

## 30 Les outils contractuels de gestion des risques financiers <sup>1</sup>

Alexis CONSTANTIN,  
agrégé des Facultés de droit, professeur à l'université de Rennes I  
(CDA-PR), Of-Counsel Scotto & associés

**Les risques financiers sont inhérents aux marchés financiers. Aux risques financiers traditionnels, risque de taux, risque de contrepartie ou risque de change, se sont ajoutés de nouveaux types de risques pour la gestion desquels la pratique a mis au point de nouveaux outils, les contrats financiers ou instruments dérivés. Mais ces nouveaux outils dont la fonction essentielle est une fonction de couverture sont indissociables de la spéculation et s'avèrent eux-mêmes sources de risques.**

1 - Le phénomène de globalisation croissante des économies ainsi que des marchés financiers, conjugué à l'instabilité des prix et à la volatilité des taux d'intérêts, a conduit à la multiplication des sources et à la diversification de la nature des risques financiers auxquels doivent faire face les acteurs économiques. Parmi les risques les plus courants, on identifie notamment, et classiquement :

- Le risque de taux, qui fait peser une incertitude sur les résultats de l'entreprise ;
- Le risque de contrepartie, qui est le risque de défaillance de la part de certains partenaires de l'entreprise ;
- Le risque de change, lorsque l'entreprise réalise une opération dans une devise autre que sa monnaie nationale.

Par la suite d'autres risques sont apparus. Certains ne sont pas directement financiers (par exemple les risques géologiques ou climatiques <sup>2</sup>, mais se sont trouvés « financiarisés » par leur prise en compte dans certains dispositifs financiers.

Afin de gérer ces risques, directement ou indirectement financiers, la pratique a développé de fait des outils appropriés, dont certains sont d'ailleurs très anciens. Il s'agit des contrats financiers <sup>3</sup>, autrement qualifiés d'instruments dérivés, qui formeront l'objet de la présente étude. Ils peuvent parfois donner naissance à des titres financiers, les titres dérivés (tels que les warrants financiers ou les certificats de valeur garantie - CVG) <sup>4</sup>, que nous laisserons de côté pour n'envisager que les contrats « purs », sujet déjà extrêmement vaste et suffisamment complexe.

2 - Les contrats financiers peuvent être définis <sup>5</sup> comme des instruments de couverture ou de spéculation <sup>6</sup>, conçus à partir d'un actif sous-jacent dont leur valeur dérive, qui confèrent à leurs titulaires des droits dont le contenu est fixé dès la souscription, mais dont l'exercice est différé, et la possibilité de se délier par le paiement ou l'encaissement d'une somme d'argent correspondant à la

variation du cours du sous-jacent pendant cet intervalle de temps <sup>7</sup>. Comme le font observer fort justement les auteurs de l'excellent Précis Dalloz de droit financier, « un instrument dérivé a en principe simultanément cette double fonction de couverture et de spéculation suivant la position prise par l'investisseur, c'est-à-dire suivant que l'investisseur est acheteur ou vendeur du titre dérivé. En effet, un opérateur ne peut accéder à un mécanisme de couverture que parce que, symétriquement, un autre opérateur s'est engagé dans une démarche différente de nature spéculative » <sup>8</sup>. Autrement dit le titulaire d'un sous-jacent, ou bien celui qui entend en faire l'acquisition, va, pour se couvrir de l'évolution de la valeur de ce bien, conclure un contrat dérivé de manière à lui permettre de neutraliser ces fluctuations. Il va pour ce faire prendre sur le contrat dérivé une position contraire à celle qu'il détient sur le sous-jacent. Face à lui un autre opérateur, animé non du désir de contrer les fluctuations de valeur d'un actif mais de bénéficier de celles-ci, va parier sur leur évolution possible en anticipant soit une hausse, soit une baisse. Comme le montrent en exemple les manuels d'économie, le fermier qui n'est pas en mesure de supporter le risque d'une variation des prix peut ainsi vendre sa récolte « à terme », à un prix fixé aujourd'hui, tout comme l'industriel peut acheter à terme, mais au prix d'aujourd'hui, certaines matières premières, en se prémunissant ainsi contre toute fluctuation des cours. En contrepartie, des spéculateurs désireux et en mesure de prendre à leur compte le risque, misent sur une hausse ou une baisse des cours. C'est ainsi que naquirent, à la fin du dix-neuvième siècle, les marchés à terme, qui permirent de mettre face à face économie réelle et économie financière, ceux qui veulent éviter le risque et ceux qui désirent spéculer <sup>9</sup>.

3 - Bien évidemment, cette fonction essentielle de couverture, autour de laquelle les marchés à terme ont été conçus, demeure aujourd'hui encore primordiale en dépit de l'évolution de ces derniers. Toutefois, le principe de couverture est indissociable de celui de spéculation, puisque se couvrir n'est rien d'autre que transférer son risque à autrui, et notamment à un spéculateur qui accepte de l'assumer <sup>10</sup>. La présence de spéculateurs est même considérée en pratique comme indispensable au fonctionnement

1. Actes du colloque organisé le 18 juin 2010 par le laboratoire DANTE de la faculté de droit de l'université Versailles Saint-Quentin.

2. V. *infra*.

3. V. not. La belle étude de F. Drummond, *Le contrat comme instrument financier, in L'avenir du droit, mélanges en hommage à F. Terré* : Dalloz-PUF-Juris-Classeur, 1999, p. 665.

4. V. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et alii, *Droit financier* : Dalloz, 1<sup>re</sup> éd., n° 911 et s. pour les warrants et n° 941 et s. pour les CVG.

5. Le législateur énumère les contrats financiers (C. monét. fin., art. L. 211-1, III, et art. D. 211-1, A), mais n'en donne aucune définition véritable.

6. Aux objectifs de couverture et de spéculation, il convient d'ajouter une troisième fonction traditionnelle des marchés à terme : l'arbitrage. L'opération consiste à acheter et à vendre simultanément des produits ou instruments financiers en vue de tirer profit des écarts, qui peuvent exister (écart de cours, de rendement, de taux), à un moment donné, entre deux marchés ou entre deux échéances sur un même marché.

7. Th. Bonneau et Fr. Drummond, *Droit des marchés financiers : Économica 2010*, 3<sup>e</sup> éd., n° 148 et s. p. 222 et s. spéc. n° 150. - A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et al., *Droit financier*, précit., n° 964 et s., p. 572 et s. - A. Gaudemet, *Les dérivés : Économica 2010*, « Recherches Juridiques », préf. H. Synvet, spéc. p. 56 et s.

8. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et al., *Droit financier*, précit., n° 901, p. 531.

9. Les marchés à terme sont notamment apparus dès 1865 aux USA, à Chicago, dans le cadre du Chicago Board of Trade, bourse de commerce fondée en 1848.

10. Un principe de base du marché des dérivés est qu'il s'agit d'un jeu à somme nulle : les bénéfices des uns ne peuvent être supportés que par les pertes des autres.

des marchés à terme, car eux seuls sont en mesure d'apporter au marché la liquidité qui lui est indispensable, afin que chaque opérateur puisse concrètement se retourner et clôturer sa position<sup>11</sup>. Ceci conduit à dire souvent que la spéculation est neutre, qui n'appellerait ni réprobation ni louange. Ce serait une condition d'équilibre et de bon fonctionnement des marchés. Certes ! Néanmoins, notre histoire, lointaine ou évidemment très proche, est grosse de crises dont on perçoit tout de même qu'elles résultent à chaque fois de spéculations mal contrôlées, devenues folles.

