

Les credit default swaps: réflexions sur le droit européen des marchés financiers et ses effets extraterritoriaux

JEAN-FRANÇOIS MION

DIKE 

Table des matières

Préface.....	V
Sommaire	VII
Table des matières.....	IX
Table des abréviations.....	XIX
Bibliographie	XXIII
Partie I : Les <i>Credit Default Swaps</i> (CDS) en tant que dérivés de crédit.....	1
Chapitre 1 : Introduction	3
I. L'identification des CDS.....	3
II. L'historique des réglementations sur les CDS.....	6
1. L'absence de réglementations à l'origine	6
1.1 Les marchés des dérivés à l'origine sans réglementation.....	6
1.2 Les marchés des dérivés à l'origine organisés par des réglementations privées.....	7
2. L'introduction des réglementations	8
2.1 Une réponse réglementaire à la crise financière de 2007–2008	8
2.2 La crise de la dette de la zone euro de 2011	11
a) Une augmentation de l'endettement souverain.....	11
b) Les conséquences pour les États.....	12
2.3 La récente crise sanitaire du COVID-19.....	13
III. Des problématiques très diverses posées par les CDS et leurs réglementations	15
1. La nécessaire appréciation du contrat de CDS au regard des systèmes juridiques pertinents et son mode de fonctionnement	15
2. Des dispositions réglementaires s'appliquant à un contrat de droit privé	15
3. Des contreparties concernées par des réglementations étrangères	16
4. La compétitivité de la place suisse	18
Chapitre 2 : Le risque de crédit au cœur des <i>Credit Default Swaps</i>	21
I. La notion de dérivé de crédit	21
1. Éléments descriptifs.....	21
1.1 L'objet du dérivé de crédit.....	21
1.2 Les caractères du dérivé de crédit	23
2. L'opération de transfert de risques	24
2.1 Sur le plan économique	24
2.2 Sur le plan systématique.....	25

II. Le transfert de risque source de risques.....	26
1. La délimitation entre les différents risques.....	26
1.1 La mise en exergue de cette distinction par l'existence de contrats dérivés différents	26
1.2 Le risque de marché à l'origine du risque de crédit	28
2. Les contagions provoquées par le transfert des risques.....	29
2.1 L'affaire Archegos en matière de risque de marché	29
a) Le défaut de la société américaine Archegos.....	29
b) L'illustration des connexions entre les différents risques	30
2.2 Le cas A.I.G. et l'affaire Abacus en matière de risque de crédit	31
a) Le cas de l'assureur A.I.G.....	31
b) L'affaire du fonds Abacus	33
Partie II : Le Credit Default Swap: un contrat sui generis standardisé par la pratique.....	35
Chapitre 3 : Éléments d'identification préliminaires et genèse	37
I. La structure du CDS	37
1. Les paramètres du CDS	37
1.1 Les éléments périmétriques du contrat.....	37
a) L'entité de référence et l'actif sous-jacent	37
b) Le montant notionnel.....	38
c) La maturité	38
1.2 Les éléments financiers du contrat	39
a) La prime et le <i>spread</i>	39
b) Le calcul de la prime et l'évolution du <i>spread</i>	40
2. Les différents types de CDS	41
2.1 Les CDS single name	42
2.2 Les CDS multi name	43
a) Les CDS <i>multi name</i> « <i>nth to default</i> ».....	43
b) Les CDS indiciels	45
II. Les fonctions du CDS.....	47
1. Un instrument polyvalent	47
1.1 Le CDS en tant qu'instrument de transfert de risques.....	47
a) Le CDS en tant qu'instrument de couverture	47
b) Le CDS permettant de créer des produits structurés.....	48
1.2 Le CDS en tant qu'instrument de performance.....	49
2. Un marché instrumentaire	50
2.1 La valorisation d'un risque de crédit.....	50
a) La composition du risque de crédit.....	51
b) Le mécanisme de valorisation du risque de crédit.....	52
c) L'appréciation du risque de crédit selon le type de CDS.....	53
2.2 L'amélioration de la liquidité du marché sous-jacent.....	54

