

L'approbation de la convention cadre de PSA-ISMA sur les pensions

Le gouverneur de la Banque de France vient d'approuver sous quelques réserves la convention cadre de PSA-ISMA. Celle-ci nécessite néanmoins des interprétations quant aux modalités des pensions livrées, à la nature des titres ou à leurs conditions de livraison.

Jacques Pickering
Avocat à la cour
Clifford Chance

■ Par une lettre du 27 juin 1997 adressée à l'International Securities Market Association (ISMA), Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, a approuvé sous certaines conditions la convention cadre sur les pensions publiée par l'ISMA et la Public Securities Association (PSA). Cette approbation facilite l'accès des établissements financiers français au marché international des pensions.

D'un point de vue économique, la pension consiste, pour un emprunteur, à obtenir une avance de fonds moyennant la remise de certaines valeurs négociables. A l'échéance de la pension, l'emprunteur reprend les valeurs qu'il avait remises, rembourse l'avance qui lui avait été consentie et verse au prêteur une rémunération pour le service rendu. Les valeurs ainsi remises au prêteur puis reprises par l'emprunteur sont dites avoir été «mises en pension», pour une durée en général courte, chez le prêteur.

Dans la plupart des systèmes juridiques, l'analyse des opérations de pension a balancé entre la qualification de prêt gagé et celle de cession de valeurs suivie d'une rétrocession de celles-ci.

En France, le titre V de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers, a tranché la question en faveur de la qualification de cession suivie d'une rétrocession. L'article 12 de cette loi dispose en effet : «*La pension est*

l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de créances cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement ou à un fonds commun de créances, moyennant un prix convenu, des valeurs, titres ou effets [...] et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus [...]».

La pension livrée ne peut être assimilée à un prêt gagé

Économiquement, le prêteur de sommes d'argent (le cessionnaire) avance des sommes à l'emprunteur (le cédant) contre la remise de valeurs qu'il devra rétrocéder à l'échéance convenue si les sommes qui lui sont dues lui sont bien remboursées. Le prêteur n'est donc à l'abri de tout risque de défaut de paiement par l'emprunteur à l'échéance que si deux conditions sont remplies : les valeurs qui lui ont été remises doivent avoir à l'échéance une valeur supérieure au montant des sommes alors dues par l'emprunteur ; le prêteur doit être en mesure d'appréhender cette valeur soit en se faisant attribuer les valeurs reçues de l'emprunteur, soit en les vendant et en se payant sur le prix de vente. Si la pension était analysée comme un prêt gagé par les valeurs remises, les disposi-

tions applicables du droit français rendraient difficile et même parfois impossible l'obtention de la sécurité juridique recherchée par le prêteur.

La loi du 31 décembre 1993 permet d'obtenir ce résultat. Elle permet tout d'abord aux parties de «*convenir de remises complémentaires, en pleine propriété, de valeurs, titres ou effets ou de sommes d'argent, pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres ou des effets mis en pension*». Les parties à une pension peuvent donc, dans leurs accords, prévoir un mécanisme visant à faire en sorte que les valeurs remises par le cédant au cessionnaire représentent toujours, en raison des remises complémentaires effectuées, un montant au moins égal à celui du prix de rétrocession des valeurs mises en pension. Le cessionnaire est ainsi protégé du risque que les valeurs remises ne soient pas suffisantes à l'échéance pour le désintéresser si le prix de rétrocession ne lui était pas payé. Cette disposition de la loi du 31 décembre 1993 profite également au cédant, dans le cas où les valeurs remises s'apprécient par rapport au prix de rétrocession convenu, le cessionnaire devant alors lui remettre des valeurs en pleine propriété à due concurrence.

La loi du 31 décembre 1993 va encore plus loin dans la protection des parties à des opérations de pension. Elle permet en effet la compensation ⁽¹⁾ des «*dettes et créances afférentes aux opérations*

de pension» selon les modalités d'une convention cadre organisant les relations entre les parties. Cette protection s'applique même si l'une des parties fait l'objet d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire. Elle déroge ainsi au droit commun qui limiterait dans ce cas l'efficacité d'une telle convention de compensation (2).

La loi du 31 décembre 1993 réserve toutefois le bénéfice de la compensation susvisée aux seules opérations de pension «régies par une convention cadre, approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire». La nécessité de l'approbation des conventions cadres par le gouverneur de la Banque de France me semble avoir été imposée pour contrôler l'utilisation de cette faculté de compensation qui est dérogatoire au droit commun. La nécessité de cette approbation ne figure toutefois pas dans le mécanisme de la compensation des opérations de gré à gré sur instruments financiers prévue par l'article 52 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 qui se contente de faire référence à des conventions cadres «de place», nationales ou internationales.

Les limites de l'approbation des conventions cadres

Jusqu'à l'approbation de la convention cadre de PSA-ISMA en juin 1997, une seule publiée par l'Association du Forex et des trésoriers de banque (AFTB), avait fait l'objet de l'approbation du gouverneur de la Banque de France. Dans sa lettre du 15 décembre 1994 approuvant la convention cadre de l'AFTB, le gouverneur de la Banque de France posait certaines conditions à son approbation. En premier lieu, il indiquait que le terme «moratoire administratif» utilisé à l'article 10.1.1.3 de cette convention devait être interprété de manière stricte ; en second lieu, le gouverneur précisait que la possibilité laissée aux parties de déroger à ses stipulations par des dispositions particulières ne pouvait porter que sur des points d'application ne remettant pas en cause l'équilibre général de la convention cadre et respectant ses principes généraux. Le gouverneur considérait en particulier que les parties ne devaient pas ajouter de nouveaux cas de défaillance à la convention cadre sans son accord.

