission bancaire, « les conventions de compensation et la réglementation prudentielle : opérations sur instruments financiers hors bilan », Bull. Com. Banc. n° 19 de nov. 1998 p. 22 ; « la rentabilité des grandes banques internationales en 2001 et au premier semestre 2002 », Bull. Com. Banc. n° 27 de nov. 2002 p. 35.
- CONTAMINE-RAYNAUD Monique, « les rapports entre la garantie à première demande et le contrat de base en droit français », études dédiées à Renée ROBLLOT, aspect actuel du droit commercial français, LGDJ 1984 p. 413.
- COSTA Ligia Maura, « le donneur d'ordre et les nouvelles règles et usances uniformes relatives au crédit documentaire », RDAI n° 3 1995 p. 361.
- CÔTE Nathalie, « le nouveau dispositif de traitement du surendettement des particuliers titre III de la loi n° 2003-710 du 1<sup>er</sup> août 2003 », JCP 2003 I n° 175 p. 1973.
- COULOMB Elisabeth et MOURLOT Nathalie, Entretien avec J. MC DONOUGH, « nous préférons laisser faire les marchés », B. mai 1994 n° 548 p. 20.
- COURBIS Paul et PENOT Fabrice, « quelle informatique pour maîtrise du risque ? », dossier « les produits dérivés », B. n° 548 de mai 1994 p. 45.
- COURET Alain, « les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », BJS 1986 p. 559 ; « innovation financière et règle de droit », D. 1990 21<sup>ème</sup> cahiers, chron. XXV p. 135 ; « le cadre juridique des techniques de couverture des risques des opérations de marché », B.&D. n° 38 de nov.-déc. 1994 p. 11.
- COURTIER Jean-Loup, « la garantie à première demande : une nouvelle sûreté pour les créanciers », P.A. n° 61 du 23 mai 1994.
- COURTIEU Guy, « propos hérétiques sur un arrêt orthodoxe », RCA av. 1995 n° 18 p. 4 ; « Assurance sur la vie : de spéculations en spéculations... », RCA déc. 2007 n° 13 p. 7.
- CREDOT Francis Jean, « la diversification des activités des établissements de crédit », P.A. n° 49 du 24 av. 1985 p. 10.
- CREDOT Francis Jean et GERARD Yves, « l'exercice par les établissements de crédit d'activité extra-bancaires », RDBB n° 2 de mai-juin 1987 p.40.

- CRÉMIEUX-ISRAËL Danièle, « l'assimilation des prêts participatifs à des fonds propres », R.S. 1983 p. 751.
- CROS M.L., « les contrats à exécution échelonnée », D. 1989 chron. VII p. 49.
- CROCQ Pierre, « l'évolution des garanties du paiement : de la diversité à l'unité », mélanges Christian MOULY, Litec 1998 p. 317.
- CROSIO Alain, « réflexions sur la compensation légale et conventionnelle des créances », P.A. n° 148 du 9 déc. 1996 p. 7.
- CUTAJAR Chantal, « de l'EURL à la SASU ou du big-bang à la transfiguration du concept de société par l'unipersonnalité », P.A. n° 185 du 15 sept. 2000 p. 48.
- DAIGRE Jean-Jacques, « défense de l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », D.S. fév. 1986 p. 6 ; « la SELARL unipersonnelle : légalité, intérêt et inconvénients », BJS mars 2000 § 51 p. 255 ; « les substituts du cautionnement : de la lettre à la garantie, la revanche de la liberté », JCP E 1992 supplément n° 44 p. 3 ; « la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », JCP E n° 24 du 14 juin 2001 p. 965 ; « l'aménagement du droit de vote », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2004 p. 364.
- DAILLE-DUCLOS Brigitte, « le devoir de loyauté du dirigeant », JCP E 1998 p. 1486.
- DALSACE A, « commentaire de la loi n° 53-148 du 25 fév. 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne », D. 1953 législation p. 145 ; « commentaire du décret n° 53-811 du 3 sept. 1953 portant règlement d'administration publique pour l'application de l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 53-148 du 25 fév. 1953 et relatif l'émission d'obligations convertibles en actions au gré des porteurs », D. 1953 législation p. 423.
- DA SILVA Valérie, « jeu et droit », JCP 2011 n° 1029 p. 1714.
- DAUNIZEAU Jean-Michel, « la pratique des lettres d'intention dans un contexte international », B.&D. n° 42 de juil.-août 1995 p. 3 ; « banque et partage du risque de crédit (pools bancaires) », B.&D. n° 61 de sept.-oct. 1998 p. 3.
- DELAMARE-DEBOUDEVILLE Charles-Éric, GUELDRÉ Richard et MARLY Pierre-Grégoire, « quelques propos sur la proposition de directive solvabilité II », RLDA n° 21 nov. 2007 p. 29.
- DELMAS Jean, « étude du crédit dans ses rapports avec l'assurance », revue critique de législation et de jurisprudence 1924 p. 556.
- DESBROSSES Jean, « l'assurance crédits et les banques », RGAT 1930 p. 866.
- DESENNE-DJOUDI Sadri, « l'efficacité de la compensation en matière financière », RDBF de mars-av. 2010 n° 16 p. 113.
- DESPOUX Jean-François, « le marché financier français continue de se développer à son rythme », dossier « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 18.
- DIETSCH Michel et GOLITIN-BOUBAKARI Valérie, « l'évolution des relations banques entreprises dans les années 1990 », Bull. Com. Banc. n° 27 de nov. 2002 p. 74.
- DOCKÈS Emmanuel, « essai sur la notion d'usufruit », RTDC 1995 p. 479.
- DOISE Dominique, « Crédits documentaires et financements de certaines opérations d'achat et revente de marchandises », dossier « le crédit documentaire en 2008 », RDBF juil.-août 2008 p. 70.
- DORAT DES MONTS Roger, « un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation : l'obligation échangeable », JCP 1965 I doctrine n° 1920.
- DOUVRELEUR Olivier, « la mise en place d'un nouveau cadre de régulation : les agences de notation », RTDF n° 2 2010 p. 20.
- DRESS Emmanuel, « gestion des risques de crédit : la prise en compte du système de notation interne par le comité de Bâle : quel impact opérationnel pour les banques », B. mag. n° 639 de sept. 2002 p. 58.
- DRUMMOND France, « un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », RDBB n° 5 sept.-oct. 2004 p. 361.
- DUBARRY Jean-Claude, et DE GIRARD Pierre-Menno et PASCAUD Charles-Audoine, « les promesses d'achat de droits sociaux à prix plancher à l'épreuve de l'interdiction des clauses léonines », RDC n° 3/2007 p. 955.
- DUCOULOUX-FAVARD Claude, « actionariat et pouvoir », D. 1995 chron. p. 177.
- DUFFIE Darrell, « Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ? », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 65.
- DUFLOUX Claude et MARGULICI Laurent, « le phénomène des euro-crédits et ses statistiques », B. n° 403 de fév. 1981 p. 149 ; « la syndication : un mécanisme essentiel de collecte des fonds et de répartition des risques », B. juil.-août 1981 n° 408 p. 822 ; « la syndication : le risque de conflit entre les banques », B. n° 410 d'oct. 1981 p. 1149 et n° 411 de nov. 1981 p. 1214.
- DUMAS Jean-P., « le point sur la jurisprudence relative à la lettre d'intention », dossier « les lettres d'intentions : de l'engagement d'honneur au cautionnement déguisé », Rev. Dr. pat. n° 67 de janv. 1999 p. 53.
- DUPICHOT Jacques, « pour un retour aux textes : défense et illustration du « petit guide-âne » des art. 1156 à 1164 C.C. », études offertes à J. FLOUR, répertoire du notariat Defrénois 1979 p. 179.

DURANCE Jean-Yves et FOURNIER Nathanaël, « vers un développement de la titrisation des crédits PME ? », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 37.

ENGEL Philippe et TROUSSIÈRE Paul, « création de catégories et stipulations d'avantages particuliers », JCP E 1996 n° 585 p. 371.

EPSCHTEIN Samuel, « les crédits documentaires et la fraude », B. n° 373 de mai 1978 p. 587.

ESCARRA Jean, « à propos de l'assurance crédit », DH 1938 n° 17 chron. VIII p. 33.

ETAIN Pascal, « affectio societatis, fraude et catégories d'associés », P.A. n° 30 du 11 fév. 1999 p. 15.

FAUGEROLAS Laurent, « la subordination de créances », Mélanges DERRUPPE, Litec GLN Joly 1991 p. 227.

FAURE-DAUPHIN Fabrice, « la société de titrisation », RTDF n° 3 2008 p. 87 ; « l'environnement réglementaire en construction de la finance structurée », RTDF n° 4 2010 p. 126.

FAUVET Marc-Alexis, « le régime des valeurs mobilières composées », dossier « le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 », Rev. Dr. pat. n° 130 d'oct. 2004 p. 97.

FEGHALI Rami et MAHIGODINE Yacin, « l'intégration des indicateurs de création de valeur », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 55.

FEITZ Anne, « les entreprises titrisent leurs créances commerciales », O.F. n° 490 du 9 mars 1998 p. 22.

FERRAND Pierre Nicolas et BILLOT Philippe, « les garanties autonomes », O.F. n° 429 du 2 déc. 1996 p. 26 et n° 430 du 9 déc. 1996 p. 26.

FERRY Claude, « défaisance économique et fiducie », JCP E n° 6 1991 I n° 23 p.65.

FERRY Claude et BIGNON Jean-Claude, « les opérations de pensions », JCP E 1994 I n° 389 p. 455.

DE FEYDEAU Henri et PIERRE Jean-Luc, « titres participatifs : possibilité de suppression et choix de substitution d'autres valeurs mobilières », Rev. B. n° 471 d'av. 1987 p. 348.

F.G., « les critiques sur Bâle II se précisent », O.F. n° 720 du 20 janv. 2003 p. 8.

FIELD Bernard et NEUVILLE Colette (Entretien avec), « la position des acteurs de la vie économique sur l'intérêt social », dossier « l'intérêt social », Rev. Dr. pat. d'av. 1997 p. 48.

FIORINA Dominique, « l'usufruit d'un portefeuille de valeurs mobilières », RTDC 1995 p. 43.

FLORES Gilles et MESTRE Jacques, « l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », R.S. 1974 p. 15.

FONTAINE Marcel, « aspects juridiques des contrats de compensation », DPCI 1981 p. 179 ; « la loi belge du 25 juin 1992 sur le contrat d'assurance terrestre », RGAT 1993 p. 729.

FORT Jean-Louis, « les règles prudentielles et leurs limites », RDBB n° 55 de mai-juin 1996 p. 76.

FOUQUET Claudy et L'HOSTIS Florence, « les enjeux des outils de notations et d'octroi de crédit », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 38.

FRANÇOIS Gérard, « la nature de l'aléa dans une convention de réassurance », RGAT n° 2 1994 p. 413.

FRANÇOIS-MARSAL Hubert, « l'ouverture de crédits en euro-devises et les obligations des banques », B. n° 396 de juin 1980 p. 703.

FRANÇON André, « les types récents d'obligations dans les sociétés », RTD com. 1954 p. 513 ; « l'usufruit des créances », RTDC 1957 p. 1.

FRIEDEL G, « remarques sur l'engagement du banquier dans le crédit documentaire irrévocable », in dix ans de conférences d'agrégation, études de droit commercial offertes à J HAMEL, Dalloz 1961 p. 535.

FULCONIS-TIELENS Andréane et COULOMB Élisabeth, « le point de vue de Jonathan FAULL », Rev. B. n° 739 de sept. 2011 p. 18.

GABET-SABATIER Colette, « le rôle de la connexité dans l'évaluation du droit des obligations », RTDC 1980 p. 39.

GAILLARD Norbert, « quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? », R.E.F. n° 101 2011 p. 73.

DE GALARD Thierry, « les nouvelles règles uniformes de la CCI relatives aux garanties sur demande (1992) », RDAI n° 6 de 1993 p. 759.

GALLAND Maxime, « les titres super-subordonnés, art. L 228-97 du nouveau code de commerce », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 107 ; « la réforme du cadre juridique de la titrisation », RLDA n° 32 de nov. 2008 p. 29.

GARABIOL Dominique, « le modèle financier implicite de la réforme de Bâle », dossier « Bâle II en question », B. mag. n° 641 de déc. 2002 p. 23.

GARINO Jean-Marc, « les dangers de l'usufruit de droits sociaux », JCP E 2010 n° 2111.

GARROUSTE Frédérique, « l'equity swap : une version moderne du portage », O.F. n° 664 du 12 nov. 2001 p. 8 ; « l'assurance crédit renoue avec la croissance », O.F. n° 757 du 3 nov. 2003 p. 39.

GAVALDA Christian, « les crédits dits intragroupes », RDBB n° 27 de sept.-oct. 1991 p. 168.

GAVALDA Christian et STOUFFLET Jean, « la lettre de garantie internationale », RTD com. 1980 p. 1.

GEARY Mickaël K, « l'expérience de Peugeot en matière de defeasance », dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 52.

GBLER Marie-Josèphe, « les obligations alternatives », RTDC 1969 p. 1.