4 - Or, l'actualité nous montre précisément que les outils contractuels de gestion des risques financiers, sans être à l'origine de la crise actuelle, en ont constitué une formidable caisse de résonance, sans doute en raison – au moins en partie – d'une dynamique spéculative insuffisamment contenue et régulée. Et l'on découvre, non sans un certain effroi, que ces outils, par lesquels se trouvent brassés plusieurs milliards de milliards d'euros ou de dollars, ne sont pas seulement des modes de gestion des risques financiers, mais sont dans le même temps de colossales machines à générer de tels risques. À ce premier paradoxe des instruments dérivés, aux termes duquel une grande part des transactions financières est destinée à se couvrir contre le risque... lié au fonctionnement des marchés financiers eux-mêmes, s'en ajoute donc un second, et non des moindres : la recherche de stabilité par les instruments dérivés devient elle-même une source de déstabilisation<sup>12</sup>.

En quelques mois le constat est devenu relativement banal. Il n'en reste pas moins d'une criante vérité, qui nous conduira, sans pouvoir prétendre à l'exhaustivité compte tenu du cadre limité dans lequel s'inscrit la présente analyse, à étudier successivement comment les risques financiers peuvent être maîtrisés par certains outils contractuels (1), puis comment des risques financiers peuvent être en retour générés par ces mêmes outils (2).

## 1. Les risques financiers maîtrisés par les outils contractuels

5 - Dans une mise en perspective inversée de l'adage populaire il conviendra, après le confort – relatif – d'une classification usuelle de ces outils contractuels (A), de faire l'effort de la compréhension des problèmes juridiques que pose leur qualification (B).

### A. - Essai de classification

6 - Cette classification est traditionnellement effectuée en retenant quatre angles différents, en fonction, d'une part, du sous-jacent et du risque qui y est attaché, d'autre part, des modalités d'exécution du contrat, ensuite de la nature des obligations contractuelles, enfin des modalités de négociation du contrat.

#### 1° En fonction du sous-jacent / et du risque attaché à ce sous-jacent

7 - Nous l'avons dit, aux risques financiers les plus courants (risque de taux, risque de contrepartie, risque de change), se sont ajoutés de nouveaux risques. C'est la raison pour laquelle le procédé élémentaire des marchés à terme de marchandises a été ajusté et sophistiqué afin de pouvoir répondre à ces risques nouveaux. Les premiers contrats portaient directement sur les produits dont la fluctuation des cours pouvait s'avérer dommageable : cacao, blé, sucre et autres matières premières<sup>13</sup>. Très vite toutefois, l'idée s'est développée que ces contrats pouvaient permettre de se prémunir contre le risque d'évolution de tout actif dont un cours est régulièrement et officiellement calculé et publié. Consacrant la spéculation comme objectif légitime en soi, il n'est

plus apparu nécessaire que le sous-jacent soit un actif, autrement dit un bien susceptible d'appropriation. Suivant en cela une pente naturelle de l'appréhension des biens par le droit, les sous-jacents se sont donc dématérialisés.

8 - Aujourd'hui tout élément dont le cours, la valeur, la quantité, la qualité, etc. est susceptible de varier dans le temps peut constituer un sous-jacent dès lors qu'il existe une information fiable sur sa valeur et son évolution<sup>14</sup>. Sur les marchés à terme peuvent désormais être traités un très grand nombre d'actifs sous-jacents portant sur des actions, des obligations, des taux d'intérêt, des devises, voire de simples indices<sup>15</sup>. C'est d'ailleurs ce que reflète parfaitement le Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission européenne du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE (dite MIF), qui énonce en son article 39 que peuvent être valablement des sous-jacents : « les bandes passantes de communication ; capacité de stockage de matières premières ; capacité de transmission ou de transport de matières premières (câbles, oléoducs etc...) ; allocation, crédit, permis, droit ou actif similaire directement lié à la fourniture, la distribution ou la consommation d'énergie issue de sources renouvelables ; variable géologique, climatique, environnementale ou autre variable à caractère physique ; tout autre actif ou droit fongible négociable – autre que le droit de recevoir un service ; indice ou mesure relatifs au prix, à la valeur ou au volume des transactions sur tout actif, droit, service ou obligation ».

9 - On distingue aujourd'hui différentes sortes de dérivés : i) les contrats sur marchandise (*commodity derivatives*), qui sont historiquement les plus anciens. Ils ont « quitté les bourses de commerce pour devenir de purs instruments financiers négociés sur les marchés financiers »<sup>16</sup>. Ils portent sur ce que le législateur européen appelle des « matières premières » et qu'il définit comme « tout bien fongible pouvant être livré, en ce compris les métaux et leurs minerais et alliages, les produits agricoles et les fournitures énergétiques, telles que l'électricité »<sup>17</sup>. ii) Les contrats sur sous-jacents financiers, qui forment le contingent le plus important des instruments à terme sur les marchés réglementés. Les plus classiques sont les contrats sur titres financiers (actions, obligations...<sup>18</sup> ou sur devises, créés aux fins de réduire le risque de marché et le risque de change. iii) Il existe également les contrats sur indices, qui portent sur des sous-jacents non susceptibles de livraison, constitués généralement de mesures destinées à refléter l'évolution d'un cours ou d'une situation (indices climatiques par exemple<sup>19</sup>. Y sont assimilés les contrats sur taux, créés aux fins de limiter le risque d'évolution des taux d'intérêts qui, comme le risque de marché, affecte la consistance d'un patrimoine ou l'équilibre d'un contrat.

#### 2° En fonction des modalités d'exécution (dénouement) du contrat

10 - Une des caractéristiques des contrats dérivés réside dans la possibilité donnée, dans certaines hypothèses, aux opérateurs de dénouer leur engagement en payant (ou en encaissant) la différence convenue entre le cours du sous-jacent et le cours stipulé au contrat<sup>20</sup>. Il convient de noter à cet égard que les contrats financiers à terme conférant une faculté alternative soit d'acheter ou de

11. *Ibid.*, p. 536, n° 905.

12. Rapp. M. Nussenbaum, *Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés* : LPA 8 mai 1996, p. 5.

13. V. Y. Simon et D. Lautier, *Marchés dérivés de matières premières* : Économica 2006, 3<sup>e</sup> éd.

14. A. Gaudemet, *préc.*, n° 133, p. 65.

15. En 2006, les contrats à terme traités sur les marchés organisés représentaient près de 40 % du volume global des marchés financiers ; et sur les marchés à terme, 80 % du volume résultait des contrats à terme sur taux d'intérêt.

16. Th. Bonneau et Fr. Drummond, *préc.*, n° 150, p. 227.

17. *Comm. CE, régl. n° 1287/2006, 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE, art. 2, 1.*

18. V. K. Medjaoui, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, Étude juridique, préf. Ch. Gavalda : LGDJ 1996. – J.-B. Mojujé, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futurs...)* en France et aux États-Unis, préf. C. Jauffret-Spinosi : LGDJ 2005. – P. Pailler, *La notion d'instrument financier à terme* : Th. Paris 1, 2008.

19. V. égal. les sous-jacents visés par le Règlement n° 1287/2006, *préc.*

20. Moins de 1 % des contrats se dénouent par une livraison effective du sous-jacent.

livrer le sous-jacent, soit de payer ou d'encaisser un différentiel sont des instruments financiers, qui peuvent dès lors entrer dans le champ du monopole financier<sup>21</sup>. Mais lorsque le dénouement du contrat s'opère par livraison physique du sous-jacent et que ce sous-jacent n'est pas de nature financière, la qualification d'instrument financier est subordonnée au respect d'une exigence alternative : le contrat financier exécuté par livraison physique doit soit être négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, soit faire l'objet d'un enregistrement par une chambre de compensation reconnue ou d'appels de couverture périodiques<sup>22</sup>.

