



## LE MOT DE LA SEMAINE

### CREDIT DEFAULT SWAPS

802

#### Un encadrement nécessaire



Par DIDIER MARTIN,  
avocat associé, Bredin Prat

**L'**innovation financière a permis, ces dernières années, la création de techniques nouvelles de protection contre différents risques, dont l'insolvabilité d'un débiteur. Tel est l'objet des *Credit Default Swaps* (CDS), qui permettent à un créancier, cherchant à se défaire de son « risque crédit », de demander à une contrepartie, moyennant le paiement d'une prime, d'assumer le risque d'absence de paiement du débiteur.

Afin d'assurer la sécurité des transactions, le G20 a annoncé dès 2008, la création de chambres de compensation devant se substituer à celui qui s'est engagé à payer et qui n'aurait pas respecté ses engagements. Se prémunir d'une telle situation devenait indispensable. En 2009, le marché des CDS était estimé à près de trente cinq mille milliards de dollars. L'efficacité d'une telle mesure est à relativiser : de nombreux CDS, faute d'être standardisés, ne peuvent être négociés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation. Le CDS n'en demeure pas moins un instrument permettant aux banques de consentir des prêts en se couvrant de l'insolvabilité de leur emprunteur. La prime varie en fonction de l'évolution du marché, censé refléter l'appréciation du risque.

Ces titres peuvent également être utilisés à des fins spéculatives susceptibles d'affecter la situation de l'emprunteur. Tel a été le cas avec les emprunts grecs. En complément des achats de CDS à titre de protection du défaut de paiement de l'État grec, les interventions spéculatives à découvert se sont multipliées et ont contribué à faire augmenter la prime. Les prêteurs, prenant en compte cette augmentation, ont exigé un taux d'intérêt supérieur, atteignant 10 %, ce qui entraîna une aggravation de la dette et une dégradation de la situation de l'État. L'instrument de protection est devenu un instrument d'analyse.

Le projet de loi de régulation bancaire et financière, adopté en première lecture par l'Assemblée nationale et devant être soumis

au Sénat à l'automne, prévoit la remise par le Gouvernement, d'ici au 31 décembre prochain, d'un rapport sur la possibilité d'interdire les ventes à découverts de dérivés de défaut de crédit couvrant l'éventuelle défaillance d'une dette souveraine. L'Allemagne a prohibé ces opérations à titre temporaire jusqu'en mars 2011. L'efficacité d'une telle mesure ne semble cependant pouvoir être assurée que s'il s'agit d'une initiative partagée par les membres du G20 et par ceux de l'Union européenne. À défaut, les intervenants réaliseront leurs transactions dans les pays ne les interdisant pas. Le projet de loi de régulation bancaire et financière prévoit également que les instruments liés à un instrument admis sur un marché réglementé ou organisé devront être soumis à la réglementation concernant les abus de marché : opérations d'initiés, manipulation de cours et fausse information.

La Commission européenne avait relevé en 2009 un nombre croissant d'abus de marché réalisés par le biais de certains produits dérivés. La directive et la réglementation française ne s'appliquent qu'à des instruments financiers dont la valeur dépend de celle d'un instrument financier lui-même admis sur un marché réglementé ou organisé. Or, la valeur d'un instrument dérivé comme le CDS ne dépend pas de la valeur des actions du débiteur, contrairement à ce qui est relevé par le rapport du projet de loi de régulation bancaire et financière à la Commission des finances. Lorsque le CDS a pour sous-jacent un emprunt d'État, il est « lié » à celui-ci, mais un tel lien n'existe pas entre le CDS couvrant le risque de défaut d'une société cotée et les actions de celle-ci.

Il reviendra à l'AMF de donner la définition pertinente dans son Règlement général en s'inspirant probablement de celle envisagée par le CESR (comité réunissant les régulateurs financiers européens mis en place par une décision de la Commission européenne du 6 juin 2001) qui permet d'inclure tous les instruments financiers pour lesquels un changement de valeur est susceptible de modifier le cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou organisé.

En outre, un grand nombre de CDS devraient continuer d'être négociés sans passer par une chambre de compensation, ce qui pose le problème de la traçabilité des opérations ainsi réalisées. Le projet de loi prévoit l'extension de l'obligation de déclaration de soupçon aux opérations sur « instruments liés » mais là encore une obligation d'enregistrement de ces opérations doit être prévue au niveau européen pour qu'elle soit efficace.