GERMAIN Michel, « les nouvelles valeurs mobilières (loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985) », D.S. fév. 1986 p. 2 ; « la création et la disparition des actions de préférence », RDBB n° 5 de sept.-oct. 2004 p. 367 ; « les

- actions de préférence : le nouveau régime de création et de suppression », dossier « le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 », Rev. Dr. pat. n° 130 d'oct. 2004 p. 82 ; « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP 2004 act. 440 p. 1566.
- GIRARD Jean-Pierre, « le point de vue du banquier sur l'opération de defeasance », dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 58.
- GOFFAUX-CALLEBAUT Géraldine, « la définition de l'intérêt social : retour sur la notion après les évolutions législatives récentes », RTD com. 2004 p. 35.
- GOURGUES J-Cl., « l'entreprise individuelle à responsabilité limitée », JCP C.I. 1980 II n° 13.258 p. 157.
- GOYET Charles, RONTCHEVSKY Nicolas, STORCK Michel, « réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », RTD com. 2004 p.558.
- GRANDIN Elisabeth et VEVERKA François, « un critère relatif pour la notation », B. n° 564 de nov. 1995 p. 29.
- GRANIER Thierry, « présentation générale de la réforme du cadre juridique de la titrisation », RTDF n° 3 2008 p. 83 ; « vision économique et définition juridique de la titrisation, l'intérêt d'une confrontation », RTDF n° 4 2009 p. 104 ; « la notation des financements structurés après le règlement communautaire sur les agences de notation et de crédit », RTDF n° 1 2010 p. 120 ; « le règlement communautaire sur les agences de notation : un début de régulation de l'activité ? », BJBPF janv.-fév. 2010 p. 8.
- GRELON Bernard, « la loi de sauvegarde revisitée par la loi n° 2010-1249 dite de régulation bancaire et financière en date du 22 oct. 2010 », R.S. 2011 p. 7.
- GRIMALDI Michel, « réflexions sur l'assurance vie et le droit patrimonial de la famille », Defrénois 1994 art. n° 35 841 p. 737 ; « l'emploi des deniers grevés d'usufruit », Defrénois 1999 art. n° 36 939 p. 193 ; « l'assurance vie et le droit des successions », Defrénois 2001 art. n° 37 276 p. 3.
- GRIMALDI Michel et ROUX Jean-François, « la donation de valeurs mobilières avec réserve de quasi-usufruit », D. Sirey 1994 chron. p. 219.
- GRUA François, « le prêt d'argent consensuel », D. 2003 doctrine p. 1492.
- GUILLEMIN Patrick, « les promesses unilatérales d'achat et de vente en matière de cession de droits sociaux », D.S. mars 1989 p. 1.
- GUILLOU Jean-Paul et JOULIE Pierre, « les emprunts à fenêtres », B. n° 544 de janv. 1985 p. 25.
- GUYON Yves, « le droit de regard du créancier sur le patrimoine et l'activité de son débiteur considéré comme sûreté », RJCom n° spécial de fév. 1982 p. 121 ; « la fraternité dans le droit des sociétés », R.S. 1989 p. 439.
- GUYENOT Jean, « les bons de souscriptions d'actions : brèves remarques sur les modifications apportées par la loi du 14 déc. 1985 à la loi du 3 janv. 1983 qui les institue », Gaz. Pal. 1986 2 doctrine p. 645 ; « les bons de souscriptions », D. Sirey 1987, 42<sup>ème</sup> cahier, chron. LII p. 287.
- HAIZE Mickaël interview par Cécile JOLY, « le FCC ouvre de nouveaux horizons », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 32.
- HAMEL Joseph, « les formules nouvelles de financement par appel public : à propos des parts de productions d'électricité de France », D. 1952 chron. XXXIII p. 161.
- HAMOU Ran, « les titres super-subordonnés dans les LBO », Rev. Dr. pat. n° 128 de juil.-août 2004 p. 26.
- HASSLER Théo, « l'intérêt commun », RTD com. 1984 p. 584.
- HEBERT Philippe, « gestion des risques dans les établissements de crédit et les sociétés de bourse ; outil de méthodes et de gestion », plus-values n° 21 de nov. 1993.
- HENNEBELLE Diane, « la spécificité de la notion juridique du du croire d'intermédiaire », JCP E 2000 p. 1366.
- HESBERT Jean, « le labyrinthe des conditions non documentaires dans les opérations de crédit documentaire », P.A. n° 195 du 1<sup>er</sup> oct. 2001 p. 4.
- HENNION Patricia, « la compensation des dettes connexes dans les procédures collectives », P.A. n° 145 du 2 déc. 1996 p. 9.
- HENROTTE Philippe et HYAFIL Antoine, « quel capital pour une institution financière ? », dossier « Bâle II en question », B. mag. n° 641 de déc. 2002 p. 28.
- HIRTE Heribert et EHLERS Bernadette, « les obligations convertibles en actions et les obligations avec bons de souscription d'action en Europe », BJS janv. 2001 p. 5.
- HONORAT Jean, « les nullités des constitutions des sociétés », Defrénois 1-1998 art. 36 706 p. 3.
- HOVASSE Henri, « les obligations remboursables en actions », droit et gestion de l'entreprise, mélanges en l'honneur du doyen Roger PERCEROU, Vuibert Gestion 1993 p. 105.
- HUBERT Olivier et MORICEAU Annick, « titres subordonnés : observatoire des émissions récentes », B. mag. n° 659 de juin 2004 p. 41.
- ITHURBIDE Philippe, « le grand retour de l'aversion pour le risque », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 12.
- IVAINER Théodore, « l'ambiguïté dans les contrats », D. Sirey 1976 chron. XXIX p.153 ; « la lettre et l'esprit de la loi des parties », JCP 1981 I n° 3023.

- JACOMIN Christophe, « la proposition du CMF sur les contrats à terme de marchandises », B. mag. n° 646 d'av. 2003 p. 53.
- JAMBORT Sébastien, « les lettres d'intention sont-elles mortes ? », BJS juin 2007 § 184 p. 669.
- JASINSKI Pierre, « les crédits documentaires dont le paiement ou le remboursement est assuré par des organismes financiers internationaux », Rev. B. n° 472 mai 1987 p. 444.
- JASINSKI Pierre, « crédit documentaire : le principe de la séparation des documents et des marchandises », Rev. B. n° 477 de nov. 1987 p. 1011 ; « prolifération de l'irrégularité dans le crédit documentaire », Rev. B. n° 500 de déc. 1989 p. 1172.
- JASPAR Xavier et METAIS Nathalie, « les limites à la transmission universelle du patrimoine : les contrats intuitu personae et les contraintes afférentes à certains biens », BJS mai 1998 § 156 p. 447.
- JAUFFRET-SPINOSI Camille, « les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (titre III de la loi n° 78-741 du 13 juil. 1978) », R.S. 1979 p. 25.
- JEANTIN Michel, « conventions de portage et droit des sociétés », RDBB n° 26 de juil.-août 1991 p. 122 ; « observation sur la notion de catégorie d'actions », D. 1995 chron. p. 88.
- JOBARD-BACHELLIER Marie-Noëlle, « existe-t-il encore des contrats réels en droit français ? Ou la valeur des promesses de contrat réel en droit positif », RTDC 1985 p. 1.
- JOLY Cécile, « titrisation », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 24.
- JULLIEN Laurent et GOURGEOT Marc, « l'évaluation du risque de crédit par Bâle II : un savant compromis », B. mag. n° 663 de nov. 2004 p. 52.
- KAWAN Khaled, « la fraude dans le crédit documentaire, confusion ou cohésion ? », RDAI n° 6 de 1991 p. 797.
- KENDÉRIAN Fabien, « la contribution aux pertes sociales », R.S. 2002 p. 617.
- KÉREBEL Pascal, « la captive de réassurance : une filiale bancaire à part entière », B. n° 566 de janv. 1996 p. 38.
- DE KERGOMMEAUX Xavier, « fonds communs de créances, un cadre juridique élargi et précisé », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 26.
- DE KERGOMMEAUX Xavier et SAINT MARC Gilles, « la technique de titrisation », Rev. Dr. pat. de juin 1996 p. 22 ; « le cadre juridique des titrisations internationales », dossier les titrisations internationales, DPCI 1996 p. 337 ; « la titrisation, un nouvel outil de gestion du risque client », O.F. n° 567 du 18 oct. 1999 p. 46.
- DE KERGOMMEAUX Xavier et VAN GALLEBAERT Christine, « la titrisation d'actifs immobiliers », BJBPF mai-juin 2002 p. 181 ; « les nouvelles catégories d'actifs titrisés », dossier « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 29.
- KESSLER Guillaume, « société créée de fait : les leçons du droit comparé », D. 2005 chron. p. 86.
- KULLMANN Jérôme, « contrats d'assurance sur la vie : la chance de gain ou de perte », D. 1996 chron. p. 205.
- LACROIX Frédéric et LEWIS Jonathan, « la société de titrisation française, un instrument attrayant », dossier « titriser plus pour financer plus. A quelle condition ? », Rev. B. n° 724 de mai 2010 p. 36.
- LAFORTUNE Maurice-Antoine, « le périmètre de l'état de cessation des paiements du débiteur dans l'actualité jurisprudentielle », P.A. n° 148 du 25 juil. 2008 p. 14.
- LAHLOU Hassan, « le traitement du risque de contrepartie dans les opérations de marché sous Bâle III », Rev. B. n° 738 de juil.-août 2011 p. 93.
- LAINÉ Mathieu, « la monnaie privée », RTD com. 2004 p. 227.
- LAMBERT-FAIVRE Yvonne, « l'entreprise et ses formes juridiques », RTD com. 1968 p. 907 ; « la fonction juridique dans l'assurance », RGAT n° 1 1989 p. 193.
- LAMONTAGNE Jean-Marc et JULIEN Franck, « material adverse change et financements bancaires syndiqués », B.&D. n° 91 sept.-oct. 2003 p. 27.
- DE LAPASSE Patrick, « le nouveau régime juridique des opérations de pension », Bull. B. France n° 7 de juil. 1994 p. 101.
- LARROUMET Christian, « sur la réalisation d'un defeasance en droit français », mélanges en hommage à André BRETON et Fernand DERRIDA, Dalloz 1991 p. 193.
- LASSERRE Valérie, « le risque », D. 2011 chron. p. 1632.
- LAURE Maurice, « le trio entreprise - actionnaire - obligataires sous les feux croisés du fisc et de l'inflation », Rev. B. n° 460 d'av. 1986 p. 313.
- LEBEL Christine, « être ou ne pas être en cessation des paiements », Gaz. Pal. 2005 doctrine p. 2935.
- LEBLOND Jean, « de la réunion de toutes les parts ou actions d'une société entre les mains d'une seule personne au point de vue juridique et fiscal », RTD com. 1963 p. 417 ; « une assurance méconnue : l'assurance-crédit », RLDC n° 73 de juil.-août 2010 p. 30.
- LE BRAS W., « les promesses de cession de droits sociaux et la prohibition des clauses léonines », BJS 1986 p. 587.
- LE CALVEZ Jacques, « l'usufruit des valeurs mobilières de capitalisation (ou les bois et taillis du XX<sup>ème</sup> siècle) », D. Sirey 1994 chron. p. 124.

- LE CANNU Paul, « obligations remboursables en actions : les enseignements de l'arrêt Métrologie international », BJBPF juil.-août 1995 § 50 p 251 ; « réflexions sur l'apport de la loi du 2 juil. 1996 au droit des sociétés », BJS oct. 1996 p. 796 ; « l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les valeurs mobilières composées », RTD com. 2004 p. 761.
- LECOMTE André, « la nature juridique des ventes à option », RTDC 1931 p. 551.
- LE CORRE Pierre-Michel, « cautions, coobligés et garants dans les procédures collectives d'aujourd'hui et de demain », Rev. Proc. Coll. de sept. 2004 p. 181 ; « premiers regards sur la loi de sauvegarde des entreprises », cahier droit des affaires D. 2005 p. 2997 ; « porteurs de titres super-subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », D. 2010 p. 839.
- LE CORRE-BROLY Emmanuelle, « les modifications apportées au droit commun de la continuation des contrats en cours », D. 2009 p. 663.
- LÉCUYER Hervé, « assurance vie, libéralité et droit des successions : retour sur une question controversée », JCP N 2000 p. 656.
- LEDAN Jessica, « nouveau regard sur la notion d'associé », D.S. nov. 2010 n° 17 p. 9.
- LEDUC Fabrice, « le gage translatif de propriété : mythe ou réalité ? », RTDC 1995 p. 307.
- LEGEAIS Dominique, « règles et usances en matière de garantie autonome », RDBF de juil.-août 2010 n° 140 p. 64.
- LEGRAS de GRANDCOURT Bruno, « l'interdiction ou la licéité de la compensation en cas de procédure collective de l'une des parties », Rev. Proc. Coll. 1990 p. 119.
- LE GUEN Hervé, « le netting et la protection légale des systèmes de règlements interbancaires », Bull. B. France 3ème trimestre 1994 supplément études p.41.
- LEGUEVAGUES Christophe, « garanties autonomes en droit interne : à la recherche de l'autonomie », Rev. Dr. pat. d'av. 1997 p. 34.
- LEHÉRISSEL Hervé, « convention de portage : aspects fiscaux », RDBB n° 26 de juil.-août 1991 p. 129.
- LELOUP François et LAUPÊTRE Angélique, « l'introduction en droit français des actions de préférence », B. mag. n° 663 de nov. 2004 p. 41.
- LE NABASQUE Hervé, « le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés », RTD com. 1999 p. 273.
- LENDAIS Jean Pierre, « les règles de la CCI sur les garanties à première demande », Gaz. Pal. 1994 2 doctrine p. 853.
- LENHOF Jean-Baptiste, « la réforme des organismes de placement collectif », P.A. n° 228 du 14 nov. 2003 p. 31.
- LE ROY Hervé, « les clauses de préférences et de subordination en droit français des emprunts », RDAI n° 7 1986 p. 725.
- LEURENT Bruno, « garanties bancaires et arbitrages », RDAI n° 3 1990 p. 401.
- LÉVY Jérôme et SAUVAGE François, « la cotation Banque de France et le ratio Mc Donough », Bull. B. France n° 112 d'av. 2003 p. 31.
- LEWIS Jonathan et PAROLAI Richard, « les effets des travaux du comité de Bâle II », dossier « les nouveaux gisements de la titrisation », B. mag. n° 638 juil.-août 2002 p. 32.
- LIBCHABER Rémy, « l'usufruit des créances existe-t-il ? », RTDC 1997 p. 615.
- LIENHARD Alain, « présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières », D. 2004 chron. p. 1956.
- LIOLIAKIS Nicolas et TADIE Christophe, « convergence banque assurance : les jeux ne sont pas faits », B. mag. n° 655 de fév. 2004 p. 32.
- LUCAS François-Xavier, « les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur », RDBF n° 4 de juil.-août 2002 p. 216 ; « promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et prohibition des clauses léonines, à la recherche de la cohérence perdue », JCP E 2003 p. 168.
- LUCET Frédéric, « la qualification du contrat d'assurance vie », Gaz. Pal. du 29 nov. 1997 p. 1551.
- LUNEL-JURGENSEN Aline et GUERANGER François, « le réméré, la pension et le prêt de titres », Rev. B. n° 524 de fév. 1992 p. 144, n° 525 de mars 1992 p. 246 et n° 526 d'av. 1992 p. 361 ; « la pension nouvelle est arrivée », Rev. B. n° 556 de fév. 1995 p. 58.
- LUTUN Olivier, « la compensation en droit des procédures collectives : un cadre strict pour les uns, un espace de liberté pour les autres », JCP E n° 6 2003 étude n° 230 p. 260.
- MAGNIER Véronique, « les actions de préférence : à qui profite la préférence ? », D. 2004 doctrine p. 2589.
- MAHJOUB Chiheb, « risques de contreparties, quelles limites ? », plus-values n° 21 de nov. 1993 p. 32.
- MAHOT Bertrand et JIMENEZ Christian, « les captives de réassurance : une nouvelle approche de la gestion des risques », R.E.F. n° 80 2005 p. 171.
- MALATERRE Nicolas interview par Cécile JOLY, « émancipation de la titrisation à la française », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 30.