11 - Dans la majorité des cas, le dénouement des contrats à terme ferme intervient avant terme par acquisition – ou cession – d'un même nombre de contrats identiques que ceux conclus à l'origine (soit en position de cédant, soit en position d'acquéreur). De la sorte, les engagements à l'égard de l'organisme compensateur se trouveront réglés sur la base du mécanisme de compensation. L'opération se solde donc soit pas un encaissement, soit par un paiement selon que la prévision de l'opérateur se réalise ou pas. Certains auteurs ont bien montré la raison pour laquelle le dénouement anticipé est le mode habituel d'exécution des contrats à terme. En effet, « il s'agit pour l'opérateur soit de limiter le coût de la couverture si l'évolution s'avère défavorable, soit d'encaisser immédiatement le profit dégagé. Dès lors, à moins que l'acheteur du contrat à terme n'ait des raisons personnelles de préférer recevoir effectivement le sous-jacent et que le vendeur se trouve en position de livrer la qualité et la quantité standardisées définies au contrat, il sera plus simple pour l'un comme pour l'autre de dénouer leur position avant la date stipulée »<sup>23</sup>.

### 3° En fonction de la nature des obligations contractuelles

12 - Cette analyse en fonction des obligations contractuelles va permettre de mieux comprendre le mécanisme de gestion des risques financiers liés aux sous-jacents précédemment identifiés. Ce critère de catégorisation laisse apparaître quatre situations différentes.

13 - **Contrats à terme ferme.** – Dans certains cas, l'obligation pesant sur l'opérateur de payer le prix ou de livrer le sous-jacent devra nécessairement être exécutée, sous réserve de la possibilité de clore la position en concluant un contrat en sens inverse. Tel est le cas des contrats à terme ferme, lesquels constituent, selon les règles de marché, l'engagement, à un prix et à une date déterminés :

- pour l'acheteur de prendre livraison et de régler l'actif sous-jacent,
- pour le vendeur de livrer et de recevoir le règlement de l'actif sous-jacent.

Comme on l'a dit, l'exécution du contrat peut toutefois se réaliser autrement que par la livraison de l'actif sous-jacent, ce qui s'impose d'ailleurs toutes les fois que ce dernier, parce qu'il est fictif, ne peut être physiquement livré. En effet, le contrat peut être dénoué par le paiement d'une différence entre le prix auquel il a été négocié et le cours de liquidation en vigueur au moment du dénouement.

Parmi les contrats à terme ferme on distingue usuellement les contrats sur actifs financiers, qui portent sur des sous-jacents financiers<sup>24</sup> ; les contrats sur devises ; les contrats sur taux d'intérêt, qui permettent à leur souscripteur de se couvrir contre le risque de variation des taux d'intérêt ; les contrats sur indices, qui permettent à leurs souscripteurs de se couvrir contre les risques de variation des cours ; enfin les contrats sur marchandises.

14 - **Contrats d'option.** – Dans d'autres cas, le dispositif est plus complexe car il repose sur un mécanisme d'option. Le contrat d'option d'achat ou de vente d'un actif sous-jacent est défini par les règles de marché comme le contrat par lequel l'acheteur de l'option obtient du vendeur, moyennant le paiement d'une prime, le droit, mais non l'obligation, d'acquiescer (option d'achat ou « call ») ou de vendre (option de vente ou « put ») une quantité déterminée de l'actif sous-jacent, à un prix convenu d'avance (qui est celui pratiqué sur le marché à terme ferme lors de la conclusion du contrat), dit « prix d'exercice », au cours d'une période ou à une date déterminée. Il faut bien comprendre que seul l'acheteur de l'option (d'achat ou de vente) dispose de cette possibilité de conclure ou non le contrat définitif ; le vendeur est pour sa part irrévocablement engagé<sup>25</sup>.

15 - La technique, ancienne, a été bien décrite : « elle consiste à négocier le droit de réaliser une transaction sur un produit à une date ultérieure à un prix donné. Ce droit a une valeur, appelée premium ou prime, qui est le prix payé par l'acheteur de l'option au vendeur. L'acheteur est donc immédiatement débité du montant de la prime, lequel correspond au risque maximum qu'il prend dans l'opération. Réciproquement le vendeur est immédiatement crédité du montant de la prime qui constitue le gain maximum qu'il peut espérer de l'opération. La prime, qui fait l'objet d'une cotation, doit être distinguée du prix d'exercice, qui représente le prix auquel l'acheteur d'une option peut acheter l'actif sous-jacent dans le cas d'une option d'achat et le vendre dans le cas d'une option de vente et qui est identique pour une même série d'option »<sup>26</sup>.

16 - **Contrats « d'échange » (swaps).** – Ces contrats financiers confèrent, selon des modalités complexes, la possibilité « d'échanger » des positions financières : ce sont les *swaps*. Ceux-ci représentent à peu près 90 % des produits dérivés traités hors des marchés réglementés et sont les premiers instruments de gré à gré à avoir été standardisés<sup>27</sup>. Ce succès s'explique par leur très grand intérêt économique. Ces contrats permettent en effet à un opérateur qui peut obtenir des conditions avantageuses sur un marché, mais qui est intéressé par celles proposées par un autre marché dont il ne peut pas bénéficier, d'échanger sa position avec celle d'un autre opérateur susceptible de bénéficier des conditions souhaitées, celui-ci étant pour sa part intéressé par les conditions obtenues par le premier. « Le swap part donc d'une volonté de modification de la situation respective de chaque partie par transfert de charges ou produits entre elles. Ce transfert de produits ou charges peut être effectif ou prendre la forme du paiement d'un différentiel »<sup>28</sup>. On distingue deux grandes catégories de *swaps*, les *swaps* de taux d'intérêt et les *swaps* de devises, lesquels peuvent efficacement servir d'instruments de couverture d'un risque (de taux ou de change en l'occurrence).

17 - **Dérivés de crédit.** – Il s'agit d'une famille de contrats financiers très utilisée désormais, notamment par les établissements de crédit mais aussi par les OPCVM et les fonds communs de

25. 4 positions sont dès lors possibles : acheteur d'une option d'achat ; acheteur d'une option de vente ; vendeur d'une option d'achat ; vendeur d'une option de vente.

26. Th. Bonneau et Fr. Drummond, *préc.*, n° 170, p. 259. Par exemple, en janvier 2010 une entreprise achète une option d'achat de 100 tonnes d'un bien X à 100 euros la tonne, devant être livrées le 31 septembre 2010 (date d'échéance). Au jour de la conclusion du contrat d'option la tonne coûte 103 euros. La valeur intrinsèque de la prime est de 103-100 = 3 euros. En admettant que la valeur contractuelle de la prime soit fixée à 10 euros par tonne, le vendeur de l'option va encaisser immédiatement 10 × 100 = 1000 euros. Si à l'échéance le prix du marché de la tonne du bien en question se monte à 120 euros, l'option d'achat sera dite « dans la monnaie ». L'intérêt de l'acquéreur sera donc de l'exercer, en payant 100 (+ 10 euros de prime), ce qui vaut sur le marché 120, faisant ainsi un bénéfice de 10 euros par tonne achetée. Quant au vendeur de l'option, il perd logiquement ce que l'acheteur gagne. En revanche, si le prix de la tonne du bien reste inférieur à 110 euros, l'intérêt de l'acheteur de l'option sera de ne pas l'exercer.

27. Th. Bonneau et Fr. Drummond, *préc.*, n° 166, p. 250.

28. *Ibid.*, citant P.-A. Boulat et P.-Y. Chabert, *Les swaps, technique contractuelle et régime juridique* : Masson 1992, p. 15 et 28.

21. C. monét. fin., art. L. 321-2, 7° et art. L. 531-10. – V. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier, préc.*, n° 971, p. 578.

22. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier, préc.*, loc. cit.

23. *Ibid.*

24. Y figurent notamment les contrats à terme sur actions ou « *stock futures* ».

créances<sup>29</sup>. Ces outils ont connu ces dernières années un développement considérable. Les dérivés de crédit peuvent être conçus sous forme de titres financiers (les *Credit Linked Notes*) ou bien sous forme de contrats. 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. Les contrats les plus connus sont les dérivés sur événement de crédit (*credit default derivative* ou *credit default swap* – CDS)<sup>30</sup>, les dérivés sur écarts de taux (*credit spread derivatives*) et les dérivés de transfert de rendement d'une créance (*total return Swaps*). Un mécanisme optionnel peut venir se greffer sur ces contrats, qui peuvent également prendre la forme d'un swap.