Chapitre 4 : De la pratique contractuelle à la standardisation du contrat.....	55
I. L'importance des standards internationaux	55
1. La pluralité des droits des marchés financiers à l'origine de la <i>soft law</i>	55
1.1 Les champs territoriaux des marchés des dérivés et des réglementations nécessairement différents.....	56
a) Les contreparties confrontées naturellement à des droits différents	56
b) La <i>soft law</i> comme compromis entre les réglementations	56
1.2 Les dispositions impératives de certains ordres juridiques au cœur des enjeux	58
2. L'importance de l'ISDA Master Agreement.....	59
2.1 Des caractères de loi optionnelle.....	59
a) Une condition d'accès au marché des CDS	60
b) Une mise à jour continue de la documentation	60
2.2 Un contrat réglementaire	61
a) L'articulation entre problèmes de marché et problèmes transactionnels.....	61
b) L'offre de solution aux deux problèmes de l'ISDA Master Agreement.....	62
3. L'ISDA en qualité de législateur innommé	63
3.1 Des fonctions législatives attribuées par les autorités de régulation	63
a) Des collusions favorisées par les CDS non couverts	63
b) L'affaire Hovnarian	64
3.2 Des fonctions législatives attribuées par les tribunaux.....	65
II. L'ISDA Master Agreement – un contrat universel	67
1. L'organisation des rapports contractuels	68
1.1 L'architecture des contrats liant les contreparties.....	68
a) Le contrat-cadre s'appliquant à l'ensemble des relations entre les contreparties	68
b) Le document ponctuel applicable à chacune des opérations	70
1.2 Une documentation standardisée	71
a) Le rôle de l'ISDA.....	71
b) La standardisation du contrat au service du marché des CDS	72
1) L'importance de la maîtrise juridico-judiciaire	72
2) La gestion du risque de contrepartie.....	73
2. Les contrats-cadres aux services des contreparties.....	73
2.1 Les clauses et conventions.....	74
a) Les dispositions introductives et transitoires	74
1) Les références aux définitions – section 14.....	74
2) La conformité des contreparties	75
3) Le <i>for</i> et droit applicable	75
b) Les conventions relatives à l'exécution et au dénouement du contrat	76
1) Les conventions de <i>flawed assets-conditionality</i>	76
2) Les conventions de <i>close-out netting</i> ou résiliation-compensation...	80

Table des matières

2.2 L'impact du Brexit.....	84
a) Les enjeux du nouveau contrat-cadre de droit français	84
b) Les adaptations nécessaires.....	85
1) L'adaptation du droit au contrat.....	85
2) L'adaptation du contrat au droit.....	87
3) L'adaptation de la procédure au contrat	88
3. La réalisation du contrat de CDS.....	89
3.1 L'événement de crédit	89
a) Les définitions de l'ISDA.....	89
b) Le processus de l'entérinement d'un événement de crédit	92
3.2 Les modalités de règlement.....	94
a) Le règlement physique.....	94
b) Le règlement en numéraire	94
c) Le règlement par vente aux enchères.....	95
III. L'expression de la liberté contractuelle en droit international privé	95
1. Les conventions de prorogation de for.....	95
1.1 Les conventions exclusives de prorogation de for	96
a) La convention de La Haye du 30 juin 2005.....	96
b) La convention de Lugano révisée et le règlement Bruxelles I bis	98
c) La primauté des dispositifs internationaux sur les instruments de droit national	99
1.2 Les conventions non exclusives de prorogation de for	100
2. Les conventions d'élection de droit.....	101
2.1 L'importance de l'encadrement de la loi applicable.....	101
2.2 Les réserves au libre choix des parties	102
a) Les réserves des lois de police de l'État de la situation contractuelle	102
b) Les réserves des lois de police du droit communautaire appliquées par l'État membre du for.....	103
Chapitre 5 : La qualification juridique du contrat au service de la pratique.....	105
I. L'existence d'un contrat <i>sui generis</i>	105
1. Un contrat hors normes.....	106
1.1 L'appréciation du CDS à l'égard des différentes formes de contrats	106
a) La notion de contrat en droit civil et en <i>common law</i>	106
b) Un contrat synallagmatique conclu à titre onéreux.....	109
c) Un contrat conclu de gré à gré	109
d) Un contrat à exécution successive	110
e) Un contrat conclu <i>intuitu personae</i>	110
1.2 L'impossibilité de qualifier le contrat de CDS	111
a) Le contrat de CDS différent du contrat d'échange.....	111
b) Le contrat de CDS différent du contrat de vente.....	113