- MALECKI Catherine, « une première historique en droit des sociétés, interview de Jacques MAILLOT », D. 2004 p. 1578.
- MALEVILLE Marie-Hélène, « le langage des contrats d'assurances : perspectives d'évolutions », RGAT n° 3 1994 p. 733 ; « le point sur la confusion entre cautionnement et garanties autonomes, du contentieux de la qualification à la prévention », JCP E 2002 n° 1117 p. 1233.
- MARTIN Claude, « le crédit documentaire, la fraude et la révision de 1983 des règles et usances relatives aux crédits documentaires », RDAI 1985 p. 371.
- MARTIN Didier, « convention de vote, promesses d'achat à prix fixe et conventions de portage », P.A. n° 62 du 22 mai 1992 p. 16.
- MARTIN Lucien-M., « sûretés traquées, crédit détraqué », B. n° 346 de déc. 1975 p. 1133.
- MASSART Thibaut, « les actions de préférence et la question du droit de vote », dossier « le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 », Rev. Dr. pat. n° 130 d'oct. 2004 p. 84.
- MATHEY Nicolas, « Réflexions critiques sur les nouvelles RUU 600 », dossier « le crédit documentaire en 2008 », RDBF juil.-août 2008 p. 59.
- MATHIEU Bertrand, « les jeux d'argents et de hasard en droit français », P.A. n° 6 du 8 janv. 1999 p. 8.
- MATHIEU-BOUYSSOU Marie-Elisabeth, « contribution à l'étude de la lettre de confort, engagement de faire le nécessaire », RDBF 2003 p. 60.
- MATSOPOULOU Haritini, « la dissolution pour mésentente entre associés », R.S. 1998 p. 21.
- MATTOUT Jean-Pierre, « les apports des règles et usances uniformes 500 au droit des crédits documentaires », B.&D. n° 35 de mai juin 1994 p. 3 ; « aux groupes de sociétés », Gaz. Pal. du 22 23 sept. 1999 p. 19 ; « la révision des règles uniformes de la chambre de commerce internationale relative aux garanties sur demande », D. 2010 p. 1297.
- MATTOUT Jean-Pierre et PRUM André, « mise en œuvre de l'adage « fraus omnia corrumpit » dans le crédit documentaire irrévocable réalisable à terme », DPCI 1988 p. 107 ; « les règles uniformes de la CCI pour les garanties sur demande », B.&D. n° 30 de juil.-août 1993 p. 21.
- MAUBRU Bernard, « les sociétés créées de fait entre époux », Mélanges DERRUPPE, Litec GLN July 1991 p. 275.
- MAURO Frédéric et ROBERT Fabrice, « banques, votre santé nous intéresse, synthèse du rapport du groupe de travail de la commission des finances du sénat », R.E.F. n° 39 1-1997 p. 77.
- MAZEAUD Denis, « variations sur une garantie épistolaire et indemnitaire, la lettre d'intention », in prospectives du droit économiques, dialogue avec Michel JEANTIN, Dalloz 1999 p. 341.
- M.C., « les grandes banques avantagées par Bâle II », O.F. n° 736 du 12 mai 2003 p. 13.
- MC CARROL Véronique, « le comité de Bâle se trompe-t-il de cible ? », dossier « Bâle II en question », B. mag. n° 641 de déc. 2002 p. 20.
- MC CARROL Véronique, BÉZARD Max et GARABIOL Dominique, « les biais concurrentiels de la réforme de Bâle », dossier « Bâle II en question », B. mag. n° 641 de déc. 2002 p. 42.
- MEDJAOUI Kadidja, « l'exception de compensation dans le cadre d'une procédure collective », P.A. n° 10 du 22 janv. 1996 p. 7.
- MEDUS Jean-Louis, « conventions de portage et information comptable et financière », R.S. 1985 p. 509 ; « l'émission irrégulière d'une lettre de confort par une société anonyme et sa sanction », BJS juin 1994 p. 597 ; « portage des titres : le juge, la pratique... et le flou des images comptables », BJBPF janv.-fév. 1996 § 2 p. 13.
- MEEUS Albert, « de la notion et des limites de l'aléa susceptible d'être garanti dans les assurances de choses, de personnes et de responsabilité professionnelle », RGAT 1981 p. 243.
- MEINERTZHAGEN-LIMPSENS Anne, « les engagements de ne pas faire en matière de crédit », RDAI n° 7 1986 p. 675.
- MÉLIN François, « l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, ord. n° 2004-1127 du 27 oct. 2004 transposant la DE n° 2001/24 du 4 av. 2001 », JCP 2005 Ap. Rap. n° 35 p. 65.
- MESTRE Jacques, « observations de clôture : les lettres d'intention, une zone d'aménagement contractuel », dossier « les lettres d'intentions : de l'engagement d'honneur au cautionnement déguisé », Rev. Dr. pat. n° 67 de janv. 1999 p. 61.
- MEUNIER François, « deux nouveautés sur le marché français des warrants », Rev. B. n° 490 de janv. 1989 p. 90.
- MICHEL Raymond, « les risques normaux et risques extraordinaires dans l'assurance des crédits commerciaux », RGAT 1936 p. 25.
- Ministère de la justice, « rapport au président de la république sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », BJS juil. 2004 § 206 p. 3.
- MINOR Pierre, « la titrisation : mécanisme décrié mais toujours utilisé », dossier « crise financière », JCP E 2009 n° 1572.

MOATTI Laurence, « la garantie bancaire à première demande dans les opérations de commerce international », Jour. not. 1989 art. 59737 p. 649.

MODI KOKO BEBEY Henri-Désiré, « la réforme du droit des sociétés commerciales de l'OHADA », R.S. 2002 p. 255.

MONASSIER Bernard, « typologie des conventions de portage d'actions », RDBB n° 26 de juil.-août 1991 p. 119 ; « lettre d'intention : présentation », dossier « les lettres d'intentions : de l'engagement d'honneur au cautionnement déguisé », Rev. Dr. pat. n° 67 de janv. 1999 p. 46

MONASSIER Bernard et DUBOULOZ Stéphan, « la technique de la defeasance », Rev. Dr. pat. de janv. 1996 p. 34.

MONOD Françoise, « droits financiers attachés aux actions privilégiées », D.S. mars 1995 n° 3 p. 1.

MONTANIER Michel, « la lettre d'intention », rapport de la cour de cassation 1987 p. 72.

MONTREDON Jean-François, « la compensation de dettes connexes après le jugement déclaratif peut-elle survivre à la loi du 25 janv. 1985 », JCP E 1990 II n° 15792 p. 377.

MOUJAL-BASSILANA Eva, « l'articulation de la période suspecte et des différentes procédures après la loi de sauvegarde du 26 juil. 2005 », D. 2006 doctrine p. 1959.

MOULY Christian, « pour la liberté des garanties personnelles », Rev. B. n° 478 de déc. 1987 p. 1166 ; « les contrats bancaires dans un groupe de sociétés », P.A. n° 14 du 2 fév. 1994 p. 10.

MOUSSERON Jean-Marc, « la gestion des risques par le contrat », RTDC 1988 p. 481 ; « le devenir des conventions de portage », RDBB n° 26 de juil.-août 1991 p. 131.

MOUSSY Jean-Pierre, « la nécessité d'une régulation française et européenne », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 31.

DE MOUY Diane et ZELLER Eric, « première émission de titres super-subordonnés », B. mag. n° 655 de fév. 2004 p. 40.

NAJJAR Ibrahim, « l'autonomie de la lettre de confort », D. Sirey 1989 chron. XXXII p. 217.

NDOKO Nicole-Claire, « les mystères de la compensation », RTDC 1991 p. 661.

NICOLAS Véronique, « contribution à l'étude du risque dans le contrat d'assurance », RGAT 1998 p. 637.

NICOLET Marie-Agnès, « l'apport des outils automatisés de gestion des risques », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 51.

NICOLLE Tim, « titriser les créances des PME », B. mag. n° 654 de janv. 2004 p. 45.

NORMAND Jacques, « les opérations bancaires de pension », RTD com. 1966 p. 791.

NOTTÉ Gérard, « valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 », JCP E 2004 aperçu rapide n° 153 p. 1169 ; « création de l'Autorité de contrôle prudentiel », JCP E 2010 n° 4 aperçu rapide n° 71 p. 4.

NOUY Danièle, « relations interbancaires et risques systémiques », Rev. B. n° 535 de fév. 1993 p. 26.

NUYTTEN Benoît et LESAGE Laurent, « formation des contrats : regards sur les notions de consensualisme et de formalisme », Defrénois 1998 art. n° 36784 p. 497.

OLLEON Laurent, « la bourse et l'avis », RJF 12/2003 chron. p. 343.

OPPETIT Bruno, « les tendances régressives dans l'évolution du droit contemporain », mélanges dédiés à Dominique HOLLEAUX, édition Litec 1990 p. 317.

PAILLUSSEAU Jean, « L'EUURL ou des intérêts pratiques et des conséquences théoriques de la société », JCP 1984 II n° 14.684 p. 217 ; « la modernisation du droit des sociétés commerciales », D. Sirey 1996 chron. p. 287.

PAISANT Gilles, « la réforme de la procédure de traitement du surendettement par la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la ville et la rénovation urbaine », RTD com. 2003 p. 671.

PANCRAZI-DAUCHY Valérie, « titrisation », encyclopédie des marchés financiers sous la direction d'Yves SIMON, art. 98 p. 2013.

PAQUET Philippe, « la defeasance en question », Rev. B. n° 499 de nov. 1989 p. 1039.

PARIGUET Marie et MANSION Olivier, « impasses et perspectives du risque en matière de responsabilité », JCP 2011 n° 838 p. 1383.

PEDAMON Michel, « la compensation des dettes connexes », RJCom 1992 n° spécial p. 4.

PEDAMON Michel et CARMET Olivier, « la compensation dans les procédures collectives de règlement du passif », D. Sirey 1976 chron. p. 124.

PELLICIER Angèle, « dérivés : le projet de réglementation plutôt bien accueilli par les professionnels », O.F. n° 1094 du 4 oct. 2010 p. 4.

PELTIER Frédéric, « l'adaptation du droit positif français à la titrisation : les fonds communs de créances », B.&D. n° 4 de mai-juin 1989 p. 85 ; « les aspects juridiques de la mobilisation des emplois bancaires par la banque de France », RDBB n° 23 de janv.-fév. 1991 p. 5 ; « la nature juridique des obligations remboursables en actions », JCP E 1992 I doctrine n° 155 p. 281 ; « les emprunts obligataires assortis d'un mécanisme d'accès au capital d'une filiale de l'émetteur », RDBB n° 35 de janv.-fév. 1993 p. 40.

