

**LES CREDIT DEFAULT SWAPS
COMME MIROIR
DES DERIVES DE L'ENDETTEMENT PUBLIC**

MATHIAS AUDIT

Professeur à l'Université Paris Ouest, Nanterre La Défense

De tous les composants de la crise financière actuelle, les *Credit Default swaps* (CDS) sont sans doute ceux qui, dans l'imaginaire collectif, laissent derrière eux le parfum de mystère le plus entêtant, pour ne pas dire qu'il en exhale une certaine odeur de souffre¹. Ceci s'explique sans doute par le fait que ces titres ont connu la notoriété en raison du rôle important qu'ils sont réputés avoir joué dans les faillites qu'ont connues AIG et Lehman Brothers. Ces deux institutions avaient en effet émis de nombreux CDS couvrant le risque inhérent à des prêts immobiliers sur le sol américain. La crise dite des *subprimes* intervenue à partir de 2007 a conduit à de nombreux appels de primes, ce qui a précipité leur chute, ou du moins y a participé². Les CDS ont alors constitué l'une des courroies de transmission de cette crise de l'endettement privé qu'ont constituée les *subprimes*, conférant à celle-ci un caractère systémique.

Mais après la crise de l'endettement privé, c'est à une crise de la dette souveraine que le monde et plus particulièrement l'Europe doit faire face, à la suite de la débâcle financière que traverse la Grèce depuis l'automne 2009. Or, dans ce contexte également, l'impact potentiel des CDS a constitué l'un des paramètres essentiels pris en compte par la Grèce et ses créanciers lors des négociations qui ont conduit à l'accord de restructuration intervenu en mars 2012³. Il est évident que, dans l'esprit des négociateurs, tant du côté de l'Etat

¹ En France, la Commission générale de terminologie et de néologie a bien essayé de faire entrer dans les mœurs l'utilisation des termes de « couvertures de défaillance » pour désigner les *Credit Default swaps* (JORF, 19 mai 2009, p. 58), mais en pratique l'expression n'est pas utilisée.

² J.A. MADDEN, « A Weapon of Mass Destruction Strikes: Credit Default Swaps Bring Down AIG and Lehman Brothers », 5 *Bus. L. Brief (Am. U.)* 15, 16-18 (2008). V. ég. : V. COUDERT, M. GEX, « Le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : le cas de Lehman Brothers », *Rev. écon. fin.*, 2010, n° 97, p. 15-34. – R.M. STULZ, « Credit Default Swaps and the Credit Crisis », 24 *J. Econ. Perspectives* 1, 73-92 (2010).

³ V. la déposition de M. R. JOHNSON, Director of Global Finance (Roosevelt Inst.) : « Credit Default Swaps on Gov't Debt: Potential Implications of the Greek Debt Crisis », *Hearing Before the Subcomm. on Capital Mkts., Ins., and Gov't Sponsored Enterprises of the H. Comm. on Fin. Servs.*, 111 Cong. 10 (2010). Cf. ég. : CH. PLESSIS, « CDS et dette souveraine : un réveil brutal », *Banque Magazine*, 2007, n° 723, p. 93-94. Sur la restructuration de la dette grecque et ses implications en matière de règlement de l'insolvabilité étatique, on peut se reporter à l'étude de fond suivante : P.R. Wood, « How the Greek Debt Reorganisation of 2012 Changed the Rules of Sovereign Insolvency », 14 *Bus. L. Int'l* 3 (Jan. 2013).

Cet ouvrage est en vente chez votre libraire
et auprès des éditions A.Pedone
13 rue Soufflot 75005 Paris France

tel : + 39 (0) 1 43 54 05 97 - Email : librairie@apedone.net - site : www.pedone.info

MATHIAS AUDIT

grec que de ses créanciers, de même que dans celui des représentants du FMI, de l'UE ou encore des autres Etats de la zone euro, français et allemand notamment, le risque inhérent à un défaut grec en cas d'échec des négociations aurait engendré non seulement le non-paiement des titres obligataires grecs, mais aussi le déclenchement de tous les CDS couvrant ce non-paiement.

Pour le comprendre, il convient de rappeler qu'un CDS est une forme de dérivé de crédit, c'est-à-dire un contrat financier conclu en regard d'une dette émise par des entités, souveraines ou non, qu'il identifie⁴. Plus exactement, l'acquéreur d'un CDS – l'acheteur de protection – opère un versement régulier à l'émetteur de ce même CDS – le vendeur de protection – et, en contrepartie, il est assuré qu'en cas de survenance d'un « événement de crédit » dans le cadre du titre sous-jacent auquel il fait référence, il obtiendra le paiement d'une prime, appelée *spread*⁵.