c) L'indépendance du contrat de CDS le différenciant des garanties.....	113
d) La conséquence de ces disqualifications du contrat de CDS	117
2. Les exceptions profitant au contrat de CDS	119
2.1 L'exception en matière de jeu et pari.....	119
2.2 Les exceptions sous conditions en matière de droit des entreprises en difficulté	120
a) Le régime de droit français des entreprises en difficulté inapplicable au contrat de CDS.....	121
b) Éléments de comparaison avec le droit anglais des <i>Insolvency Rules</i>	123
c) L'exception en droit suisse de la faillite comparable à celle du droit anglais.....	124
II. La délimitation entre le contrat de CDS et le contrat d'assurance	125
1. La gestion du risque.....	126
1.1 Une volonté commune aux deux contrats d'assurer un risque	126
1.2 L'absence de mutualisation des risques dans le système du CDS.....	128
2. La dimension pécuniaire du contrat.....	129
2.1 L'absence de caractère indemnitare dans le CDS.....	129
2.2 L'absence d'intérêt impérativement assurable dans le CDS	131
III. Conclusions préliminaires de la Partie II.....	132
 Partie III : De l'omniprésence des dispositifs réglementaires contraignant la liberté contractuelle.....	 135
Chapitre 6 : Une volonté d'encadrement du contrat de <i>Credit Default Swap</i>	137
I. Un contrat identifié par le droit réglementaire.....	137
1. En droit communautaire	137
2. En droits nationaux.....	138
2.1 En droit français	138
2.2 En droit anglais.....	139
2.3 En droit suisse	139
II. Le mécanisme du CDS (re)qualifié par le droit administratif européen.....	140
1. La notion de position courte commune à tous les CDS.....	141
1.1 L'identification de la vente à découvert en tant que position courte	141
1.2 Le CDS en tant que position courte en raison d'un avantage conféré à la baisse.....	142
1.3 La qualification explicite de position courte du CDS souverain	143
2. L'exigence d'un intérêt assurable pour le CDS souverain absente pour le CDS entreprise.....	143
2.1 L'absence de considération du droit civil	143
2.2 L'interdiction des CDS souverains non couverts basée sur la notion d'intérêt assurable.....	144

Chapitre 7 : Des contraintes à géométrie variable pour les <i>Credit Default Swaps</i>	145
I. L'introduction du règlement SSR	145
1. Circonstances et objectifs	145
1.1 La stabilité du marché de la zone euro recherchée.....	145
a) Le contexte d'adoption du règlement en pleine crise de la dette souveraine de la zone euro.....	146
b) Des éléments clef du système financier identifiés.....	148
1.2 Une volonté du législateur de se prémunir contre de futures crises.....	150
2. Le champ d'application du règlement	151
2.1 Le champ d'application matériel.....	152
a) En matière d'émetteurs entreprises.....	152
b) En matière d'émetteurs souverains	154
2.2 Le champ d'application territorial.....	156
II. L'articulation du règlement entre émetteurs souverains et entreprises.....	157
1. Les différents régimes prévus par le règlement.....	157
1.1 L'interdiction de conclure des CDS souverains non couverts.....	157
a) La relation entre le CDS et la dette souveraine modifiée.....	158
b) La faculté de suspension de l'interdiction, témoin d'un risque de défaillance des marchés.....	159
1.2 La couverture synthétique par CDS souverains autorisée.....	161
a) L'intérêt assurable de nouveau au centre des enjeux	162
b) Le critère de corrélation	163
c) Le critère de proportionnalité.....	166
d) La gestion du risque de contrepartie	167
1.3 La comparaison avec les restrictions permanentes applicables en matière de ventes à découvert.....	168
a) Un modèle d'interdictions similaire aux CDS souverains.....	168
b) Un dispositif de transparence via notification relativement homogène...	168
c) Un dispositif de publication plus circonscrit	171
d) L'absence de la dette des entreprises	172
2. L'approche différente entre CDS souverains et CDS entreprises.....	173
2.1 Les CDS souverains non couverts interdits.....	173
a) Les approches distinctes de la Commission européenne et du Parlement européen.....	173
b) L'intérêt assurable toujours constitutif du pilier de réflexion central....	174
c) La considération des marchés des risques de crédit.....	174
2.2 L'absence de restrictions permanentes des CDS entreprises.....	177
a) Le paradoxe de l'absence de restrictions permanentes des CDS entreprises	177
b) La fragmentation réglementaire entre CDS souverains et CDS entreprises	178
c) L'existence d'une faculté de contrôle des CDS entreprises	179