- PERCEROU Roger, « la nature juridique, de l'assurance crédit, contrat d'assurance ou contrat de crédit », RGAT 1970 pp. 350 et 473.
- PERIGNON Bertrand, « les entreprises françaises prennent goût aux captives d'assurances », MTF n° 63 de sept. 1994 p. 38.
- PÉROCHON Françoise, « les interdictions de paiement et le traitement des sûretés réelles », D. 2009 p. 651.
- PERROT Annick, « pension de titres et transfert de propriété », RDBB n° 46 de nov.-déc. 1994 p. 252.
- PEZARD Alice, « présentation générale », dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 51 ; « modernisation des OPCVM et titrisation », JCP E 1989 II n° 15600 p. 581 ; « les obligations : évolutions récentes », BJBPF juil.-août 2000 p. 315.
- PICARD Pierre, « risques d'assurance et risques financiers », R.E.F. n° 80 2005 p. 15.
- PICHARD Bruno, « quels droits pour les actions dites de préférence ? », P.A. n° 15 du 21 janv. 2005 p. 7.
- PICOD Yves, « l'obligation de non-concurrence de plein droit et les contrats n'emportant pas transfert de clientèle », JCP E 1994 n° 349 p. 195.
- PIEDELIEVRE Stéphane, « remarques sur les règles uniformes de la CCI relatives aux garanties sur demande », RTD com. 1993 p. 615 ; « l'efficacité des lettres de confort », Rev. Dr. pat. n° 34 de janv. 1996 p. 56 ; « le projet de convention de la commission des nations unies pour le commerce international sur les garanties indépendantes et la lettre de crédit stand-by », RTD com. 1996 p. 633 ; « droit des sûretés et droit de la consommation », Rev. Dr. pat. de sept. 1997 p. 56 ; « les nouvelles règles de la CCI relatives aux garanties à première demande », RTD com. 2010 p. 513.
- PIERRE Jean-Luc, « aspects fiscaux de la defeasance », dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 53.
- PIETTE Gaël, « cautionnement et intérêt social : les implications réciproques », JCP 2004 doctrine I n° 142 p. 1111 ; « les faiblesses du cautionnement », RLDA n° 31 d'oct. 2008 p. 103 ; « la rédaction d'une garantie autonome, conseils pratiques pour éviter la requalification en cautionnement », P.A. n° 151 du 30 juil. 2010 p. 10.
- PILCER Valérie, « les obligations digitales », O.F. n° 303 du 18 av. 1994 p. 34, F.P. n° 232.
- PINIOT Marie-C., « synthèse, dossier « la defeasance », RDBB n° 12 de mars-av. 1989 p. 61.
- PIROVANO Antoine, « la « boussole » de la société : intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », D. 1997 chron. p. 189.
- PLIHON Dominique, « les restructurations bancaires : un processus de rattrapage », R.E.F. n° 64 de 2001-1 p. 31.
- POITRINAL François-Denis, « clauses statutaires de répartitions des bénéficiaires », Rev. Dr. pat. n° 59 d'av. 1998 p. 32.
- DE POLIGNAC Jeanne Françoise, « du bon usage de la notation », B. mag. n° 658 de mai 2004 p. 22.
- POLLAUD-DULLIAN Frédéric, « l'actionnaire dans les opérations de portage », R.S. 1999 p. 765.
- POMART Cathy, « la lettre d'intention après l'ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés », P.A. n° 63 du 27 mars 2008 p. 26.
- POMERLEAU Manon, « la fraude du bénéficiaire du crédit documentaire irrévocable, étude comparative en droit commercial international », Cah. Jur. et Fiscaux de l'Exportation 1984 p. 13.
- PONTIER Jean-Norbert, « nature et régime juridique des titres émis dans le cadre d'opérations de titrisation internationale », dossier les titrisations internationales, DPCI 1996 p. 377 ; « créances hypothécaires, l'heure est aux opérations de titrisation synthétique », Rev. B. n° 694 de sept. 2007 p. 54.
- PONTON-GRILLET Dominique, « la spéculation en droit privé », D. 1990 chron. XXVIII p. 157.
- PORTÉ François, « les tours de table bancaires », B.&D. n° 42 de juil.-août 1995 p. 9.
- POULLET Yves, « les garanties contractuelles dans le commerce international », DPCI sept. 1979 p. 387.
- PRAICHEUX Sébastien, « la réforme de la titrisation d'un point de vue critique », BJBPF mars-av. 2009 § 21 p. 144.
- PRAT Jean-François, « convention de portage et droit boursier », RDBB n° 26 de juil.-août 1991 p. 126.
- Du PRE De SAINT-MAUR Jean, « les euro-crédits financiers : le point de vue du banquier », B. n° 331 de juil.-août 1974 p. 667.
- PRIEUR Jean, FERRET Jean-Pierre et DEBRABANT Bernard, « vulnérabilité des démembrements sur les titres », Rev. Dr. pat. n° spécial de janv. 1995 p. 29.
- PUECH Jean, « les différentes fonctions du crédit documentaire selon les nouvelles règles et usances 1983 », RJCom n° spécial 1985 p. 18 ; « crédits documentaires : les différents modes de réalisation selon les règles et usances 1983 », B. n° 439 de mai 1984 p. 581.
- PUIG Pascal, « les garanties autonomes », P.A. n° 63 du 27 mars 2008 p. 9.
- Q.F., « les beaux jours de la bancassurance », B. mag. n° 647 de mai 2003 p. 14.
- QUERE Michel et GAUVIN Alain, « émission transfrontalières d'obligations indexées et risque juridique », D. aff. n° 147 du 4 fév. 1999 p. 194.

RACLET Arnaud, « la garantie à première demande, une garantie autonome... mais pas trop ! », RDBF n° 4 de juil.-août 2001 p. 254.

RADJABOU Mohamed, « gestion de capital : l'incitation au transfert de risques », Rev. B. n° 688 de fév. 2007 p. 41.

RAMSPACHER Marine et SEGOND Sophie, « les lettres d'intentions constituent-elles des garanties au sens de l'article 98 de la loi du 24 juil. 1966 ? », D.S. mars 1996 chron. 4 p. 1.

RANDOUX Dominique, « une société spécifique : l'EURL », JCP N 1985 doctrine p. 355.

RAPP Jean-Marie, « le bon d'investissement », R.S. 1974 p. 257.

RAULOT Nicolas, « interview de Jean Marc DELION, chef de service à la COB », la tribune du jeudi 5 déc. 2002 p. 37 b.

RAVELET Michel, « les conventions de portage », P.A. n° 39 du 18 mars 1991 p. 4.

REBOUL Nadège, « remarque sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : affectio societatis », R.S. 2000 p. 425.

REIFEGERSTE Stephan, « la connexité des créances contractuelles : pour une approche juridique d'une condition originale de la compensation », P.A. du 4 av. 2000 n° 67 p. 15.

REIGNÉ Philippe et DELORME Thibault, « réflexions sur la distinction de l'associé et de l'actionnaire », D. 2002 doctrine p. 1330.

REIJASSE Jean Paul, « la réforme de la centralisation des risques », Rev. B. n°516 de mai 1991 p. 458.

RENUCCI Jean-François, « l'identité du cocontractant », RTD com. 1993 p. 441.

RICARD Antoine, « à défaut d'agrément, les opérations bancaires, financières et d'assurance doivent-elles subir le même sort ? », RDBF nov.-déc. 2009 n° 37 p. 40.

RICHARD Jacques, « les sociétés par actions et la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne », JCP 1983 C.I. II 13 919 p. 45.

RIOS Juan José Alba, « DSI et marchés de l'électricité et du gaz : l'opinion de l'industrie », dossier « matières premières DSI/dérivés, la controverse », B. mag. n° 647 de mars 2003 p. 27.

RIVES-LANGE Jean-Louis, « les garanties indépendantes et le rôle des banques », Rev. B. n° 468 de janv. 1987 p. 11.

RIVES-LANGE Jean-Louis et OHL Daniel, « monopole bancaire et liberté : la loi du 24/01/1984 permet-elle d'effectuer des opérations de banque sans être établissement de crédit », Rev. B. n° 450 de mai 1985 p. 439.

RODRIGUEZ Karine, « création du conseil de régulation financière et du risque systémique », n° spécial « étude et clarification de la loi de régulation bancaire et financière », P.A. n° 250 du 16 déc. 2010 p. 12.

ROLLAND Blandine, « dissolution des sociétés unipersonnelles et transmission universelle du patrimoine », JCP E 2000 p. 406 ; « dissolution des sociétés unipersonnelles : une intervention législative opportune ? », JCP E 2001 p. 1761.

ROMDHANE TAHRA Hamza, « PME : vers l'externalisation de la gestion du risque de taux et change », B. mag. n° 640 d'oct. 2002 p. 52.

ROTONDI, « la limitation de la responsabilité dans l'entreprise individuelle », RTD com. 1968 p. 1.

ROUGÉ Jean François, « la spéculation : règles du jeu », P.A. du 6 août 1993 n° 94 p. 16.

ROUGER Michel, « défaisance et défaillance », RJCom 1996 p. 253.

ROUSSEAU J., « les lettres de crédit », JCP 1939, étude doctrinale 7-1939 n° 115.

ROUSSEL GALLE Philippe, « contrats en cours », Rev. Proc. Coll. sept. 2005 p. 204 ; « premières vues sur la sauvegarde financière accélérée et sur les modifications apportées au droit des entreprises en difficulté par la loi du 22 oct. 2010 », JCP E 2010 n° 591.

ROUSSILLE Myriam, « la consécration de la compensation globale par la loi NRE », RDBB n° 5 de sept.-oct. 2001 p. 311.

SAINT ALARY Bertrand, « la lettre d'intention », Rev. Dr. pat. juil.-août 1995 p. 30.

SAINT-ALARY-HOUIN Corinne, « les critères distinctifs de la société et de l'indivision depuis les réformes récentes du code de commerce », RTD com. 1979 p. 645.

SAINT-MARC Gilles, « titrisation, vers un cadre juridique plus moderne et plus sûr », Rev. B. n° 705 de sept. 2008 p. 75.

SANTORO PASSARELLI Francisco, « variation sur le contrat d'assurance », études offertes à la mémoire de M. le professeur André BESSON, LGDJ 1976 p. 307.

SAUGIER Jean-Marc, MADAR Philippe et MICOLET Paul-Emmanuel, interview par Cécile JOLY, « RCI banque innove sur le marché européen », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 34.

SAUVAGE François, « les nouvelles frontières du quasi-usufruit », JCP N 2000 n° 16 p. 691.

SCANNAVINO Aimé, « banques universelles et intégration financière internationale », R.E.F. n° 39 1997 p. 201.

SCHAEFFER Eugène, « des causes d'ordre public de dissolution des sociétés », in dix ans de conférences d'agrégation, études de droit commercial offertes à j HAMEL, Dalloz 1961 p. 227.

- SCHAPIRA Jean, « l'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme », RTD com. 1971 p. 957.
- SCHMIDT Dominique, « les opérations de portage de titres de sociétés », in les opérations fiduciaires, colloque de Luxembourg des 20 et 21 sept. 1984 sous la direction de Claude WITZ, FEDUCI, LGDJ 1985 ; « le régime actuel des valeurs mobilières », RDBB n° 2 mai-juin 1987 p. 42 ; « prolégomènes », BJS av. 2004 § 92 p. 469.
- SCHOLLEN Anne, « les lettres de parrainage ont-elles toujours de bonnes intentions ? », RDAI n° 7 de 1994 p. 793.
- SCIALOM Laurence, « les conglomérats financiers : un défi prudentiel », R.E.F. n° 39 1997 p. 125.
- SERGAKIS Konstantinos, « règlement (UE) n° 513/2011 : l'avancée de l'ESMA vers la maturité régulatrice face aux agences de notation », BJB n° 9 sept. 2011 § 240 p. 491.
- SERLOOTEN Patrick, « l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », D. Sirey 1985 chron. XXXIII p. 187 ; « l'affectio societatis, une notion à revisiter », Mélanges en l'Honneur d'Yves GUYON, aspects actuels du droit des affaires, Dalloz 2003 p. 1007.
- SERRA Yves, « le droit de conversion des obligations convertibles à tout moment », RTD com. 1971 p. 565.
- DE SERVIGNY Arnaud et RENAULT Olivier, « modèle de portefeuille de crédit : un succès en demi-teinte ? », B. mag. n° 653 de déc. 2003 p. 48.
- SÉVERIN Eric, « les conséquences de la débâcle d'Enron sur les métiers exercés par les banques », B. mag. n° 655 de fév. 2004 p. 46.
- SIMLER Philippe, « les solutions de substitution au cautionnement », JCP I 1999 n° 3427, E 1999 II n° 15659 ; « les règles uniformes de la CCI relatives aux garanties sur demandes », P.A. n° 58 du 13 mai 1992 p. 25 ; « le nouvel article 2322 du code civil et le régime de la lettre d'intention », RJDA 7/2008 p. 739.
- SIRINELLI Pierre, « le quasi-usufruit », P.A. n° 87 du 21 juil. 1993 p. 30 et n° 89 du 26 juil. 1993 p. 4.
- SOINNE Bernard, « la loi sur le rétablissement personnel, propos introductifs », Rev. Proc. Coll. sept. 2003 p. 225.
- DE SOLA DE CANIZARES F., « l'entreprise individuelle à responsabilité limitée », RTD com. 1948 p. 376.
- SORTAIS Jean-Pierre, « la société unipersonnelle », mélanges en l'honneur de Daniel BASTIAN, librairie technique 1974 p. 325.
- SOUSI-ROUBI Blanche, « le contrat d'échange », RTDC 1978 p. 257.
- Spécial produits dérivés, « une contraction significative des volumes », O.F. n° 371 du 25 sept. 1995 p. 24 et s. ; « dossier : la place de Paris et la DSI », O.F. n° 414 du 29 juil. 1996 p. 12 et s.
- STEPHAN Patrick, « pourquoi une nouvelle réforme de la loi du 28 mars 1885 ? », BJBPF janv.-fév. 1994 p. 5.
- STOUFFLET Jean, « le monopole des banques quant à la réception de fonds en dépôt », études de droit commercial à la mémoire de Henri CABRILLAC, Librairies techniques 1968 p. 437 ; « garanties bancaires à première demande », JDI 2 1987 p. 265 ; « la convention des nations unies sur les garanties indépendantes et les lettres de crédit stand-by », RDBB n° 50 de juil.-août 1995 p. 132 ; « syndication directe : exécution de la convention de crédit et rôle de l'agent », dossier « les pools bancaires de crédit, crédits conjoints et transfert interbancaires de risques », RDBF n°1 2004 p. 63 ; « la banque désignée pour la réalisation d'un crédit documentaire », dossier « le crédit documentaire en 2008 », RDBF juil.-août 2008 p. 62.
- SUMIEN, « sociétés de défenses et sociétés d'assurances », Gaz. Pal. 1953 du 2<sup>ème</sup> semestre doctrine p. 11.
- SYLVESTRE Stéphane, « validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice au souscripteur des titres qu'elle a émis », BJS fév. 2004 n° 28 p. 179.
- TAMAR Joulia, « l'expérience d'une banque commerciale », B. n° 564 de nov. 1995 p. 32.
- DE TARDE Guillaume, « les bases théoriques et pratiques de l'assurance crédit en France », RGAT 1930 p. 475.
- DE TCHAGUINE-SEGURET D. et FRANÇOIS-MARSAL H., « portage : la clarification nécessaire », Gaz. Pal. 1989 doctrine p. 244.
- TCHOTOURIAN Ivan, « règlement (CE) n° 1060/2009 concernant les agences de notation de crédit : vrai réforme ou faux semblant ? », BJBPF oct. 2010 § 56 p. 430 ; « agence de notation : encadrement et responsabilité », BJBPF fév. 2011 § 49 p. 119.
- TEBOUL Georges, « les accords de Bâle II et les entreprises en difficulté », RLDA n° 29 de juil.-août 2008 n° 1762 p. 29.
- TERRAY Jacques, « la lettre de confort », Rev. B. n° 393 de mars 1980 p. 329 ; « pour une nouvelle classification juridique des instruments financiers », RDBB n° 1 de mars-av. 1987 p. 20 ; « le cautionnement : une institution en danger », JCP 1987 doctrine I n° 3295 ; « l'octroi conjoint de crédit syndicat et sous participation », JCP E 2002 étude n° 491 p. 511 ; « syndication directe : formation des contrats », dossier « les pools bancaires de crédit, crédits conjoints et transfert interbancaires de risques », RDBF n°1 2004 p. 60.
- TERRAY Jacques et DE KERGOMMEAUX Xavier, « titrisation, enfin du nouveau ! », BJBPF mars-av. 1993 p. 119.