#### 4° En fonction des modalités de négociation du contrat

18 - Les contrats financiers à terme peuvent être négociés<sup>31</sup> selon trois modalités différentes : ils peuvent tout d'abord être négociés sur un marché réglementé. S'agissant de NYSE-Euronext, l'ensemble des contrats financiers à terme est désormais traité sur NYSE-Euronext Liffe (on parle de « marchés dérivés »). Ils peuvent l'être également sur un marché qui n'est pas réglementé, mais simplement « organisé », comme l'est celui géré par Powernext SA pour les contrats portant sur l'électricité. Enfin, il est possible de conclure des contrats financiers à terme de gré à gré, c'est-à-dire directement entre les parties (ils sont dits « OTC », *Over the counter*). La pratique financière parle de contrat « futures », lorsque ceux-ci sont traités sur un marché, et de contrat « forward » pour ceux qui sont conclus OTC.

19 - Ces modes de négociation des contrats dérivés présentent des caractéristiques différentes. Alors que les contrats proposés sur les marchés réglementés ou organisés sont, par définition, des contrats standardisés, les contrats de gré à gré sont créés sur mesure pour répondre exactement aux besoins des opérateurs<sup>32</sup>. Les différences résident alors dans la souplesse et l'adaptabilité des seconds, alors que les premiers offrent l'avantage d'une plus grande liquidité, qui permet aux parties de dénouer plus facilement leurs engagements par la conclusion d'engagements de sens opposé. Une autre différence peut être notée, qui tient à la sécurité des opérations. Comme cela a été observé justement, « en présence d'un contrat OTC il existe toujours un risque de contrepartie, car le contractant peut ne pas être en mesure de respecter l'engagement pris. Ce risque, sans être totalement inexistant, demeure théorique lorsque le contrat est traité sur un marché (réglementé ou organisé) en raison de l'intervention d'une chambre de compensation jouant le rôle de contrepartie »<sup>33</sup>. Dans cette situation, en effet, l'organisme compensateur (par ex. LCH Clearnet SA) non seulement garantit le paiement des flux financiers générés par les négociations, mais également permet le dénouement des contrats autrement que par leur seule exécution (par livraison du sous-jacent par le vendeur et paiement du prix par l'acheteur), au travers de la

conclusion de contrats en sens opposé<sup>34</sup>. Sans organisme compensateur, pas de faculté alternative de dénouement des contrats. Cet organisme constitue donc la contrepartie centrale du marché, en ce sens qu'il est le vendeur de tous les acheteurs et l'acheteur de tous les vendeurs, et il garantit la bonne fin du dénouement de chaque position. Ce rôle important explique d'ailleurs le développement de l'intervention d'institutions compensatrices pour dénouer des engagements pris non seulement sur un marché réglementé (ou organisé) mais aussi dans le cadre de transactions de gré à gré<sup>35</sup>, dont la nature n'est pas radicalement incompatible avec l'intervention de telles institutions, ce qui confirme, avec d'autres raisons, un mouvement de convergence entre marchés structurés et marchés de gré à gré<sup>36</sup>.

20 - Néanmoins, pour que l'organisme de compensation soit en mesure de garantir le bon dénouement des positions, il est nécessaire qu'il puisse s'assurer que chaque opérateur sera à même d'exécuter l'engagement à terme qu'il a contracté, ce qui explique l'existence d'un autre mécanisme : l'obligation de couverture et l'appel de marges. La chambre de compensation va en effet exiger des parties, acheteurs ou vendeurs, qu'ils versent lors de l'enregistrement de leur ordre un dépôt de garantie. Par la suite, celle-ci procède régulièrement à des appels de marges représentant l'écart entre le prix auquel l'opération a été réalisée et celui auquel l'opération inverse pourrait être effectuée. « Si l'investisseur est potentiellement en perte au regard de la position qu'il a adoptée, il devra régler un appel de marge. Si, au contraire, sa position affiche un gain potentiel, il sera crédité du montant correspondant et le dépôt de garantie se trouvera augmenté à due concurrence. Ce faisant, la chambre de compensation ne fait que collecter auprès des opérateurs pour qui l'écart se révèle négatif et redistribuer au profit de ceux pour lesquels il se révèle positif »<sup>37</sup>.

## B. - Problèmes de qualification

21 - En dépit de la spécificité très affirmée de ces outils de gestion des risques financiers<sup>38</sup>, et de leur complexité, ils ne peuvent s'abstraire totalement des catégories du droit commun – et notamment du droit des contrats – lesquelles peuvent être à l'occasion sollicitées afin de régler juridiquement des questions auxquelles les textes spéciaux seuls n'apportent pas toujours de solutions<sup>39</sup>. L'étude des qualifications susceptibles d'être appliquées à ces instruments montre, d'une part que de très nombreuses notions du droit des contrats ont vocation à être sollicitées, alternativement ou cumulativement, d'autre part que ces qualifications ne font pas toujours l'unanimité en doctrine, et enfin que les débats ne sont jamais dépourvus d'enjeux pratiques<sup>40</sup>. Aux qualifications « générales » s'ajoutent des qualifications spéciales.

### 1° Qualifications générales

22 - La première question est sans doute de savoir si l'on est bien en présence de contrats, au sens de l'article 1101 du Code civil. La réponse s'impose s'agissant des contrats conclus purement de gré à gré. En revanche, cette qualification est parfois déniée par certains auteurs lorsqu'il s'agit de contrats conclus par l'entremise,

29. V. A. Gauvin, *Droit des dérivés de crédit*, préf. Ph. Marini : Revue banque Ed., coll. *Droit-Fiscalité*, 2003.

30. Les dérivés sur événement de crédit visent à prémunir leur acheteur contre un événement défini au contrat. Le titulaire de la créance, appelé « acheteur de protection », contracte avec un tiers, appelé « vendeur de protection », afin que ce dernier le couvre, selon des modalités prévues au contrat, contre les conséquences d'un éventuel « événement de crédit », qui peut être un défaut de paiement de la dette par l'entité de référence, une restructuration de cette dette, une dégradation de sa notation, l'inexécution d'une obligation contractuelle, l'ouverture d'une procédure collective ou tout autre événement prévu au contrat.

31. La « négociation » de ces instruments doit être distinguée de la négociabilité, caractéristique propre au mode de circulation des valeurs mobilières et titres financiers.

32. Il existe cependant parfois des contrats-types, qui entraînent de la sorte une certaine standardisation des instruments.

33. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, précit., n° 974, p. 581.

34. La position des opérateurs à l'égard de la chambre de compensation sera liquidée par calcul de la différence entre la valeur de ce qu'ils doivent et la valeur de ce qui leur est dû.

35. Par ex. depuis 2007 Powernext propose un service de compensation des transactions de gré à gré, pour les contrats « Forward Electricité France ».

36. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, précit., n° 1016, p. 610.

37. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, précit., n° 973, p. 580. – M.-C. de Nayer, *Le Matif*, *Analyse juridique*, coll. « connaissance du droit » : Dalloz 1991, p. 89 à 93.

38. V. Cl. Lucas de Leyssac, *Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ?* : *D. affaires* 1998, suppl. au n° 133, p. 1567.

39. V. également, X. Lagarde, *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme* : *JCP G* 2005, I, 182.

40. V. M. Favero, *Pour un nouveau contrat nommé : « le contrat d'échange de risques »* : *JCP E* 2010, 1899.

ou l'interposition, d'une chambre de compensation<sup>41</sup> ; « la logique collective du marché exclurait en effet » selon eux « le caractère bilatéral des conventions »<sup>42</sup>. Pour la majorité de la doctrine cependant, la qualification de contrat s'impose pareillement à propos des transactions intervenant avec interposition d'une chambre de compensation. Comme cela a été observé, « qu'acheteur et vendeur ne se connaissent pas, ayant chacun pour contrepartie une chambre de compensation, qu'ils ne négocient pas les termes de leurs engagements respectifs n'invalident pas la dimension contractuelle de l'opération : il y a bien consentement, créateur de droits et d'obligations » et c'est seulement le mode d'exécution du contrat qui en est affecté, pas sa nature<sup>43</sup>. Les instruments financiers à terme sont ainsi considérés comme de véritables contrats à terme, en vertu desquels les parties sont définitivement engagées mais sont convenues de différer l'exécution de leurs obligations, à une date future, précisément déterminée au contrat (C. civ., art. 1185).