Les titres sous-jacents dont les risques de non-paiement sont couverts par des CSD peuvent être des titres d'emprunt émis par des sociétés commerciales ou par d'autres personnes de droit privé, mais il est également fréquent qu'ils soient constitués d'obligations émises par un Etat souverain ou par une autre collectivité publique. Lorsque tel est le cas, la survenance d'un défaut imputable à l'Etat emprunteur entrainera l'obligation pour l'émetteur du CDS de verser à son détenteur la prime que celui-ci prévoit. En ce qu'elle est déclenchée par un événement extérieur à ses parties contractantes, cette obligation de paiement confère aux CDS la nature de contrats aléatoires, comme du reste tous les autres dérivés de crédit⁶.

Mais, pour autant, les CDS ne s'apparentent pas à des mécanismes d'assurance⁷. En effet, le CDS ne vise pas à indemniser un préjudice⁸, notamment en ce que son porteur n'est pas nécessairement par ailleurs détenteur du titre obligataire dont il couvre le risque. Autrement dit, il est possible d'être porteur d'un CDS et de percevoir la prime prévue en cas de défaut sur le titre sous-

⁴ J. DA ROS, « Les *Credit Default Swaps*. Incidence des *Credit Default Swaps* sur les dettes des Etats : bilan et perspective » in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, M. AUDIT (dir.), LGDJ, 2011, p. 89-101. – D. CARREAU, P. JUILLARD, *Droit international économique*, Précis Dalloz, 5^e éd., 2013, n^{os} 1846-1857.

⁵ On retrouve notamment cette définition à l'article 2-1, c, du Règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (JOUE n° L 86 du 24 mars 2012, p. 1). La définition du contrat d'échange sur risque de crédit y est rédigée dans les termes suivants : « Un contrat d'instruments dérivés aux termes duquel l'une des parties verse à l'autre une prime en contrepartie d'un paiement ou d'une autre prestation en cas d'événement de crédit affectant une entité de référence ou de toute autre défaillance, liée à ce contrat d'instruments dérivés, ayant un effet économique analogue ». Sur ce règlement : O. DOUVRELEUR, « Ventes à découvert et CDS sur dettes souveraines : le nouveau règlement européen », *Rev. trim. dr. fin.*, 2012, p. 117-119.

⁶ L. STOUT, « Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis », 1 *Harv. Busi. L. Rev.* 301 (2011), spéc. p. 304.

⁷ Sur cette question, v. not. : A. GAUVIN, « La question récurrente de la qualification juridique des dérivés de crédit », *Rev. dr. banc. fin.*, n° 3, 1^{er} mai 2004, p. 211-213. – D.Z. NIRENBERG, R.J. HOFFMAN, « Are Credit Default Swaps Insurance? », 3 *Derivatives Rep.* 7 (Dec. 2001).

⁸ TH. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^e éd., 2010, p. 258.

LES CRÉDIT DEFAULT SWAPS

jacent, sans pour autant détenir ce dernier ; c'est là ce que l'on dénomme les « CDS à nu ». Plus encore, et à la différence là encore de l'assurance, il n'existe pas dans le CDS de mécanisme de subrogation personnelle⁹. Pour prendre un exemple, même si le porteur d'un CDS couvrant les risques inhérents aux titres obligataires émis par l'Argentine détient également ces mêmes titres, le paiement de la prime par l'émetteur du CDS – le vendeur de protection – ne lui permettra pas de venir aux droits de l'acquéreur de celui-ci dans ses rapports avec son propre débiteur, c'est-à-dire l'Argentine. En bref, du fait du paiement de la prime, l'émetteur du CDS ne se verra pas pour autant transmettre les titres obligataires argentins, dont il couvre pourtant le risque de non-paiement.

Du reste, si les CDS se démarquent ainsi du mécanisme de l'assurance, ce n'est pas sans raison. C'est sans doute même ce qui a pu présider à leur création : ce faisant, ils échappent en effet aux réglementations nationales souvent drastiques en matière d'assurance. Ils n'entrent pas ainsi non plus dans le champ de compétence des autorités prudentielles régulant le marché de l'assurance, lesquelles existent dans de nombreux systèmes juridiques nationaux, et ils ne relèvent pas en conséquence des pouvoirs de contrôle et de sanction que peuvent exercer ces mêmes autorités¹⁰.

Une autre particularité des CDS est qu'ils sont transmissibles et négociables, mais sans pour autant que les transactions ainsi conclues s'opèrent sur un marché réglementé. Ils sont échangés de gré à gré, ou *over-the-counter* (OTC) pour reprendre l'expression usuelle. La conséquence est que, là encore, ils ont pendant longtemps échappé également aux droits nationaux en matière de régulation des marchés financiers, et par voie de conséquence à la mise en œuvre des objectifs que ceux-ci poursuivent en matière macroéconomique.

Finalement, les CDS ont été conçus comme devant être négociés et conclus entre les parties, selon les principes les plus purs de la liberté contractuelle¹¹. En cas de contentieux, c'est du reste au droit des contrats auquel ils se trouvent soumis¹².