3. Des exemptions en vue de corriger les effets indésirables du règlement	181
3.1 Les activités concernées par l'exemption.....	181
a) Les activités de tenue de marchés.....	181
b) Les activités de spécialiste en valeurs du Trésor	182
3.2 La nature des exemptions	182
a) Des exemptions aménagées suivant le type de bénéficiaire.....	182
b) Les exemptions également soumises à un régime de transparence	183
3.3 La liquidité des marchés comme élément pivot des exemptions	184
III. Éléments de comparaison avec le droit suisse.....	185
1. Les ventes à découvert non couvertes interdites en 2008.....	185
2. L'autorégulation de la SIX Swiss Exchange	186
Chapitre 8 : De l'extraterritorialité des dispositifs réglementaires.....	187
I. La nécessaire étude préalable du règlement EMIR	187
1. La gestion du risque à la présidence du règlement EMIR.....	187
1.1 Une volonté de maîtrise du risque de contrepartie.....	187
a) L'introduction d'une obligation de compensation centrale.....	188
b) Des mesures d'atténuation des risques pour les contrats non compensés	192
1.2 Une volonté d'évaluation des risques systémiques	194
a) Le fonctionnement d'un nouveau système de <i>reporting</i>	194
b) Le <i>reporting</i> au service de la transparence	196
1.3 Des exemptions bénéficiant aux acteurs publics	198
2. L'application extraterritoriale du règlement EMIR	199
2.1 Un champ d'application extraterritorial relativement large	199
a) Une réplcation du champ d'application territorial aux contreparties situées dans des États tiers	199
b) Un champ d'application autonome basé sur les contrats ayant « un effet direct, substantiel et prévisible dans l'Union ».....	201
c) Un dispositif anti-contournement	204
2.2 Le principe de réciprocité dans l'application extraterritoriale	206
a) Un contrôle des réglementations étrangères	206
b) Un double instrument au service de l'application extraterritoriale du règlement.....	207
c) Un nombre négligeable de décisions de reconnaissance en pratique...	208
d) L'absence de reconnaissance du droit suisse	208
II. L'ambitieux champ d'application extraterritorial du règlement SSR.....	211
1. Un champ d'application extraterritorial différent par émetteur.....	212
1.1 Un champ d'application extraterritorial sans limite pour les émetteurs souverains	212
1.2 Un champ d'application restreint pour les émetteurs entreprises.....	213