23 - Si le caractère onéreux de ces contrats ne semble pas faire de doute, il est plus délicat en revanche de savoir s'il s'agit de conventions synallagmatiques. La doctrine considère en général que cette qualité s'impose s'agissant des contrats à terme ferme, ou de certains contrats « d'échange » (*swaps*), mais des divergences existent à propos des contrats d'option<sup>44</sup>. Pourtant, à l'instar de l'analyse la plus communément admise en matière de promesses avec indemnité d'immobilisation, il convient d'admettre que le fait pour l'acheteur de l'option de payer au vendeur une certaine somme (premium ou prime) pour acquérir une faculté d'option transforme bien l'acte en un contrat synallagmatique de promesse unilatérale.

24 - Une autre interrogation conduit à se demander si les contrats dérivés sont des conventions commutatives ou bien aléatoires. Selon l'article 1964 du Code civil, est aléatoire la « 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 ». Certains auteurs considèrent que les contrats comportant des obligations réciproques de transférer la propriété du sous-jacent et d'en payer le prix ne présentent pas de caractère intrinsèquement et juridiquement aléatoire (mais seulement un aléa extrinsèque et économique, affectant la valeur des prestations des parties mais pas leur existence)<sup>45</sup>. Pour d'autres, en revanche, le caractère aléatoire de ces contrats n'est pas contestable parce que l'incertitude résultant de l'évolution imprévisible de la valeur du sous-jacent, qui détermine pour l'une comme pour l'autre des parties la répartition des gains et des pertes, est « au cœur du contrat ; elle relève de l'économie de la convention, même lorsque celle-ci prévoit une livraison physique du sous-jacent »<sup>46</sup>. En retour, une majorité de la doctrine considère que les *swaps*, qui n'impliquent pas de livraison d'un sous-jacent, sont des contrats aléatoires<sup>47</sup>.

25 - Enfin, des divergences existent sur le point de savoir si les contrats dérivés constituent ou non des conventions à exécution successive. En raison notamment de l'existence des appels de

marge, certains n'hésitent pas à le penser<sup>48</sup>, mais cette analyse est contestée par d'autres, qui estiment que les dits appels de marges affectent uniquement les dépôts de garantie auxquels ces contrats sont liés, mais ne sauraient les transformer en contrats à exécution successive<sup>49</sup>.

## 2° Qualifications spéciales

26 - Le critère tiré de l'obligation ou non de transférer la propriété du sous-jacent, déjà rencontré, permet également de déterminer si l'on est en présence ou pas d'une vente. En effet, seuls les contrats qui créent des obligations réciproques de livrer la chose et de payer le prix peuvent être qualifiés de contrats de vente, sans d'ailleurs que la faculté d'un dénouement par le paiement d'une différence ne remette en cause cette qualification. Ce paiement n'est en effet que la conséquence de la compensation des obligations nées du contrat initial de vente et d'un contrat conclu en sens opposé. En revanche, lorsque la nature du sous-jacent ou les termes du contrat excluent la livraison contre paiement d'un prix, la qualification de vente doit être écartée, au profit de celle – majoritairement partagée en doctrine – de pari licite<sup>50</sup>. L'article L. 211-35 du Code monétaire et financier consacre la validité de ces paris financiers en excluant, en la matière, la possibilité d'invoquer l'exception de jeu (C. civ., art. 1965).

27 - Lorsque le contrat est optionnel, la qualification de promesse unilatérale de vente s'impose pareillement s'il y a possibilité de livraison physique lors de l'exercice de l'option, alors que la qualification de pari – voire de promesse de pari<sup>51</sup> – apparaît pertinente lorsque cette livraison est impossible en raison de la nature du sous-jacent, ou n'a pas été prévue au contrat.

28 - La nature juridique des *swaps* est plus délicate, d'autant que leur diversité rend difficile leur qualification générale et systématique. Néanmoins, cette même distinction fondée sur le mode d'exécution du contrat est généralement appliquée par la doctrine, qui estime qu'en l'absence de livraison physique du sous-jacent, le contrat de swap relève de la catégorie des paris financiers autorisés par la loi. La qualification d'échange ne pourrait s'imposer que si le contrat pouvait être exécuté par une permutation « physique » des actifs sous-jacents, chaque partie se donnant alors respectivement une chose pour une autre<sup>52</sup>. On notera toutefois que certains qualifient autrement les *swaps*, de ventes liées, de prêts d'argent garantis par un gage en numéraire, de dépôts d'argent croisé, de doubles subrogations réciproques, d'accords de reprise interne de créance ou de dette<sup>53</sup>, ou même d'opérations sui generis<sup>54</sup>.

29 - Une dernière question, importante, est de savoir si l'opération se traduisant par la conclusion d'un contrat dérivé peut présenter les caractéristiques d'une opération de crédit – soumise pour cette raison au monopole des établissements de crédit – ou pourrait être analysée comme une opération d'assurance, légalement réservée aux sociétés d'assurance. Concernant la qualification d'opération de banque, la question, qui concerne essentiellement les dérivés de crédits et posait le problème de savoir si les OPCVM pouvaient souscrire à de tels produits, a perdu beaucoup de son intérêt depuis la loi de Sécurité financière. La LSF l'a en effet réglée en « contournant la difficulté »<sup>55</sup>, en classant expressément les

41. A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats : Économica* 2007, spéc. n° 351 et s. – M. Jeantin, *Le droit financier des biens*, in *Prospective du droit économique, Dialogue avec Michel Jeantin* : Dalloz, 1999, spéc. p. 5. – Adde P. Pailler, *La notion d'instrument financier à terme* : Th. Paris I, 2008, n° 93 et s.

42. Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 156, p. 238.

43. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, préc., n° 979, p. 587. – Égal. Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 156, p. 238.

44. Pour les termes du débat, V. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, précit., n° 979, p. 587. – Adde, S. Neuville, *Promesse de contrat et contrat d'option*, in *Libre droit, Mélanges en l'honneur de Ph. Le Tourneau* : Dalloz 2008, p. 783. – I. Riassetto, *Dictionnaire Joly Bourse*, V° *Contrats à terme ferme et options*.

45. Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 164, p. 250.

46. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, préc., n° 979, p. 589.

47. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, préc., n° 1088, p. 649, et les auteurs cités en note 1, opposés à cette analyse.

48. Op. cit., n° 1089, p. 650. – A. Gaudemet, préc., n° 157.

49. Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 165, p. 251.

50. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, précit., n° 981, p. 591.

– Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 163, p. 249.

51. Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 174, p. 269.

52. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, préc., n° 1087 et les auteurs cités.

53. A. Gaudemet, préc., n° 71 et s. p. 34 et s.

54. Sur ces diverses qualifications V. P.-A. Boulat et P.-Y. Chabert, *Les swaps. Technique contractuelle et régime juridique* : Masson 1991. – P.-Y. Chabert, *Heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps* : RD aff. int., n° 1, 1989, p. 19. – F. Auckenthaler : JCl. Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2050, n° 22.

55. Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 168, p. 255. – Adde, A. Gaudemet, préc., n° 185 et s.