- TESTU François-Xavier et HILL Sidonie, « les BSA : utilisations possibles dans les sociétés de haute technologie », JCP E 2003 n° 1465 p. 1655.
- THIVEAUD Jean-Marie, « les évolutions du système bancaire français de l'entre deux guerres à nos jours : spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », R.E.F. n° 39 1-1997 p. 27.
- THORAVAL Pierre-Yves, « la surveillance prudentielle des risques de marchés supportés par les établissements de crédit », R.E.F. n° 37 1996 p. 221.
- THORAVAL Pierre-Yves, DUCHATEAU Alain, DIETSCH Michel et GARABIOL Dominique, « Bâle II et la stabilité financière », B. mag. n° 651 d'oct. 2003 p. 54.
- TOLEDO-WOLFSOHN Anne-Marie, « transfert de participation et crédit syndiqué », RDBF n° 5 de sept.-oct. 2003 p. 320.
- TOLEDO-WOLFSOHN Anne-Marie et HOVASSE Henri, « table ronde sur l'art de la titrisation, à la recherche de nouveaux moyens de financement », cahiers de droit de l'entreprise n° 5 2005 p. 11.
- TORDJMAN Eric et FREIHA Najj, « la validation des systèmes de notation interne dans le cadre de Bâle II », B. mag. n° 645 de mars 2003 p. 54.
- TOURAINÉ Hervé, « la titrisation de créances commerciales : contraintes et techniques juridiques », B.&D. n° 50 de nov.-déc. 1996 p. 3.
- TRAINAR Philippe, « la titrisation en assurance », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 42.
- TRASBOT André, « commentaire de la loi du 13 juil. 1930 », DP 4<sup>ème</sup> partie 1931 p. 1.
- TREILLE Brigitte, « les conventions de portage », R.S. 1997 p. 721.
- TRICOU Jean, « la loi de modernisation des activités financières », B. n° 574 d'oct. 1996 p. 55.
- VANARD R., « l'assurance contre les risques du crédit et les problèmes juridiques qu'elle soulève », RGAT 1930 p. 276 ; « l'insolvabilité au sens de l'assurance crédit », RGAT 1933 p. 770.
- VAN DER HAEGEN Marc, « le principe de l'opposabilité des exceptions dans le crédit documentaire irrévocable », RDAI n° 7 1986 p. 708.
- VAN GALLEBAERT Christine, « les principales évolutions entre FCC d'hier et le FCT d'aujourd'hui, titrisation du risque d'assurance », RTDF n° 3 2008 p. 91.
- VASSEUR Michel, « de la propriété reconnue aux actionnaires ayant renoncé à leur droit préférentiel de souscription en cas d'émission d'obligations convertibles », JCP 1974 I Doctrine n° 2665 ; « les garanties indirectes du banquier », RJCom n° spécial de fév. 1982 p. 104 ; « sécurité financière et droit », R.E.F. 1991 n° 18 p. 113 ; « les nouvelles règles de la CCI pour les garanties sur demande », RDAI n° 3 1992 p. 239.
- DE VAUPLANE Hubert, « les modifications réglementaires et la jurisprudence depuis la loi MAF », B. n° 589 de fév. 1998 p. 36 ; « le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », RJCom janv. 2001 p. 187 ; « ordonnance portant réforme des valeurs mobilières », B. mag. n° 660 de juil.-août 2004 p. 74 ; « la documentation juridique joue-t-elle son rôle en cas de contentieux ? », Rev. B. n° 697 de déc. 2007 p. 82 ; entretien sur « la crise financière et le droit français », JCP 2008 I n° 220.
- DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, « révision de la DSI », B.&D. n° 88 de mars-av. 2003 p. 38.
- VELLAS François, « les certificats d'investissement privilégiés : nouveau produit financier ou transition vers la dénationalisation des groupes publics ? », R.S. 1985 p. 807.
- VEZINET Isabelle, « la position du juge sur l'intérêt social », dossier « l'intérêt social », Rev. Dr. pat. d'av. 1997 p. 50.
- VIANDIER Alain, « certificats d'investissement et certificats de droit de vote », JCP 1983 C.I. II n° 14 117 p. 663 ; « les opérations financières au sein de groupes de sociétés (études de deux confirmations récentes) », JCP 1985 C.I. II n° 14 447 p. 177 ; « les actions de préférences (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 art. 318) », JCP E 2004 étude n° 1440 p. 1528.
- VILLEROIL Pierre, « la lettre d'intention à l'épreuve de la jurisprudence de la cour de cassation », B.&D. n° 43 de sept.-oct. 1995 p. 3.
- VINCKEL François, le nouveau régime de la période suspecte dans la loi n° 2005-845 du 26 juil. 2005 et le décret n° 2005-1677 du 28 déc. 2005 : une réforme en trompe l'œil », JCP E 2006 n° 1118 p. 129.
- DE VITA Michèle, « la jurisprudence en matière de lettre d'intention », Gaz. Pal. du 24 oct. 1987 doctrine p. 667.
- WEISS Richard, « vers un nouveau médicament pour doper les bien portants ? », dossier « la titrisation », Rev. B. n° 668 d'av. 2005 p. 40.
- WELLINK Nout, « Au-delà de la crise : la réponse stratégique du Comité de Bâle », Rev. Sta. Fin. n° 13 de sept. 2009 p. 131 ; « réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC) », Rev. Sta. Fin. n° 14 de juil. 2010 p. 151.
- WICKER Guillaume, « la période suspecte après la loi de sauvegarde des entreprises », Rev. Proc. Coll. mars 2006 p. 12.
- WOODLAND Philippe, « observations sur les orientations des droits européens de la faillite », JCP 1984 I doctrine n° 3137.

**Principaux sites Internet :**

Assemblée nationale : [www.assemblée-nationale.fr](http://www.assemblée-nationale.fr)

Autorité des marchés financiers : [www.amf.france.org](http://www.amf.france.org)

Banque centrale européenne : [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

Banques des Règlements Internationaux : [www.bis.org](http://www.bis.org)

Fédération Bancaire Française (FBF) : [www.fbf.fr](http://www.fbf.fr)  
(pour les conventions-cadres, les additifs techniques et confirmations)

International Swaps and Derivatives Association (ISDA) : [www.isda.org](http://www.isda.org)  
(pour les conventions-cadres, additifs techniques et confirmations)

Sénat : [www.senat.fr](http://www.senat.fr)

Site officiel français : [www.legifrance.fr](http://www.legifrance.fr)

## INDEX ALPHABÉTIQUE

(Les chiffres renvoient aux numéros des paragraphes)

### A

Accessoire (principe), 460 et s.  
Accord de Taux Futur, voir Futur Rate Agreement.  
Acheteur de risque, v. vendeur de protection  
Acheteur de protection, 36, 89  
Acte juridique, 182  
Action (v. titre de capital)  
Action de préférence, 297  
Action oblique, 298  
Additif technique, 235  
Affectio societatis, 307 et s., 315 et s., 559  
- définition, 308, 315  
- dissolution, 309  
- nullité, 309  
Agences de notation, 10  
Aléa,  
- assurance (v. ce terme).  
- chance de gain ou perte, 254, 267  
- définitions, 251  
- intensité, 255  
- portée, 253  
- swap, 255  
- terme, 515  
Apport en société, 559  
Associé  
- *affectio societatis* (v. cette expression)  
- bailleur de fonds, 318 et 319  
- contribution aux gains et aux pertes (v. cette expression)  
- unique, 317  
Assurance, 177, 359 et s.  
- adhésion, 369  
- aléa, 368  
- assurance-crédit, 387, 397  
- bonne foi, 370  
- capitalisation, 406, 414  
- captive d', 408  
- classification, 368  
- conditions de formation, 384 et s.  
- confrontation avec les dérivés de crédit, 382 et s.

- contrat d', 363  
- définition, 359  
- fiscalité, 377, 381, 383  
- franchise, 403  
- intérêt d', 416  
- mutualisation, 407  
- opération d'assurance, 401  
- prestation d'assurance, 365, 397  
- prime, 363, 394  
- principe indemnitaire, 385, 402 et s.  
- risque, 364  
- sinistre, 415  
Asymétrie d'information, 216  
Avantages des dérivés de crédit :  
- pour l'acheteur de protection, 89  
- pour le vendeur de protection, 85

### B

Bâle (v. Comité de Bâle)  
Bons de souscriptions, 170

### C

Cap, 144  
Capital réglementaire (voir accords de Bâle ou ratio de solvabilité).  
Capital social, 299  
Cats bons, 54  
Cause, 73  
Caution, 459 et s., 527 et s., 562 et s.  
Centrale  
- des bilans, 9  
- des risques, 9  
Cessation des paiements, 494  
Cessions de titres de créance, 577, 593  
Chambre de compensation, 504 et s., 506  
Chaos (théorie du), 441, 715  
Clause,  
- de pari passu, 12

- de subordination, 13
- Collar, 144
- Collectivités publiques, 220
- Comité de Bâle
  - Accord Bâle I, 15, 78
  - Accord Bâle II, 15, 16, 78
  - Accord Bâle III, 15, 78
  - Histoire, 15
- Condition, 514
- Confiance, 286 et s.
- Confidentialité, 100, 118, 552
- Confirmation, 235, 237, 278
- Conglomérat, 6
- Connexité des créances, 500
- Constitut, 534
- Contrat,
  - aléatoire, 201, 249 et s.,
  - à exécution successive, 203
  - à titre onéreux, 200
  - capacité, 218
  - commutatif, 269
  - consensuel, 186 et s., 245
  - d'adhésion, 209, 369
  - de gré à gré, 209
  - durée déterminée, 202
  - formation, 213 et s.
  - *intuitu personae*, 205 et s.
  - preuve, 243
  - synallagmatique, 189 et s., 199, 620
  - unilatéral, 189 et s.
- Contribution aux bénéfices et aux pertes, 312
- Conventions-cadres,
  - compensation, 498
  - définition, 234
  - force juridique, 238
  - organisation, 235 et s.
  - preuve, 246
- Coutume, 230
- Créance, 291 et s.
- Crédit, 284
- Credit default swap,
  - assurance, 177 (v. ce mot)
  - avantages, 78
  - compensation monétaire, 46, 47
  - credit default swap au prorata, 47
  - credit default swap digital, 47, 48, 403
  - credit default swap single name, 47
  - basket credit default swap, 47
  - définition, 41
  - dénouement, 47
  - étendue de la protection, 303
  - événements, 43
  - indice, 183, 716
  - livraison physique, 47, 571
  - mécanisme, 45
  - option, 175
  - prestation du vendeur de protection, 46
  - prime, 45
  - seuil de sensibilité, 44
  - spéculatif, 48, 562 et s.
  - swap, 174
  - swap de défaut annulable, 47
  - swaps de défaut réciproque, 47
  - variante, 47
- Crédit documentaire, 450 et s.
- Credit linked notes (CLN),
  - aléa, 53, 261
  - basket CLN, 54
  - basket CLN subordonnées, 54
  - consensualisme, 188
  - credit linked notes binaires, 54
  - définition, 50
  - étendue de la protection, 303
  - événement, 52 et s.
  - financement, 51, 156 et s., 522
  - flux financiers, 375
  - mécanisme, 51, 198
  - obligation ou titre, 162
  - qualification, 589 et s.
  - titres, 51
  - titres de créances complexes, 170
  - titrisation, 50, 55
  - variantes, 54
- Credit spread derivative, (v. aussi credit spread option et credit spread forward), 58, 81, 617
- Credit spread forward,
  - aléa, 64, 271
  - avantages, 81
  - définition, 63
  - étendue de la protection, 304
  - flux financiers, 378
  - mécanisme, 63
  - qualification, 638
  - ressemblance avec le Futur Rate Agreement, 151
- Credit spread option,
  - aléa, 62, 273
  - avantage, 81
  - barrières, 61
  - binaire, 61
  - choix, 59
  - définition, 59
  - dénouement monétaire, 60
  - étendue la protection, 304
  - mécanisme, 62
  - option américaine, 59, 141
  - option européenne, 59, 62, 141
  - panier, 60
  - prime, 60
  - qualification, 630 et s.

- ressemblance avec l'option, 149
  - variante, 60
- Croupier, 308, 551

## D

- Déchéance du terme, 43, 494, 495  
 Défaut de paiement, 43  
 Defeasance, 596 et s.  
 Dégradation, 43, 265  
 Dénouement physique, 328  
 Dépôt, 645, 696
  - conservation, 646
  - définition, 645
  - fruits, 647
  - obligation de restitution *ad nutum*, 647
  - utilisation, 646
 Dérivés de crédit,
  - aléatoire, 201
  - avantages, 74, 79, 101
  - caractères, 34
  - chiffres, 18
  - conservation du sous-jacent, v. sous-jacent
  - contrat, 182
  - définition, 16, 25 et s., 35, 102, 111, 182
  - événement, 38, 39 et s.,
  - histoire, 17
  - information sur le prix du risque, 75
  - panel d'utilisateurs, 335
  - produits dérivés, 105
  - répartition du marché par catégories d'utilisateurs, 19
    - sur variation, 38, 57 et s.,
    - transfert du risque de contrepartie, 79
 Désintermédiation, 3 et s., 348  
 Détermination (Comité de), 276, 328  
 Diversification, 10, 74, 86, 93  
 Ducroire, 532  
 Ducroire de banque, 567 et s.

## E

- Échange (contrat d'), 661 et s.
  - caractères, 663
  - définition, 662
  - différentiel, 670
  - d'usufruits, 685 et s.
  - équivalence, 668
  - monnaie, 664 et s.
  - objet, 666
  - somme d'argent, 666
  - soulte, 667, 693
  - total rate of return swap, 699 et s.

Échange de risque (contrat d'), 519, 675  
 Effet de leviers, 7

Enchères,

- comité d', 214, 404
- procédure, 404

Entreprise d'assurance, 222

Établissement de crédit :

- concentration, 5
- évolution du métier, 719
- évolution historique, 2

Événement incertain, 258

Événements de crédit, 30, 43, 61, 64, 68, 262, 388, 565

Euros-crédit, 551

## F

Faillite, 43

Fédération Bancaire Française, 41, 44, 187, 214, 234, 246, 276, 300, 329

Fichier bancaire des entreprises (FIBEN), 9

Fichier central des chèques impayés ou irréguliers, 9

Fichier national des incidents de paiements, 9

Floor, 144

Fonds propres réglementaires, 15, 16 (v. aussi ratio de solvabilité).