2. L'assistance du règlement EMIR à l'application extraterritoriale du règlement SSR	214
2.1 Un moyen d'identification des CDS supplémentaire	215
2.2 Une remontée de l'information organisée	216
III. Conclusions préliminaires de la Partie III	218
Partie IV : De l'interventionnisme de l'Union européenne.....	221
Chapitre 9 : L'attribution des pleins pouvoirs aux autorités financières	223
I. L'articulation des compétences attribuées aux autorités compétentes.....	223
1. Les compétences attribuées aux autorités nationales	223
1.1 Des compétences à effets court terme fondées sur des baisses significatives de prix.....	223
a) Le pouvoir de restriction.....	223
b) La caractérisation de la baisse significative de prix.....	225
1.2 Des compétences à effets long terme fondées sur des circonstances exceptionnelles	226
a) Des pouvoirs diversifiés.....	226
b) L'exigence de la stabilité financière menacée.....	228
2. L'exercice partagé des compétences.....	229
2.1 Le partage des compétences suivant le type de décision.....	229
a) La compétence des autorités compétentes	229
b) La nécessité d'un consensus en présence de situations transfrontalières.....	230
2.2 Les difficultés pratiques dans la mise en œuvre des procédures	231
II. Des compétences importantes attribuées à l'AEMF.....	232
1. Un réel pouvoir d'intervention	232
1.1 Le rôle de coordinateur attribué à l'AEMF	233
a) L'AEMF en tant que coordinateur	233
b) L'AEMF en tant qu'arbitre.....	233
1.2 Le rôle d'intervenant conféré à l'AEMF	234
a) Les conditions préalables à la prise de mesures.....	234
b) Un pouvoir important au champ d'application articulé autour du type d'émetteur	235
c) Un pouvoir d'une autonomie relativement importante	236
2. Un pouvoir de régulation.....	238
2.1 Un pouvoir contesté.....	238
a) Une argumentation fondée sur les principes jurisprudentiels de délégation de pouvoirs et d'adoption d'actes quasi-législatifs	238
b) Une argumentation fondée sur le non-respect du TFUE.....	241
2.2 Le rôle politique attribué à l'AEMF.....	242
a) Un rôle préparé dès la création de l'AEMF	242
b) Un rôle renforcé par le règlement et la CJUE.....	243

III. L'application pratique du règlement SSR.....	245
1. L'utilisation des restrictions sur émetteurs entreprises préférée à celle sur émetteurs souverains.....	245
1.1 Les autorités compétentes nationales concentrées sur les émetteurs entreprises.....	245
1.2 Les émetteurs entreprises partiellement ciblés durant la crise du COVID-19.....	247
2. L'enforcement du règlement SSR.....	250
2.1 La procédure d'enforcement.....	250
2.2 Une volonté d'autonomiser les sanctions par les États membres.....	251
Chapitre 10 : Les effets du règlement dans les rapports contractuels.....	253
I. L'illustration de la dualité du droit public et privé.....	253
1. Le droit général des contrats sous l'emprise d'un régime administratif.....	253
1.1 Le droit administratif en tant qu'instrument de globalisation.....	253
1.2 L'incidence du droit communautaire sur le droit des contrats.....	255
2. L'absence de prescriptions civiles aux termes du règlement SSR.....	256
2.1 L'articulation des interdictions du droit réglementaire.....	257
2.2 L'enforcement du règlement concentré sur le volet administratif?.....	258
II. L'influence de l'interdiction relative aux CDS contenue aux termes du règlement ...	260
1. <i>Quid</i> de la qualification de l'interdiction en loi de police?.....	260
1.1 La qualification de loi de police.....	261
a) La notion de loi de police.....	261
b) L'application des lois de police.....	262
1.2 La sauvegarde de l'ordre public économique par le règlement.....	264
a) La notion d'ordre public économique.....	264
b) L'interdiction de conclure des CDS souverains non couverts au titre de la sauvegarde de l'ordre public économique.....	265
1) En matière d'ordre public économique européen.....	266
2) En matière d'ordre public économique international.....	266
2. Les conséquences de la qualification de l'interdiction de conclure des CDS souverains non couverts.....	267
2.1 La nullité absolue du contrat passé.....	268
a) Le type de nullité.....	268
b) Les effets de la nullité absolue.....	268
c) La question du risque systémique.....	270
2.2 L'interrogation demeurant sur l'effectivité de l'interdiction.....	271
a) La question de la prise en considération des lois de police par les juridictions étrangères à l'UE.....	272
1) En présence d'une seule contrepartie établie en UE.....	272
2) En présence de deux contreparties établies hors UE.....	274
b) Le contrôle <i>a posteriori</i> des jugements étrangers hors UE.....	274
c) Le contrôle <i>a posteriori</i> des sentences arbitrales hors UE.....	275
Chapitre 11 : Conclusion.....	277