OPCVM parmi les entités bénéficiant d'une dérogation au monopole des établissements de crédit<sup>56</sup>. S'agissant maintenant de la qualification des contrats dérivés – et la encore, notamment (mais pas exclusivement) des dérivés de crédit – en opération d'assurance, la question reste assez controversée en doctrine. Le mécanisme des contrats dérivés, spécialement en son aspect de couverture d'un risque aléatoire, n'est, il est vrai, guère éloigné *a priori* de l'opération d'assurance, d'autant qu'il s'accompagne du versement d'une « prime » et qu'il opère bien transfert d'une valeur du vendeur de protection vers l'acquéreur de celle-ci en cas de réalisation du risque défini au contrat (l'on vise d'ailleurs souvent en pratique « l'indemnisation » du bénéficiaire dans les dérivés sur événement de crédit). Pour autant, la doctrine rejette majoritairement cette qualification<sup>57</sup>, pour au moins deux raisons : d'une part parce que l'opération reposant sur la conclusion d'un contrat dérivé n'entraîne pas, à la différence du mécanisme assurantiel, d'indemnisation au sens juridique strict. L'obligation du « vendeur de protection » est totalement détachée de l'établissement d'un dommage. D'autre part parce que l'assurance repose sur un principe de mutualisation des risques entre les membres de la collectivité des assurés, qui n'existe pas du tout dans le cas des contrats conclus de gré à gré, et sans doute pas non plus pour ceux qui sont traités sur des marchés réglementés ou organisés, même s'il y a une forme de globalisation des positions et des risques.

30 - Après avoir ainsi examiné comment les risques financiers peuvent être maîtrisés par certains outils contractuels, il convient maintenant de montrer qu'en retour de puissants risques financiers peuvent être générés par ces mêmes outils.

## 2. Les risques financiers générés par ces outils contractuels

31 - Les risques financiers « individuels » susceptibles d'être générés par les contrats dérivés (A) peuvent se transformer en un risque financier « systémique », risque collectif s'il en est (B).

### A. - Les risques individuels

32 - Concernant les parties au contrat dérivé, ils peuvent intervenir à deux moments de la vie de celui-ci, lors de sa formation tout d'abord, au stade de son exécution ensuite. Ces risques suscitent évidemment un besoin de protection renforcée, et nécessitent des mesures adéquates.

#### 1° La protection du consentement des parties aux contrats dérivés

33 - La protection du consentement est particulièrement nécessaire dans les dérivés, tant il s'agit de produits complexes et risqués. Celle-ci peut être assurée tout d'abord, et de manière générale, par la limitation – voire l'annihilation – de la capacité et du pouvoir de certaines personnes à conclure des dérivés, lorsque ceux-ci présentent un caractère spéculatif incompatible avec les intérêts dont ces personnes ont la charge : ainsi, par exemple, des personnes physiques, mais aussi de certaines personnes morales, comme les personnes publiques, les entreprises d'assurance ou les organismes

de placement collectif<sup>58</sup>. Cette protection peut également être obtenue par des mesures permettant de s'assurer de l'intégrité de l'échange des consentements des parties. Conformément à l'analyse traditionnelle, les règles destinées à sanctionner les vices du consentement n'y suffisent pas toujours, et présentent de surcroît le défaut d'être seulement « curatives ». C'est donc en amont, au début du processus de formation des contrats dérivés, qu'il convient d'agir, par des mesures préventives adéquates centrées sur l'information et la réflexion préalables des personnes candidates à la conclusion de ces conventions. Nous n'aborderons pas lesdites mesures, qui sont traitées par ailleurs, dans le cadre des actes de ce colloque, par les professeurs Natacha Sauphanor et Hélène Aubry. On se permettra également de renvoyer sur ce point à la magistrale étude de notre collègue Antoine Gaudemet<sup>59</sup>.

34 - Cependant, la protection du consentement des parties n'est bien évidemment pas suffisante pour garantir entièrement l'exécution des contrats dérivés, lesquels sont des conventions à exécution successive, qui plus est aléatoires, dont l'exécution n'est jamais acquise.

#### 2° La protection de l'exécution des contrats dérivés

35 - Ce problème est essentiellement celui du risque de contrepartie, c'est-à-dire de défaillance du cocontractant. Il est principalement réglé par le mécanisme conventionnel de résiliation-compensation qui permet aux parties qui ont conclu plusieurs dérivés de ramener le risque de contrepartie entre elles du montant brut de leurs engagements à un solde net de compensation. Les dérivés sont conclus dans une convention-cadre, qui prévoit un mécanisme original combinant droit de résiliation unilatérale et compensation (*close-out netting*). En cas de défaillance de l'une des parties, l'ensemble des contrats pendant entre elles peut être résilié. Le préjudice que représente, pour chaque partie, la résiliation de chacun des contrats est alors évalué aux conditions du marché. Après quoi, les indemnités de résiliation sont compensées dans un solde unique, seul exigible entre les parties. On notera que, dans la faillite de la banque Lehman Brothers, ce mécanisme de résiliation-compensation, placé sous l'égide de la directive Collatéral<sup>60</sup> a posé des difficultés particulièrement aiguës<sup>61</sup>. Par ailleurs, pour se protéger contre le risque de l'inexécution des dérivés, la pratique peut en principe recourir à certaines garanties de paiement<sup>62</sup>. La difficulté réside cependant ici dans le fait que le risque de contrepartie né des dérivés est indéterminé – en ce que le résultat définitif d'un tel contrat, en termes de gain ou de perte, dépend des variations de valeur du sous-jacent – et alternatif, puisque ce même résultat est en variation constante au cours de l'exécution du contrat. Comme le fait observer le Professeur Gaudemet, les garanties prises pour l'exécution des dérivés doivent donc pouvoir faire l'objet d'un ajustement périodique, voire être affectées alternativement à la protection d'une partie puis de l'autre. Les praticiens ont développé sous le nom de « collatéral » des garanties réelles originales, qui font une large place à la technique fiduciaire et aux mécanismes d'ajustement de l'assiette<sup>63</sup>. Enfin une autre forme de protection de l'exécution des dérivés peut évidemment résulter de l'intervention de professionnels de qualité, soumis à un agrément administratif et à une réglementation de type prudentiel.

36 - La crise financière aidant, chacun a bien compris que la présence, dans les contrats dérivés, d'un risque de contrepartie élevé entre les parties, susceptible d'amoinrir voire d'anéantir le

56. C. monét. fin., art. L. 511-6, mod. par l'article 58, 3° de la loi 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003.

57. A. Gaudemet, préc., n° 185 et s. – A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et a., *Droit financier*, préc., n° 983 et 1116. – Th. Bonneau et Fr. Drummond, préc., n° 168, p. 257. – S. Agbayissah et M.-A. Lepage, *Les « caps », « floors » et « collars » à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance : RD bancaire et bourse*, 1996, spéc. p. 230 et s. – Contra, A. Gauvin, *La question récurrente de la qualification juridique des dérivés de crédit : RD bancaire et fin.* 2004, p. 211. – Adde, G. Kolifraht, *Les dérivés de crédit : vers une approche juridique : Banque et droit*, janv.-févr. 1999, p. 15. – A. de Lummen, *Contribution à l'étude des dérivés de crédit : Banque et droit*, janv.-févr. 2001, p. 19. – K. Medjaoui, *de quelques risques juridiques liés à l'utilisation des dérivés de crédit*, Mélanges AEDBF France : Rev. Banque éd. 2004, t. 4, p. 216.

58. A. Gaudemet, préc., spéc. n° 275 et s., p. 134 et s.

59. A. Gaudemet, préc., spéc. n° 302 et s., p. 147 et s.

60. *Dir.* 2002/47/CE, 6 juin 2002.

61. V. H. Ekué, *Lehman Brothers : ses métiers, sa faillite. Premiers enseignements*, *Actes prat. ing. sociétaire* 2009, (ss. dir. H. Synvet), spéc. n° 51 et s., p. 10 et s.