Force obligatoire, 337

Future (chose), 269

Futur Rate Agreement, 151, 636

## G

Gage, 652 et s., 696

Gage espèce, 654

Garantie, 350

Garantie à première demande, 452 et s., 529,

Gestion dynamique de la dette, 90

Gestion traditionnelle du risque de crédit, 9, 10, 91

Gré à gré, 183, 191, 215

## I

Information (devoir d'), 215

Information publique, 276

Initié (délict), 517

Instruments financiers, 462 et s.

- compensation, 498 et s.
- conflits de qualification, 510
- contrats financiers, 475
- credit default swap, 468

- credit linked notes, 467, 474
- credit spread option, 469
- credit spread forward, 470
- jeu et pari, 508
- liste, 465, 474
- monopole des prestataires de services d'investissement (v. cette expression)
- titres financiers, 475
- total rate of return swap, 471

Interdiction des paiements, 492, 495

International swap dealers association, 234, 236, 276, 300, 329

Interprétation, 226

## J

Jeu et pari

- conventions connexes, 432
- credit default swap, 584
- credit spread forward, 639
- credit spread option, 622, 633
- définition, 426
- futur rate agreement, 637
- instruments financiers, 508
- lien avec l'assurance, 410
- option, 629
- régime juridique, 428 et s.
- total rate of return swap, 697
- utilité économique, 440

## L

Lettre d'intention, 448 et s.

Liberté contractuelle, 212 et s., 336

## M

Marché de taux, 129

Marché réglementé, 183, 192 et s., 208, 214, 215

Monnaie, 622, 664

Monopole des établissements de crédit,

- agrément, 341
- exercice illégale de la profession, 343
- exceptions, 344
- opérations de banque (v. cette expression)
- personnes habilitées, 349
- principe d'interdiction du monopole, 341
- sanctions pénales de la violation, 342
- sanctions civiles de la violation, 341

Monopole des prestataires de services d'investissement

- agrément, 480
- bénéficiaires, 478
- dérogation, 481
- obligation de concentration, 487
- obligation d'intermédiation, 487
- principe, 482
- procédures collectives, 491 et s.
- sanctions pénales de la violation, 488
- services d'investissement, 483 et s.

Monopole des sociétés d'assurances, 355 et s.

- agrément, 373
- contrat d'assurance (v. assurance)
- dérogation, 376
- opération d'assurance (v. assurance)
- sanctions pénales de la violation du monopole, 376
- sanctions civiles de la violation du monopole, 377

Moratoire, 43

## N

Négociabilité, 161

Notification, 277

## O

Objet du contrat,

- déterminé, 214, 578
- licite, 214

Obligation, v. titre obligataire.

Obligation alternative, 577

Obligation conditionnelle, 576, 631

OPCVM, 20, 216, 219, 289, 421, 472, 519

Opérations de banque, 346 et s.

- engagement par signature, 348
- moyens de paiements, 346
- opérations connexes, 350
- opérations de crédit, 348
- opérations extra-bancaires, 351
- réception de fonds du public, 347

Option,

- à barrières, 147
- absence de livraison physique, 623
- asiatique, 148
- avantages, 143
- définition, 142
- de première génération, 145 et s.
- de seconde génération, 146 et s.
- digitale, 147
- indice, 625
- option américaine, 59, 142
- option européenne, 59, 61, 142

- option bermudienne, 141, 175
  - panier, 147
  - qualification, 618 et s.
  - rétroviseurs, 148
- Ordre, 192

## P

- Pacte léonin,
- Cessions de parts sociales étalées dans le temps, 324
  - Convention de portage, 325
  - Notion, 312, 322 et s.
- Paradoxes, 718 et s.
- Pension livrée, 591 et s.
- Période suspecte, 493
- Pool bancaire (v. syndication bancaire)
- Poursuite des contrats en cours, 494, 495
- Prestataire de service d'investissement, 192, 479
- Prêts, 188, 196, 650, 696
- Prêts adossés, 7, 651
- Prêts parallèles, 7, 651
- Prêts participatifs, 297
- Preuve, 241 et s.
- convention-cadre, 244
  - liberté, 242
  - pratique financière, 245
- Procédures collectives, 491 et s.
- Produits dérivés, 7, 105
- avantages, 114
  - chiffres, 107
  - définition, 111
  - polémiques, 108
  - risque, 117
  - sous-jacent, 113
- Promesse synallagmatique, 574, 621
- Promesse unilatérale, 573, 620
- contrat synallagmatique, 620
  - choix, 620
  - chose d'autrui, 626
  - d'achat, 632
  - enregistrement, 625, 632
  - mention manuscrite, 627
  - prestation monétaire, 628
  - prime, 620
  - vente, 622,

## Q

- Qualification, 332 et s.
- Quasi-usufruit, 681 et s.
- caution, 685

- disposition de la chose, 682
- fruits, 692
- notion, 681
- règles dérogatoires, 683 et s.
- restitution, 683
- situation du nu-propiétaire, 684

## R

- Ratio de solvabilité,
- Ratio Cook, 15, 78, 92
  - Ratio Mc Donough, 15, 78, 92
- Recours subrogatoires, 563
- Règlement de place, 234, 237
- Requalification, 223 et s.
- Restructuration, 43
- Risque :
- de change, 7, 117, 133
  - de contrepartie, 288
  - de crédit, 9, 16, 27, 117, 280 et s.
  - définition, 283
  - de taux, 7, 117
  - souverain, 93
  - systémique, 15, 97

## S

- Seuil de déclenchement, 278, 403
- Société en participation, 308, 559
- Société unipersonnelle, 317
- Sous-jacent,
- conservation, 29
  - nature, 33
  - produits dérivés, 113
  - relations commerciales, 98 et s.
  - rôle chez un « dérivé de crédit », 32 et s.
- Spéculation, 96, 164, 405, 440
- collectivités publiques, 220
  - entreprise d'assurance, 222
  - credit default swap, 48, 90, 578 et s.
  - credit linked notes, 164
- Standardisation, 75, 236, 420, 505
- Subprimes, 285, 721
- Subrogation (contrat de), 657, 696
- Sui generis* (contrat), 566, 570, 585, 636, 639, 640, 673, 704, 705
- Sûreté, 539
- Sûretés négatives, 12
- Sûretés personnelles, 14, 459, 586
- Sûretés réelles, 14, 447
- Suspension des poursuites, 492, 495
- Swap, 7, 121, 174
- aléa, 254

- avantages, 126
  - définition, 123 et s.
  - différentiel, 670, 688
  - mécanisme, 125
  - qualification, 642 et s., 685
  - sans remises des sous-jacents, 650
- Swap de devises,
- avantages, 136
  - notion, 135
  - qualification, 690
  - sans remise des devises, 137
- Swap d'intérêt,
- notion, 129
  - qualification, 689
  - swap annulable à coût nul, 131
  - swap avec participation à la baisse ou hausse des taux, 131
  - swap d'amortissement, 131
  - swap différé, 131
  - swap différentiel, 131
  - swap performance, 131
  - swap placeur à effet de levier, 131
  - variantes, 131
- Swaption, 148
- Syndication bancaire, 541 et s.
- avantages, 554
  - cautionnement, 552 et s.
  - chef de file, 546
  - constitution, 545
  - contrat principal, 563
  - de concertation, 543
  - définition, 542
  - d'engagement, 543
  - directe, 543
  - indirecte, 543
  - individualisme, 548
  - lettre d'engagement, 545
  - occulte, 543
  - rapports entre membres, 550
  - rapports avec l'emprunteur, 550
  - responsabilité, 547, 550
  - révélée, 543, 552
  - société en participation, 559
  - solidarité, 549
  - sous participation, 543
  - sous participation en risque, 544, 553, 555
  - sous participation en risque et trésorerie, 544, 552
  - sous participation en trésorerie, 544, 552

## T

Terme, 514

- Terme ferme (contrat), 624
- Test de matérialité, v. seuil de déclenchement
- Titres, 161
- Titres de capital, 296 et s.
- Titres de créances complexes, 171, 604 et s.
- Titres obligataires, 158 et s.
- absence de caractère spéculatif, 165 et s.
  - définition, 160
  - émission, 197
  - historique, 159
  - masse, 161
  - obligations à bon d'échange d'obligation, 168
  - obligations à bon de souscription d'action, 170
  - obligations à bon de souscription d'obligation, 170
  - obligations à coupon différé, 167
  - obligations à fenêtres, 167
  - obligations à réinvestissement optionnel des coupons, 169
  - obligations à taux révisables, 168
  - obligations à taux variables, 168
  - obligations complexes, 170
  - obligations convertibles en actions, 170
  - obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes, 170
  - obligations échangeables contre des actions, 170
  - obligations indexées, 168
  - obligations hybrides, 169, 295
  - obligations participantes, 168
  - obligations remboursables en actions, 169
  - obligations spéciales à coupons à réinvestir, 170
  - obligation subordonnée, 170
  - variantes, 167
- Titrisation, 602 et s.
- définition, 604
  - dépositaire, 609
  - domaine, 610
  - fonds commun de titrisation, 606
  - intérêts, 605
  - note d'information, 607
  - régime juridique, 607 et s.
  - société de gestion, 608
  - transferts des titres, 611
- Titrisation synthétique, 55, 613
- Total rate of return swap,
- absence de remises physiques, 696
  - aléa, 69, 266 et s.
  - avantages, 82
  - comparaison avec le swap, 137 et s.
  - compensation de la valeur de l'actif, 67

- définition, 66
- échange de flux, 67
- étendue de la protection, 303 et 304
- flux financiers, 379
- mécanisme, 67
- prise de contrôle masquée de capital social, 82
- qualification, 695 et s., 708 et s.
- variante, 68

## U

Usage, 228 et s., 237

Usufruit, 677 et s.

- aléa, 677
- caution, 680
- de créances, 703 et s.
- de valeurs mobilières, 706 et s.

- domaine, 677
- fin de l', 677, 680
- fruits, 678
- inventaire, 680, 692
- notion, 677
- somme d'argent (v. quasi-usufruit)
- répartition des pouvoirs, 679
- temporaire, 677, 691

## V

Vendeur de protection, 36, 85

Vendeur de risque, v. acheteur de protection,

Vente (contrat), 622, 659

Vente à découvert, 518

Vente à réméré, 655 et s.

Vices du consentement, 215, 217 et s.



## Table des matières

<b>Abréviations et sigles employés.....</b>	<b>7</b>
<b>Sommaire.....</b>	<b>11</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>13</b>
<b>Partie I : L’ambivalence des « dérivés de crédit » : une famille d’instrument hétérogène sous une appellation commune.....</b>	<b>37</b>
<b>Titre I : Des instruments différents sous une appellation commune.....</b>	<b>39</b>
<b>Chapitre I : Une situation révélées par la notion de « dérivé de crédit ».....</b>	<b>41</b>
<i>Section I : La description économique des mécanismes « des dérivés de crédit ».....</i>	<b>41</b>
§ I - Essai de définition globale et synthétique des « dérivés de crédit ».....	41
A. Présentation financière des « dérivés de crédit ».....	42
1. Description générale des « dérivés de crédit ».....	42
2. La notion de sous-jacent et les « dérivés de crédit ».....	46
B. Proposition d’une définition juridique des « dérivés de crédit ».....	47
§ II - La différenciation par les objectifs recherchés par ces instruments : l’étude des grandes familles des « dérivés de crédit ».....	48
A. Les dérivés sur événements de crédit : éviter des pertes de créances.....	50
1. Le mécanisme événement ou le « credit default swap ».....	50
a. Le mécanisme de base du « credit default swap ».....	50
b. Les variantes du « credit default swap ».....	56
c. Les premières leçons enseignées par ce « dérivé de crédit ».....	59
2. Le mécanisme de titrisation ou le « credit linked notes ».....	59
a. L’architecture initiale du « credit linked notes ».....	59
b. Les modalités d’adaptation de cet instrument.....	62
B. Les dérivés sur variation de crédit : assurer la rentabilité d’une créance.....	64
1. Les « dérivés de crédit » fondés sur un mécanisme d’écart ou les « credit spread derivative ».....	64
a. Le « credit spread option ».....	65
b. Les dérivés sur écart de taux ou « credit spread forward ».....	68
2. Mécanisme de transfert de rendement ou l’accord de « total rate of return swap ».....	69
<i>Section II : Les intérêts de ces instruments.....</i>	<b>73</b>
§ I - Synthèse des intérêts liés à la nature des « dérivés de crédit ».....	74
A. Les avantages communs à tous « les dérivés de crédit ».....	74

B. Les avantages spécifiques à chaque famille de « dérivé de crédit » .....	76
1. Les dérivés sur événements de crédit.....	76
a. Le mécanisme événement ou le « credit default swap ».....	76
b. Le mécanisme de titrisation ou le « credit linked notes ».....	77
2. Les dérivés sur variation de crédit. ....	78
a. Les dérivés sur écart de taux. ....	78
b. Le mécanisme de transfert de rendement ou le « total rate of return swap » .....	79
§ II - L'intérêt de ces instruments en fonction de la qualité des signataires du « dérivés de crédit ».....	80
A. L'intérêt de ces instruments pour l'acheteur de risque. ....	81
1. L'ouverture de nouveaux marchés pour les investisseurs. ....	81
2. La multiplication des stratégies d'investissements. ....	82
B. L'intérêt de ces instruments pour le vendeur de risque.....	83
1. La gestion dynamique de la dette.....	83
a. L'altération de l'impérativité des politiques d'octroi de crédit. ....	83
b. La lutte contre les dangers de la concentration. ....	84
c. L'augmentation des rendements attendus.....	86
d. La lutte contre le risque systémique. ....	87
2. Le respect d'impératifs commerciaux.....	88
<b>Chapitre II : Des différences révélées par l'origine des « dérivés de crédit ».....</b>	<b>91</b>
<b>Section I : Des mécanismes copiés d'instruments financiers antérieurement créés. ....</b>	<b>91</b>
§ I - L'inspiration des « produits dérivés » : des « dérivés de produits dérivés » .....	92
A. Définition générale des produits dérivés.....	93
1. L'opportunité de la comparaison. ....	93
2. Les similitudes de définitions des familles de mécanismes. ....	95
a. La ressemblance des définitions. ....	95
<i>α - La ressemblance révélée par leur présentation générale. ....</i>	<i>95</i>
<i>β - Une fonction similaire. ....</i>	<i>96</i>
<i>γ - Une architecture commune. ....</i>	<i>96</i>
b. Ressemblance de par leur utilisation. ....	97
B. Différence entre « dérivés de crédit » et « produits dérivés ».....	99
1. Sous l'angle du risque. ....	99
2. Sous l'angle des parties au contrat. ....	99
§ II - Les mécanismes empruntés.....	100
A. Le recours au swap. ....	100
1. La notion de swap. ....	100
a. Définition du swap. ....	102
b. Les intérêts du swap. ....	104