Cette souplesse que confère la liberté contractuelle explique certainement, au moins en partie, leur succès. Mais il existe également une autre raison à celui-ci. Il semble en effet que les dérivés de crédit et notamment les CDS se soient considérablement développés parce qu'ils ont permis aux banques d'alléger la charge que leur imposent les critères de Bâle. On sait que ces accords leur prescrivent de maintenir dans leurs comptes une réserve en capital représentant un certain pourcentage de leurs actifs à risque. Or, la particularité du CDS, c'est

⁹ TH. BONNEAU, F. DRUMMOND, *eod. loc.*

¹⁰ M. TODD HENDERSON, « Credit Derivatives are not "Insurance" », *Connecticut Insurance Law Journal*, 2009, p. 1-58.

¹¹ M.A. SWANTEK, « A Brave New World: Credit Default Swaps and "Voluntary" Debt Exchanges », 45 *J. Marshall L. Rev.* 1227 (2012), spéc. p. 1234.

¹² Sur l'application par une juridiction newyorkaise du droit contractuel local en matière de résiliation anticipée d'un contrat de CDS : *Merrill Lynch International (MLI) vs XL Capital Assurance, Inc. (XLC)*, 2008 U.S. Dist. LEXIS 53467 (08 Civ.2893, Rakoff USDJ); *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} oct. 2008, n° 5, p. 430, obs. P.F. DE RAVEL D'ESCLAPON.

MATHIAS AUDIT

qu'il permet à son acquéreur de transférer le risque lié à l'actif sous-jacent figurant dans ses comptes vers son émetteur, c'est-à-dire vers le vendeur de protection. Autrement dit, lorsqu'un prêt est octroyé par une institution financière, celle-ci doit conserver dans ses comptes une part de capital afin de satisfaire les critères de Bâle. Mais si ce prêt est par ailleurs couvert par un CDS que le prêteur a souscrit, le risque inhérent au prêt est transféré à l'émetteur du CDS et le prêteur peut alors dégager le capital retenu. Ceci explique que les risques couverts par les dérivés de crédit sont passés de 2 billions de Dollars en 2002 à près de 60 billions de Dollars en 2007¹³.

Bien évidemment, ces montants ne sont pas exclusivement constitués de CDS dits « souverains », ainsi dénommés car l'actif sous-jacent est une dette d'Etat, et ces derniers en constituent même une part mineure lorsqu'ils sont mis en regard des CDS dits *corporate*, lesquels couvrent le risque lié à une dette privée¹⁴. Mais ces CDS souverains ont néanmoins une importance particulière en ce qu'ils peuvent constituer le vecteur d'une propagation systémique d'un défaut souverain à l'ensemble du système bancaire et financier. Autrement dit, la survenance d'un défaut par un Etat sur sa dette n'affecte en principe directement que ses créanciers. Or, dans l'hypothèse fréquente où ceux-ci se sont portés acquéreurs de CDS afin de se prémunir contre un tel risque, le défaut souverain se répercute et affecte également leurs émetteurs, c'est-à-dire les vendeurs de protection.

Il est frappant de constater qu'en dépit de cet effet macroéconomique potentiel, les CDS sont des instruments qui, pour l'essentiel, échappent encore en grande partie à l'emprise juridique des Etats. En effet, les droits nationaux constituent pour les Etats leur instrument privilégié de régulation des instruments financiers. En y ayant recours, ils peuvent tâcher de conférer telle ou telle orientation aux marchés financiers, voir interdire ou contrôler tel type de produits. Or, les CDS échappent pour l'essentiel à cette emprise potentielle, tant sur le terrain contractuel (I) que sur celui de la régulation financière (II).

I. LA DÉRÉGULATION ÉTATIQUE DES CDS SUR LE TERRAIN DU DROIT CONTRACTUEL

Conformément à ce qui a déjà été relevé, les CDS sont des contrats conclus de gré à gré entre « le vendeur de protection » et « l'acheteur de protection ». Plus encore, y figure une clause autorisant leur cession à un tiers, ce qui permet à l'acheteur de transférer ensuite son contrat à un nouveau détenteur. Cette mécanique contractuelle repose sur un modèle standardisé de contrat développé par l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) et qui est retenu

¹³ Soit 2 trillions de Dollars en 2002 à près de 60 trillions dans les Etats qui retiennent l'échelle courte comme les Etats-Unis et la plupart des pays anglophones : CH. WEISTROFFER, « Credit Default Swaps: Heading Towards a More Stable System », Deutsche Bank Research: Current Issue (21 déc. 2009), p. 1, disp. à : http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000252032.PDF/.

¹⁴ L. BOONE, L. FRANSOLET, S. WILLEMANN, « Dette publique et interaction avec les marchés dérivés: le cas européen », *Rev. stabilité financière*, n° 14, juill. 2010, p. 21-29.