62. V. sur ce point A. Couret, H. Le Nabasque (dir.) et alii, *Droit financier*, n° 1227 et s., p. 734 et s.

63. A. Gaudemet, préc., spéc. n° 348 et s., p. 168 et s.

patrimoine de l'un d'eux, fait indirectement peser un risque sur les tiers qui sont en relation avec elles, et principalement les créanciers de la partie défaillante. Certes des voies de droit et des procédures d'insolvabilité permettent, d'une part, aux créanciers de préserver l'assiette de leur gage et, d'autre part, d'organiser des procédures d'alerte ou de sauvegarde, qui doivent en principe prévenir les effets en chaîne que pourrait avoir la cessation des paiements d'un débiteur. Toutefois, comme le fait observer Antoine Gaudemet, le risque de contrepartie peut être tel en matière de contrats dérivés, qu'il emporte avec lui sur son passage, non seulement les créanciers des parties, mais également une multitude d'autres personnes qui sont en relation directe ou indirecte avec elles. Le risque pesant sur les créanciers mute en « *risque de système* », c'est-à-dire en risque pour le système financier tout entier<sup>64</sup>.

## B. - Les risques collectifs (risques systémiques)

### 1° Le cercle vicieux : le réseau d'interdépendance des contrats dérivés et son impact négatif sur la stabilité financière

37 - Les spécialistes s'accordent pour considérer que si les produits dérivés n'ont pas été à l'origine de la crise financière de l'automne 2008, ils ont contribué largement à sa propagation, tout particulièrement les dérivés de crédit<sup>65</sup>, et parmi eux les fameux CDS. Au cours de l'année 2008, ils ont participé à la déconfiture d'établissements financiers comme Bear Sterns, Lehman Brothers<sup>66</sup> ou AIG. Récemment encore ils ont contribué à aggraver les conditions d'endettement déjà éprouvées de l'État grec. L'on voit bien désormais que le marché (au sens large) des produits dérivés est intervenu comme une chambre d'écho, de résonance, des difficultés financières. À deux titres : d'une part parce que ces produits peuvent reposer eux-mêmes sur des contrats qui constituent les sous-jacents, et dans lesquels les parties peuvent être défaillantes. Ensuite parce que les contrats dérivés s'inscrivent dans un vaste réseau dans lequel les intervenants sont largement, les uns avec les autres, en situation d'interdépendance, au-delà même des relations « bi-partites » entre le « vendeur » et « l'acquéreur » de tels contrats. La défaillance de l'un peut entraîner la défaillance de l'autre, et ainsi de suite comme dans un infernal jeu de domino<sup>67</sup>.

38 - S'ajoutent à cela les niveaux élevés de levier qu'autorise ce type d'instrument et qui sont porteurs, par eux-mêmes, de potentiels risques systémiques. C'est le cas notamment dans les contrats d'option, qui peuvent être qualifiés d'hyper spéculatifs en ce sens que les plus-values potentielles du bénéficiaire de l'option bénéficient d'un « effet de levier » par rapport à celles que réaliserait un investisseur sur des titres de financement. Car la plus-value doit être rapportée au montant de la prime et non pas au montant du sous-jacent<sup>68</sup>.

39 - Telle est bien d'ailleurs, comme le rappelle un auteur<sup>69</sup>, l'analyse des économistes, pour lesquels « la présence de puissants effets de levier donne une résonance particulière à ces risques individuels et renforce la probabilité de leur transformation en risque systémique »<sup>70</sup> c'est-à-dire en un « risque de grande ampleur qui résulte de l'apparition de dysfonctionnements dans les systèmes bancaires ou financiers, lorsque l'interaction de comportements individuels, au lieu de déboucher sur des ajustements correcteurs, porte atteinte aux équilibres généraux »<sup>71</sup>.

40 - Dès lors, l'admission de la lutte contre le risque financier systémique s'impose en tant que composante de l'ordre public économique. Toutefois, il a été bien montré que le droit des dérivés ne peut plus seulement être ordonné à la prévention du risque de système. Il est en effet devenu le jeu d'une concurrence entre les droits nationaux, de sorte qu'il porte également en lui l'enjeu de la compétitivité internationale des places financières<sup>72</sup>. Cela explique que l'entrée dans le cercle vertueux de l'encadrement normatif des produits dérivés ne se fasse pas sans quelques difficultés, obstacles et atermoiements.

### 2° Le cercle vertueux : la volonté d'encadrement normatif des contrats dérivés

41 - La volonté d'encadrement normatif des « produits dérivés » s'est considérablement accrue ces derniers temps, en se concentrant principalement, mais pas exclusivement<sup>73</sup>, sur les contrats de gré à gré. Les spécialistes estiment en effet qu'ils constituent l'une des causes principales de la propagation endémique de la crise financière, en raison de l'insuffisance de transparence de ces « marchés », qui rend extrêmement difficile et arbitraire l'estimation du prix du risque que ces instruments à terme ont pour fonction de couvrir et conduit même à une sous-évaluation des risques<sup>74</sup>.

42 - Aux réflexions déjà engagées par la Commission européenne au cours de l'année 2009, et qui ont donné lieu à deux communiqués les 3 juillet et 20 octobre 2009<sup>75</sup>, puis à celles formulées par le rapport « De Larosière »<sup>76</sup>, s'est ajoutée début 2010 une prise de position du parlement européen<sup>77</sup> ; sans parler des interventions politiques communes du président français, de la chancelière allemande et du président de l'Eurogroupe en mars 2010<sup>78</sup>, demandant que des propositions fortes soit faites pour encadrer les

soit une plus-value de 50, de laquelle il faut retirer le montant de la prime. Au final la plus-value est de 40 (50-10), qui doit être rapportée à la mise initiale qui correspond au montant de la prime (10). Et surtout il faut constater que dans le premier cas l'acquisition n'a pu porter que sur une action de 100, alors que dans le second il a été possible avec la même mise de départ d'acquies 10 options d'un montant de 10. On peut mesurer ainsi l'intérêt du mécanisme de l'option, et son effet de levier considérable : dans un cas la plus-value a été de 50, dans l'autre de 400.

64. *Op. cit.*, n° 458 et s., p. 225 et s.

65. Les dérivés de crédit ont été qualifiés par le milliardaire américain « d'armes financières de destruction massive », V. N. Freiha et R. Feghali, *Le développement des dérivés de crédit se confirme : Banque juin 2003*, n° 648, p. 57. - V. aussi A. Pujal, *Des risques inhérents à ne pas sous-estimer : Banque*, nov. 2002, n° 641, p. 22.

66. Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers Holding inc. et plusieurs de ses filiales américaines furent placées sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites. Il s'est avéré que la banque était contrepartie dans de très nombreuses opérations sur produits dérivés. Le nombre de contrats en cours était particulièrement élevé (930 000 contrats) et un risque systémique était évoqué par certains, en raison des montants en jeu et de la place de cette société parmi les banques d'affaires, V. *Lehman Brothers : ses métiers, sa faillite. Premiers enseignements : Actes prat. ing. sociétaire, préc.*

67. C'est d'ailleurs ce qu'à expressément constaté la Commission Européenne dans ses deux communiqués des 3 juillet et 20 octobre 2009 sur les produits dérivés, V. *infra*.

68. Un simple exemple permet de s'en convaincre : en faisant l'acquisition d'une action d'une valeur de 100, dont le cours monte à 150 en trois mois, la plus value réalisée est de 50 %. Si durant la même période l'opération est réalisée sous forme d'un contrat optionnel, une option d'achat à trois mois sur cette même action est « acquise » moyennant une prime de 10, pour un prix d'exercice de 100. Au terme, il est possible d'acquies 100 une action qui vaut 150,

69. A. Gaudemet, *préc.*, n° 270 et s., p. 130 et s.

70. Ch. De Boissieu et M. Aglietta, *les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique* : *Bull. COB sept. 1994*, n° 283, p. 62.