2. Les swaps usités.....	106
a. Les swaps de taux d'intérêt.....	106
<i>α - Les swaps classiques de taux d'intérêt.....</i>	106
<i>β - Les variantes des swaps de taux d'intérêt.....</i>	108
b. Les swaps de devises.....	110
3. Comparaison avec le contrat de « total rate of return swap ».....	112
B. L'emprunt du mécanisme optionnel par le « credit spread option ».....	114
1. La notion d'option.....	114
2. Les déclinaisons de l'option.....	116
a. Les options de première génération.....	116
b. Les options de deuxième génération.....	118
3. Le rapprochement des options et du « credit spread option ».....	120
C. Le « credit spread forward » inspiré de « l'accord de taux futur ».....	121
<b>Section II : Les mécanismes inspirateurs des « dérivés de crédit » autres que les produits     « dérivés ».....</b>	<b>124</b>
§ I - L'adaptation d'un mécanisme de financement et le « credit linked note ».....	124
A. L'emploi du mécanisme d'émission d'obligations.....	124
1. Présentation de la notion d'obligation.....	124
2. La définition légale de l'obligation et les « credit linked notes ».....	128
B. Les obstacles potentiels au rapprochement du « credit linked notes » à un mécanisme d'obligation.....	129
1. Le caractère spéculatif du « credit linked notes ».....	129
a. L'absence traditionnelle de caractère spéculatif de l'obligation.....	129
b. L'atténuation de caractère non-spéculatif de l'obligation par l'introduction de modalités particulières.....	130
<i>α - La modification des modalités traditionnelles de l'obligation.....</i>	130
<i>β - L'apparition des obligations hybrides.....</i>	131
2. L'absence de cadre légal du « credit linked notes ».....	133
§ II - L'exception du « credit default swap » : une origine sociale ?.....	135
A. L'absence d'origine financière du « credit default swap ».....	135
1. L'absence de rapprochement entre le swap et le « credit default swap ».....	135
2. L'absence de rapprochement entre l'option et le « credit default swap ».....	136
B. L'inspiration sociale du « credit default swap ».....	137
<b>Titre II : Une situation révélée par une première approche juridique.....</b>	<b>140</b>
<b>Chapitre I : Une unité juridique des « dérivés de crédit » de par leur mode de création.....</b>	<b>140</b>
<b>Section I : La prédominance de l'autonomie de la volonté.....</b>	<b>140</b>
§ I - Les « dérivés de crédit » : des actes juridiques sous forme de contrat.....	141

§ II - Les caractères des contrats de « dérivés de crédit » .....	142
A. Les caractères unanimement reconnus comme communs à tous ces contrats : .....	143
1. Un contrat consensuel. ....	143
a. Le principe.....	143
b. L'interrogation posée par le « credit linked notes » .....	144
2. Un contrat synallagmatique ou unilatéral ?.....	145
a. Discussion selon le lieu de conclusion de contrat.....	145
$\alpha$ - <i>La conclusion de gré à gré du contrat.</i> .....	145
$\beta$ - <i>La conclusion du contrat sur un marché réglementé.</i> .....	146
b. Discussion d'une exception : le « credit linked notes » .....	148
$\alpha$ - <i>Un contrat de prêt unilatéral.</i> .....	148
$\beta$ - <i>L'interférence du contrat d'émission d'obligations.</i> .....	150
$\gamma$ - <i>Les obligations du souscripteur : la protection proposée.</i> .....	151
c. Les effets. ....	152
3. Un contrat à titre onéreux. ....	152
4. Un contrat aléatoire.....	153
5. Un contrat à durée déterminée. ....	153
6. Un contrat à exécution successive. ....	153
B. Les éventuelles exceptions à la communauté de caractéristiques contractuelles. ....	154
1. Un contrat <i>intuitu personae</i> ?.....	154
a. La reconnaissance de <i>l'intuitu personae</i> .....	154
b. L'absence d' <i>intuitu personae</i> pour tous les « dérivés de crédit ».....	155
2. Contrat d'adhésion ou de gré à gré ?.....	156
<b>Section II : Les implications de la nature contractuelle des « dérivés de crédit ».....</b>	<b>158</b>
§ I - La liberté contractuelle des parties. ....	158
A. Le respect des règles de formation du contrat. ....	158
1. L'encadrement légal traditionnel de la formation des contrats. ....	159
2. Les atténuations de l'invocation des règles relatives aux vices du consentement.....	161
3. Les restrictions à la liberté de conclusion des « dérivés de crédit ».....	162
a. La capacité de conclure des « dérivés de crédit » des OPCVM. ....	162
b. La capacité de conclure des « dérivés de crédit » des collectivités publiques.....	163
c. La capacité de conclure des « dérivés de crédit » des entreprises d'assurances. ....	164
B. Le pouvoir de requalification du contrat par les magistrats. ....	165
§ II - La détermination de la volonté contractuelle des parties. ....	166
A. La façon de procéder : l'interprétation des contrats.....	166
1. L'autonomie de la volonté : la phare de l'interprétation des contrats. ....	167

2. Les « dérivés de crédit » et l'usage. ....	168
a. La place de l'usage dans l'interprétation des contrats. ....	168
b. La notion d'usage. ....	168
c. La problématique posée par les « dérivés de crédit ». ....	169
3. Les autres outils d'aide à l'interprétation des « dérivés de crédit ». ....	170
a. Les conventions-cadres de place et les règlements de place. ....	170
b. La force juridique variable des conventions-cadres et des règlements de place. ....	173
4. Le doute, l'interprétation des contrats et les « dérivés de crédit ». ....	175
B. Les moyens d'y accéder : les règles de preuves. ....	176
1. Le principe de la liberté de la preuve. ....	177
2. La pratique financière de conclusion des contrats. ....	177
3. L'encadrement de la preuve par les conventions-cadres place. ....	178
<b>Chapitre II : Une diversité juridique de par leurs caractéristiques essentielles. ....</b>	<b>180</b>
<i>Section I : Une source de diversité des « dérivés de crédit » : la nature de leur aléa caractère juridique de ces contrats. ....</i>	<b>180</b>
§ I - La définition de l'aléa. ....	180
A. La reconnaissance de l'aléa. ....	181
B. Les incertitudes d'identifications du contrat aléatoire. ....	181
1. La présence de l'aléa chez une ou chez les deux parties ? ....	181
2. L'équilibre de l'aléa pour les deux parties. ....	184
§ II - La diversité des aléas composant les divers « dérivés de crédit ». ....	185
A. La diversité des aléas provenant de la nature des événements à l'origine des multiples « dérivés de crédit ». ....	186
1. Les « dérivés de crédit » organisés à partir d'un aléa événementiel apparent. ....	186
a. Contrat avec une survenance d'aléa entraînant un échange de somme d'argent (« credit default swap »). ....	186
<i>α - La liste des événements proposée par les conventions-cadres. ....</i>	187
<i>β - Les autres événements. ....</i>	188
b. Contrat avec une survenance d'aléa entraînant une interruption de remboursement d'un passif (« credit linked note »). ....	189
2. Les « dérivés de crédit » n'appelant pas un aléa doté d'un événement apparent ? ....	189
a. Convention luttant contre un aléa entraînant une variation du capital et d'un taux d'intérêt (« total rate of return swap »). ....	189
<i>α - L'exigence de gains ou de pertes. ....</i>	190
<i>β - La présence d'un événement incertain. ....</i>	190
b. « Dérivés de crédit » luttant uniquement contre un aléa de taux d'intérêt (« credit spread forward »). ....	192
3. L'aléa tenant à la volonté d'une partie (« credit spread option »). ....	193

B. La diversité des aléas provenant des conditions spécifiées dans les conventions de « dérivés de crédit ».	195
1. Les conditions de forme.	195
2. Les conditions de fond.	197
<b>Section II : La diversité engendrée par la notion « de risque de crédit », objet de la lutte des « dérivés de crédit ».</b>	
§ I - L'exégèse de l'expression « risque de crédit »	198
A. L'antinomie littérale des termes « risque de crédit »	198
1. Le risque.	198
2. Les acceptions du crédit.	199
3. Le « risque de crédit ».	200
B. L'appellation de « crédit » retenue dans le sens de confiance.	201
1. Le « risque de crédit » juridique.	201
a. L'apport de la doctrine.	201
b. Les indications du pouvoir réglementaire.	203
c. Le risque de crédit et la confiance.	204
2. L'objet de cette confiance : une créance.	205
a. Les créances couvertes.	206
<i>α - La notion de créance.</i>	206
<i>β - Les multiples instruments juridiques dotés indiscutablement de la qualité de créance.</i>	207
<i>γ - La difficulté des obligations hybrides.</i>	207
b. Une interrogation : l'assimilation des titres représentatifs donnant accès à une partie d'un capital d'une entité émettrice à une créance ?	208
<i>α - L'amenuisement de la distinction entre le créancier obligataire et le titulaire de parts sociales.</i>	209
<i>β - Les appréciations de la jurisprudence sur la qualité de l'associé.</i>	212
<i>γ - La perception du capital social.</i>	213
<i>δ - Les indications de l'ISDA.</i>	214
§ II - Les limites à la couverture des créances par un « dérivé de crédit ».	214
A. Les couvertures offertes par les différents « dérivés de crédit » et la créance.	214
1. Une cuirasse contre la perte du principal ou du capital.	215
2. Une cuirasse contre un amoindrissement des intérêts attendus.	215
B. Une limite propre attachée à la créance « part sociale » : le droit commun des sociétés.	216
1. Les obstacles de droit à la couverture d'une part sociale par un dérivé de crédit.	216
a. Les « dérivés de crédit » et l'affectio societatis du vendeur de risque.	217
<i>α - Présentation de l'affectio societatis des associés.</i>	217
<i>β - L'indispensable présence de l'affectio societatis chez les associés.</i>	221
<i>γ - Le problème de la présence de l'affectio societatis chez un associé vendeur du risque de ses parts sociales.</i>	224

b. Les « dérivés de crédit » et la contribution aux bénéfices et aux pertes du titulaire des parts sociales.	224
2. Objections juridiques à ces arguments de droit.	226
a. L'ambiguïté inhérente à la notion d' <i>affectio societatis</i> .	226
<i>α - La portée réelle de l'affectio societatis.</i>	227
<i>β - L'impossible émergence de l'affectio societatis pour certaines sociétés malgré tout reconnues.</i>	227
<i>γ - L'intensité variable de l'affectio societatis selon les associés.</i>	230
<i>δ - La discussion autour de l'obligation de non-concurrence d'un associé.</i>	232
b. L'amoindrissement d'origine prétorienne de l'interprétation de la nécessité légale de la participation aux résultats de la société.	234
<i>α - L'absence de qualification en clause léonine de certaines stipulations en raison de leur architecture.</i>	234
<i>β - L'absence de qualification en clause léonine de certaines stipulations en raison de leur utilité dans la vie des affaires.</i>	235
<i>γ - L'absence de qualification en clause léonine de par l'interprétation stricte de la loi effectuée par la jurisprudence.</i>	239
C. Une limite propre au dénouement de certains « dérivés de crédit ».	241
1. Les contestations sur la nature des actifs à livrer.	241
2. L'impossibilité matérielle de transmission des titres.	242
3. La difficulté juridique de cession de certains titres.	243
<b>Partie II : Tentative de qualification des « dérivés de crédit » : l'ambivalence confirmée des « dérivés de crédit ».</b>	<b>246</b>
<b>Titre I : Recherche d'une qualification unique à l'ensemble des contrats de « dérivés de crédit ». ....</b>	<b>248</b>
<b>Chapitre I : Les qualifications restreignant l'utilisation factuelle et actuelle des « dérivés de crédit ».</b>	<b>250</b>
<b>Section I : Les qualifications restreignant la liberté d'emploi des « dérivés de crédit » par toute partie en raison de leur qualité : les atteintes à un monopole.</b>	<b>252</b>
§ I - La qualification en opération de banque et le monopole du banquier.	252
A. Les enjeux de l'entrée « des dérivés de crédit » dans le giron du banquier.	253
1. Les sanctions du monopole.	253
2. Atténuation à la portée du monopole bancaire.	255
B. Les « dérivés de crédit » et les activités exercées par les établissements de crédit.	256
1. Les « dérivés de crédit » et les opérations encadrées par le monopole bancaire.	257
a. La réception de fonds du public.	257
b. Les opérations de crédit.	258
2. « Dérivés de crédit » et activités supplémentaires des banques autorisées par la loi mais exclues du monopole bancaire.	259
a. Les « dérivés de crédit » et les opérations connexes accomplies par les établissements de crédit.	260
b. Les « dérivés de crédit » et les opérations extra-bancaires.	260