71. M. Aglietta, *Le risque de système* : *Revue d'économie financière*, mars 1991, n° 18, p. 63.

72. A. Gaudemet, *préc.*, n° 546, p. 271.

73. Les dérivés sur matières premières sont également stigmatisés, accusés qu'ils sont d'être l'une des principales causes de la volatilité du prix de ces derniers, V. G. Maujean, *Paris presse Bruxelles de réguler les dérivés de matières premières* : *Les Echos*, 1<sup>er</sup> sept. 2010.

74. V. A. Reygrobelle, *Quel encadrement normatif pour les « produits dérivés » ?* : *RTDF 2010*, p. 73 et s.

75. COM20090332, « *Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides* », 3 juill. 2009. - COM20090563, « *Mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides*, 2 oct. 2009.

76. J. De Larosière, *The high-Level Group on Financial Supervision in the EU*, chaired by, Bruxelles, 25 février 2009 : [http://ec.europa.eu/international\\_market/finances/docs/de\\_Larosiere\\_report\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/international_market/finances/docs/de_Larosiere_report_fr.pdf).

77. W. Langen, *projet de rapport sur des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides*, Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement, 2010/2008INI, 11 févr. 2010.

78. « *Lettre commune adressée au Président de la Commission européenne, J.-M. Barroso, et au Président du Conseil de l'Union européenne, J.-L. Zapatero* », 11 mars 2010.

ventes à découvert, les dérivés de crédit et réduire de façon harmonisée le délai de règlement / livraison des titres en Europe.

43 - Parallèlement, mais avec une célérité plus grande, les États-Unis se sont engagés dans une réforme comparable des produits dérivés<sup>79</sup>. Celle-ci s'est principalement traduite par le vote au sénat le 12 juillet 2010 de la réforme de Wall Street et de protection du consommateur (« *Wall Street Reform Act* »<sup>80</sup>, texte colossal de plus de 2.300 pages qui encadre effectivement les produits dérivés<sup>81</sup>.

44 - Au niveau communautaire, le projet de réforme des marchés de gré à gré a donc pris un retard certain, non seulement par rapport aux propres objectifs de l'union européenne, mais également au regard de l'avancée des États-Unis, ce qui, s'agissant de réglementer ici une activité financière mondialisée, est naturellement de nature à générer un risque que la législation fédérale américaine produise des effets extraterritoriaux et, prime au premier entrant, contraigne les autres régulateurs étrangers à se positionner par rapport à ses normes<sup>82</sup>.

45 - On notera toutefois que le 7 juin dernier a été rendu le Rapport Langen sur les actions politiques futures à mener au sein de l'Union européenne relativement aux marchés de produits dérivés<sup>83</sup>. Il serait trop long de développer ici les préconisations de ce rapport. On retiendra seulement que, d'une part, l'objectif est de ne pas se limiter à de simples mesures d'ajustement technique décidées par les opérateurs eux-mêmes dans le cadre de structures de coopération interprofessionnelle (autorégulation), mais de réglementer et, d'autre part, que les trois axes principaux de ce projet de réglementation seraient i) l'accroissement de la transparence des marchés (au sens large) de produits dérivés, ii) « l'institutionnalisation » de ces marchés par le recours accru et systématisé, toutes les fois où cela est possible ou nécessaire, à la technique de la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré, iii) une distinction accrue entre les produits dérivés utilisés à des fins de protection contre les risques – dont l'utilité économique est incontestable – et ceux utilisés à des fins purement spéculatives. Dans la foulée, le Parlement européen a adopté le 15 juin dernier

une résolution sur le marché des produits dérivés, donnant lieu à l'ouverture de consultations publiques de la Commission européenne sur le sujet.

46 - Mais force est de constater que la mise en place d'une réglementation sur ces questions n'est en réalité guère aisée, car la crainte des professionnels des places européennes est grande de voir l'adoption de mesures réglementaires trop contraignantes les désavantager au profit des banques américaines qui pourraient y gagner un sérieux avantage concurrentiel. D'ores et déjà les professionnels de la place de Paris par exemple, s'ils se montrent favorables à une réforme de l'encadrement des produits dérivés au niveau européen, recommandent de limiter les coûts et les contraintes réglementaires<sup>84</sup>. Dans le même esprit, les entreprises industrielles européennes sont en voie d'obtenir de la Commission européenne<sup>85</sup> qu'elle ne leur impose pas de centraliser la compensation des opérations sur produits dérivés qu'elles réalisent de gré à gré pour se couvrir dans le cadre de leur activité, sous peine qu'elles soient défavorisées par rapport à leurs homologues américaines qui en sont exemptées<sup>86</sup>.

47 - On observera enfin qu'en France la loi n° 2010-1259 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière vient de créer un Conseil de régulation financière et du risque systémique, mais surtout d'encadrer en partie les produits dérivés (en leur étendant le contrôle des abus de marchés), de renforcer les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers pour contrôler les marchés dérivés, et de limiter les ventes à découvert, en posant un principe d'interdiction assortie de certaines exceptions : soit le vendeur dispose effectivement des titres à vendre ou à livrer (par emprunt par exemple) soit il a pris des « assurances raisonnables » quant à la possibilité de disposer des titres au moment de leur livraison<sup>87</sup>.

48 - L'avenir seul dira si le cercle vertueux d'un encadrement normatif des marchés de produits dérivés parviendra à tourner aussi rond qu'il serait souhaitable...

**Mots-Clés :** Contrats financiers - Instruments dérivés  
Instruments financiers - Instruments dérivés  
Risques financiers - Instruments dérivés

79. Z. Sekfali, *Réforme de la réglementation financière aux États-Unis : consensus sur les objectifs, mais débats sur les propositions* : Rev. Banque, oct. 2009, p. 66. – H. de Vauplane et D. Mariot-Thoreau, *La réglementation des produits dérivés après le G 20 de Pittsburgh* : Rev. Banque, nov. 2009, p. 81.

80. Loi dite également « *Dodd-Frank* » du nom des deux sénateurs qui en sont les principaux artisans.

81. La loi édicte sur ce point les principales règles suivantes : obligation d'échanger tous les produits dérivés normalisés par le biais de chambre de compensation, ce qui permettra de rendre le marché transparent et plus facile à réguler. Interdiction pour les Banques d'échanger des produits dérivés, sauf pour se prémunir contre certains risques ou s'il s'agit de contrats de couverture contre le risque de taux d'intérêt ou de taux de change. Enfin les banques devront scinder sous deux ans leurs activités de salle de marché relatives aux autres types de dérivés, comme les contrats contre le risque de défaut de pays ou d'entreprises.

82. A. Reygrobellet, *préc.*, spéc. n° 6. – A. Gaudemet, *La réforme des marchés dérivés de gré à gré : les causes d'un retard* : D. 2010, p. 1038.

83. W. Langen, *Rapport sur les marchés de produits dérivés : actions politiques futures*, 7 juin 2010.

84. V. par exemple les positions de l'Association Française des Marchés Financiers (Amafi), l'Association Française de Gestion Financière (AFG), ou la Fédération Française Bancaire (FFB), en réponse à la consultation du Comité Européen des Régulateurs de Bourse (CESR).

85. L'Association Française des Trésoriers d'Entreprises (AFTE) à ainsi répondu à la consultation publique de la Commission européenne en prenant des positions qui vont à l'encontre de nombreux points du projet de régulation, V. *Option Finance*, lundi 19 juill. 2010, n° 1086, p. 4.

86. Elles mettent en avant leur besoin de prestations sur mesures plutôt que de produits dérivés standardisés, et redoutent que les éventuels appels de marge liés à une compensation centralisée ne dégradent dangereusement leur trésorerie. En revanche il ne devrait pas y avoir d'exemption quant aux obligations de reporting. Tout comme les établissements financiers, les entreprises industrielles devraient transmettre aux superviseurs leurs positions sur tous les produits dérivés au-dessus d'un certain seuil à déterminer par la future autorité européenne de surveillance des marchés.

87. V. Th. Bonneau, *Commentaire de la loi n° 2010-1259 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière* : JCP E 2010, 1966, spéc. n° 6, 7, 21 et 22.