§ II - La qualification en contrat d'assurance et le monopole des assureurs. ....	262
A. La confusion dommageable possible entre les notions. ....	263
1. Le recoupement des notions. ....	264
a. Similitude de part les définitions. ....	264
<i>α - Les définitions doctrinales et de droit comparé de l'assurance.</i> ....	264
<i>β - La présence des éléments constitutifs de l'assurance chez les « dérivés de crédit ».</i> ....	266
b. Similitude de part les caractères juridiques des contrats. ....	270
<i>α - Les caractéristiques exposées par les « dérivés de crédit » et l'assurance.</i> ....	270
<i>β - Regard sur les caractéristiques juridiques supplémentaires avancées pour les contrats d'assurances.</i> ....	271
2. Les conséquences de cette qualification. ....	273
a. Les conséquences directes : les sanctions de la confusion. ....	273
b. Les effets fiscaux de la qualification des « dérivés de crédit » en contrat d'assurance. ....	275
c. Conséquence indirecte : la disparition à terme de ces contrats. ....	278
<i>α - La dissuasion entraînée par l'application du droit fiscal.</i> ....	278
<i>β - La dissuasion entraînée par les règles de formation du contrat d'assurance.</i> ....	278
<i>γ - La dissuasion entraînée par les règles d'exécution du contrat d'assurance.</i> ....	279
<i>δ - La dissuasion entraînée par la disparition de la philosophie des « dérivés de crédit » à partir de l'étude du contrat d'assurance-crédit.</i> ....	280
B. Les arguments avancés pour écarter cette attraction. ....	283
1. Problème écarté de façon radicale : les « dérivés de crédit » ne ressemblant pas à l'assurance. ....	283
a. Les « dérivés de crédit » sans prime. ....	283
b. Les « dérivés de crédit » sans prestation de l'assureur. ....	285
2. Le cas particulier du « credit default swap » ....	286
a. Les arguments mis en exergue pour éviter cette requalification. ....	286
<i>α - Le principe indemnitaire.</i> ....	287
<i>β - La mutualisation.</i> ....	291
<i>γ - Le sinistre.</i> ....	297
<i>δ - L'intérêt d'assurance.</i> ....	298
b. L'étude du raisonnement de la requalification par la jurisprudence. ....	299
c. Les doutes légaux et réglementaires quant à une requalification des « credit default swap » en contrat d'assurance. ....	300
 <b>Section II : La qualification des « dérivés de crédit » en jeux et paris : une qualification ôtant toute force obligatoire à ces conventions.</b> .... <b>304</b>	
§ I - Les « dérivés de crédit » et le régime juridique des jeux et paris. es dangers homologues entre jeux et paris et « dérivés de crédit ». ....	304
A. L'homologie entre jeux et paris et « dérivés de crédit ». ....	304
B. Le régime juridique spécifique des jeux et paris et les « dérivés de crédit ». ....	306
1. Le sort des contrats de « jeux et paris » et les « dérivés de crédit ». ....	306

a. La force de la sanction.....	306
b. Conséquence de la transposition pour les contrats de « dérivés de crédit ».....	307
2. Le sort des conventions connexes et ses implications sur les « dérivés de crédit ».....	307
a. Le sort des conventions connexes.....	307
b. Le sort des contrats entourant l'apparition d'un « dérivé de crédit ».....	308
<i>α - Le contrat initiant le sous-jacent du « dérivé de crédit ».....</i>	308
<i>β - L'environnement contractuel de formation du « dérivé de crédit ».....</i>	309
§ II - Une confusion partiellement écartée.....	310
A. L'évolution de la législation.....	310
B. La notion d'utilité économique.....	311
<b>Chapitre II : Les qualifications sans restriction conséquente quant à l'usage des « dérivés de crédit ».....</b>	<b>314</b>
<b><i>Section I : Distinction des « dérivés de crédit » de notions voisines.....</i></b>	<b>314</b>
§ I - Les mécanismes issus de la pratique.....	314
A. Les lettres d'intention.....	315
1. Présentation des lettres d'intention.....	315
2. Les critères de distinction.....	317
B. Le crédit documentaire.....	318
C. Les garanties à premières demandes.....	320
1. La notion de garantie à première demande et les points communs.....	320
2. La différenciation des notions.....	322
§ II - Les mécanismes d'origine législative.....	324
A. Les sûretés réelles.....	325
B. Les sûretés personnelles.....	325
<b><i>Section II : La seule qualification législative envisageable : la notion d'instrument financier.....</i></b>	<b>330</b>
§ I - Le rattachement des « dérivés de crédit » à l'une des catégories d'instruments financiers.....	330
A. La notion d'instrument financier et les « dérivés de crédit » avant l'ordonnance du 12 avril 2007.....	330
1. L'article L. 211-1 du code monétaire et financier.....	331
2. Le travail de rattachement des « dérivés de crédit » aux instruments financiers.....	331
a. Les rattachements dépourvus d'incertitude.....	332
b. Les rattachements délicats.....	332
3. L'intervention réglementaire.....	335
B. La notion d'instrument financier et les « dérivés de crédit » après l'ordonnance du 12 avril 2007.....	336
§ II - Les conséquences juridiques de la qualification des « dérivés de crédit » en instruments financiers.....	337
A. Le cadre légal de l'instauration d'un « dérivé de crédit » : le monopole des prestataires de services d'investissement.....	337

1. Les bénéficiaires du monopole. ....	338
a. Les prestataires de services d'investissement. ....	338
b. Les titulaires d'une autorisation légale. ....	339
2. La portée du monopole. ....	340
a. La notion de service d'investissement. ....	340
b. Un monopole simple. ....	343
3. La protection de ce monopole : sa répression pénale. ....	344
B. Des règles dérogatoires au droit des faillites. ....	344
1. Les règles du droit des faillites jugées contraignantes. ....	345
a. Le panorama de ces règles. ....	345
b. Les effets de leur articulation lors de l'exécution des procédures collectives. ....	348
2. Les exceptions à ce régime du droit des faillites. ....	349
a. L'exception issue du droit des faillites profitant à tous les créanciers : la compensation pour connexité des créances. ....	349
b. L'exception issue du droit financier profitant aux seuls prestataires de services d'investissement. ....	351
c. Vers la mise en place d'une chambre de compensation pour les « dérivés de crédit ». ....	355
C. L'accroissement de la sécurité juridique de la validité des « dérivés de crédit ». ....	358
§ III - Les limites de la qualification des « dérivés de crédit » en instruments financiers. ....	359
A. Une qualification à très haute attraction qui ouvre la voie à des conflits de qualification. ....	359
B. Une notion artificielle. ....	360
1. De part l'absence d'homogénéité de la notion. ....	360
2. De part l'inadaptation de certaines règles à certaines catégories de contrat. ....	361
3. De part l'appellation ambiguë de la notion d'instrument financier à terme. ....	361
C. Une qualification au régime juridique à dimension variable. ....	363
<b>Titre II : Essai de qualification propre à chaque catégorie de « dérivé de crédit ». ....</b>	<b>366</b>
<b>Chapitre I : La qualification des « dérivés de crédit » dont l'aléa est représenté par un événement.</b> .....	<b>366</b>
<b>Section I : Survenance d'un événement aléatoire entraînant une remise de somme d'argent : « le             credit default swap ».</b> ....	<b>368</b>
§ I - Le « credit default swap » en présence d'une perte financière réelle. ....	368
A. Le contrat se résolvant par la remise d'une somme d'argent. ....	368
1. Vendeur et acheteur de protection sans qualité d'établissement de crédit. ....	369
a. Une qualification de droit codifié : la caution. ....	369
b. Une qualification de contrat pratique : la garantie indépendante. ....	370
c. Qualification à partir d'institution mal connues. ....	371
a. La convention de <i>ducroire</i> . ....	371
b. Une adaptation du <i>constitut romain</i> ? ....	373
d. Un mécanisme aux frontières de tous ? ....	377

2. Vendeur et acheteur de protection avec la qualité de banquier. ....	378
a. Confusion avec la syndication bancaire. ....	378
<i>a. Les contours de la syndication bancaire.</i> .....	379
<i>β. Confusion possible avec la syndication bancaire en risque.</i> .....	385
b. Qualification débattue de la syndication occulte en risque. ....	388
<i>a. Les qualifications peu plausibles.</i> .....	388
<i>β. La société en participation.</i> .....	389
<i>γ. Cautionnement.</i> .....	390
<i>δ. Les incertitudes de qualification.</i> .....	392
3. Hypothèse intermédiaire : une partie détient la qualité d'établissement de crédit. ....	393
B. Le contrat se résolvant par la remise des titres de créances protégées. ....	394
1. Une promesse de vente ou d'achat des titres ?.....	395
a. La promesse unilatérale. ....	395
b. La promesse synallagmatique de vente ou d'achat. ....	396
2. Une cession des titres de créances sous condition suspensive ? .....	396
§ II - Les « credit default swaps » non calqués sur une perte financière. ....	398
A. Enoncé des différentes hypothèses. ....	398
1. En fonction de l'événement retenu. ....	399
2. En fonction de la disproportion des sommes. ....	400
B. La difficulté de trouver une qualification adéquate. ....	400
1. Le rejet de qualifications connues et utilisées. ....	400
2. Un contrat <i>sui generis</i> . ....	401
 <b>Section II : La survenance d'un événement aléatoire entraînant une interruption de « flux financiers » : le « credit linked note ».</b> .....	
§ I - Le « credit linked notes » et les mécanismes de transfert de titres. ....	403
A. L'opération de pension. ....	403
1. Un outil d'emprunt. ....	404
2. Un emprunt grâce à des titres préexistants. ....	406
B. La defeasance. ....	407
1. Un rapprochement à priori inadapté. ....	407
2. Le double visage de la defeasance. ....	408
§ II - Le « credit linked notes » et les mécanismes d'émission de titres. ....	409
A. La titrisation. ....	409
1. Approche de la titrisation. ....	409
a. Définition et notion de titrisation. ....	410
b. Régime juridique de la titrisation. ....	411
2. L'ignorance de la notion de risque par la titrisation. ....	415
B. Une émission de titres de créances complexes. ....	417

<b>Chapitre II : Les « dérivés de crédit » dont l'aléa est constitué par l'inconnu de la valeur de la créance.</b> .....	<b>419</b>
<b>Section I : Les « dérivés de crédit » dont l'aléa résulte d'un calcul d'écart.</b> .....	<b>419</b>
§ I - Le « credit spread option ». ....	419
A. La qualification de l'option. ....	420
1. Le contrat d'option et la promesse unilatérale de vente. ....	420
2. Les arguments avancés à l'encontre de cette assimilation. ....	422
a. Une qualification inadaptée à tous les contrats d'option. ....	422
b. Le rejet inconditionnel de tout rapprochement. ....	425
B. Pertinence de la qualification de la promesse unilatérale de vente ou d'achat au « credit spread option ». ....	429
1. Une qualification adaptée à certains contrats. ....	429
2. La nécessité d'une qualification alternative. ....	431
§ II - La qualification du « credit spread forward ». ....	432
A. La qualification alternative du Futur Rate Agreement FRA. ....	432
B. Transposition de ces qualifications au « credit spread forward ». ....	433
<b>Section II : Le « dérivé de crédit » entraînant un transfert de rendement : « total rate of return swap ».</b> .....	<b>435</b>
§ I - La qualification des swaps.....	435
A. Les hypothèses appréhendées par la doctrine. ....	435
1. Les qualifications écartées par la doctrine. ....	435
a. Le dépôt.....	436
b. Le contrat de prêt. ....	438
c. Le contrat de gage. ....	440
d. La convention de vente à réméré ou de rachat. ....	442
e. Le contrat de subrogation. ....	444
f. Le contrat de vente.....	445
2. L'hypothèse la plus controversée : le contrat d'échange. ....	446
a. Les justifications du rapprochement. ....	446
b. Les insuffisances du contrat d'échange. ....	447
3. L'hypothèse retenue : un contrat <i>sui generis</i> . ....	454
B. Le contrat de swap, un mélange de plusieurs contrats civils.....	455
1. La séduction du contrat d'échange.....	455
2. Le contrat de swap et l'usage. ....	456
a. L'usufruit.....	456
b. Le quasi-usufruit. ....	458

3. Le swap, contrat d'échange d'usufruit .....	460
a. L'échange d'usufruit, une structure correspondant à celle du swap .....	460
b. Une qualification adaptée à tous les contrats de swap.....	461
c. L'absence d'incompatibilité entre les régimes juridiques. ....	463
§ II - La confrontation de ces hypothèses avec le « total rate of return swap ».....	466
A. Le rejet de certaines qualifications. ....	466
B. L'insuffisance de la notion de « contrat d'échange » ?.....	468
C. La qualification d'usufruit .....	469
1. L'échange d'usufruits et le « total rate of return swap ».....	470
a. L'inadaptation de l'échange d'usufruit de créance .....	470
b. L'inadéquation de l'échange d'usufruit de parts sociales ou de valeurs mobilières.....	471
2. Un échange croisé de quasi-usufruits de sommes d'argent.....	472
<b>Conclusion :</b> .....	<b>477</b>
<b>GLOSSAIRE :</b> .....	<b>483</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>485</b>
<b>INDEX ALPHABÉTIQUE</b> .....	<b>515</b>

## Résumé

Depuis la succession des récentes crises financières, les « dérivés de crédit » connaissent une notoriété médiatique très intense qui dépasse la seule sphère des spécialistes. Créés au début des années 1990, ils sont des instruments financiers de transfert du risque de crédit. Ils autorisent tant la protection que la spéculation. Ils sont juridiquement documentés par des conventions-cadres proposées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), et dans une très petite mesure, par la Fédération Bancaire Française en France. Ils regroupent cinq grandes catégories de contrat : « credit default swap » ou « contrat d'échange sur le risque de crédit », « credit linked notes » ou « dérivé de crédit titrisé », « credit spread option » ou « option sur écart de taux », « credit spread forward » ou « dérivé sur écart de taux » et « total rate of return swap » ou « dérivé de transfert total de rendement ». La nature et la diversité des « dérivés de crédit » posent depuis toujours de sérieuses difficultés de qualification dans de nombreux pays. En droit français, si une qualification commune semble émerger, celle d'instrument financier, elle est hélas insuffisante à apporter un régime juridique complet. Un travail complémentaire de qualification est indispensable pour chaque contrat membre des « dérivés de crédit ».

**Mots clés :** « dérivés de crédit » ; « credit default swap » ; « contrat d'échange sur le risque de crédit » ; « credit linked notes » ; « dérivé de crédit titrisé » ; « credit spread option » ; « option sur écart de taux » ; « credit spread forward » ; « dérivé sur écart de taux » ; « total rate of return swap » ; « dérivé de transfert total de rendement » ; qualification ; instruments financiers ; conventions-cadres ; Fédération Bancaire Française (FBF) ; International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ; produit dérivés ; spéculation ; couverture.