La lettre du 15 décembre 1994 indiquait qu'il n'était pas possible au gouverneur d'approuver la convention cadre de PSA-ISMA malgré «l'intérêt qu'il y aurait tant pour les banques françaises que pour leurs contreparties étrangères à bénéficier [de cette approbation]». Cette position fut à nouveau confirmée, mais de manière nuancée, par une lettre du 3 avril 1996 du gouverneur. C'est cette position qui a été modifiée par la lettre du 27 juin 1997 approuvant la convention cadre de PSA-ISMA.

Deux réserves importantes à prendre en compte

La lettre du 27 juin 1997 est assortie de réserves. La première est semblable à l'une de celles relatives à la convention cadre de l'AFTB : convenues entre deux parties ne doivent pas remettre en cause l'équilibre général de la convention. En particulier, les «conventions particulières ne doivent pas être utilisées [sans l'accord du gouverneur] pour ajouter [...] des critères d'insolvabilité ou des cas de défaillance supplémentaire». On notera à cet égard la référence nouvelle aux «critères d'insolvabilité [...] supplémentaires». Celle-ci me semble être motivée par le souci que les parties ne puissent pas contourner la règle contrôlant l'ajout de nouveaux cas de défaillance en modifiant les critères d'insolvabilité.

La seconde réserve figurant dans la lettre du 27 juin 1997 est importante. Elle résulte de la loi du 31 décembre 1993 mais mérite d'être rappelée. Les dispositions législatives dérogatoires au droit commun du redressement et de la liquidation judiciaires ne bénéficient qu'aux opérations qui sont des pensions au titre de l'article 12 de la loi du 31 décembre 1992 et qui donnent lieu à livraison selon les modalités prévues par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994.

Ces deux conditions doivent donc être respectées pour bénéficier des dispositions législatives favorables rappelées ci-dessus. Or, dans certains cas, elles risquent de ne pas l'être, ce qui peut entraîner des difficultés pratiques pour les établissements financiers français et les autres intervenants du marché international des pensions.

L'article 12 de la loi du 31 décembre 1997 définit la pension, comme nous l'avons vu ci-dessus, comme

«l'opération par laquelle [un cédant] cède en pleine propriété [à un cessionnaire] [...] des valeurs, titres ou effets [...] et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus».

Toutes les opérations susceptibles d'être régies par une convention cadre de PSA-ISMA n'entrent pas dans le cadre de l'article 12.

«Tout d'abord, les valeurs, titres ou effets susceptibles de faire l'objet d'une pension de l'article 12 sont :

- les valeurs mobilières inscrites à la cote officielle d'un marché français ou étranger ;
- les valeurs mobilières inscrites à la cote du second marché ou qui, inscrites au hors-cote, répondent aux conditions du décret mentionné au 1° de l'article 163 octies du Code général des impôts ;
- les titres de créances négociables sur un marché réglementé français ou étranger ;
- les effets publics ou privés.»

Toutes les valeurs n'entrent pas dans le cadre de la convention

La convention cadre de PSA-ISMA, dans sa version de novembre 1995 approuvée par le gouverneur de la Banque de France, prévoit dans son paragraphe 1 (3) qu'elle s'applique aux opérations sur valeurs mobilières et instruments financiers (4) (*securities and financial instruments*) autres que les actions, les instruments émis par le Département du Trésor des États-Unis et tous instruments qui, s'ils étaient soumis aux stipulations de la convention cadre prévoyant le paiement par le cessionnaire au cédant des revenus reçus par le cessionnaire au titre de ces instruments, généreraient une imposition autre que l'imposition normale sur les revenus nets.

Ces exclusions étaient motivées par des raisons de complexité rédactionnelle pour les actions, de risques juridiques pour les instruments émis par le Département du Trésor des États-Unis et d'imposition fiscale dans le troisième cas. Depuis, PSA et ISMA ont publié une annexe standard concernant les instruments visés par le risque d'imposition fiscale décrit ci-dessus. Elles préparent également deux autres annexes standard visant respectivement les opérations sur

actions et les opérations sur les instruments émis par le Département du Trésor des États-Unis.

Les parties à une convention cadre de PSA-ISMA qui souhaiteraient bénéficier de l'approbation du gouverneur devront donc vérifier qu'elles ne concluent que des opérations entrant dans le champ d'application de l'article 12 rappelé ci-dessus.

La convention s'applique-t-elle aux achats-ventes ?

Mais il ne s'agit pas pour elles du seul point à prendre en compte. Elles doivent également s'assurer de la nature des opérations qu'elles concluent. En effet la convention cadre de PSA-ISMA est susceptible de s'appliquer à plusieurs types d'opérations. Dans un premier temps, la convention cadre de PSA-ISMA opère une distinction entre les pensions (*repurchase transactions*) et les achats-ventes (*buy/sell back transactions*).

L'une des différences est que lors du paiement de revenus au titre des valeurs mises en pension, le cessionnaire est tenu de reverser ces revenus au cédant alors que dans les achats-ventes, le prix de rétrocession fait l'objet d'un ajustement pour tenir compte de ces revenus. Ce mécanisme d'ajustement est à mon avis incompatible avec l'article 12 qui dispose que «*lorsque la durée de la pension couvre la date de paiement des revenus attachés aux valeurs, titres ou effets donnés en pension, le cessionnaire les reverse au cédant [...]*». Les achats-ventes (*buy/sell back transactions*) sont d'ailleurs conçus comme l'addition de deux opérations alors que les pensions (*repurchase transactions*) constituent chacune une opération unique telle que cela résulte également de la définition des pensions de l'article 12. Il me semble donc que les achats-ventes doivent être exclus du champ d'application de l'article 12.

Une distinction déterminante : rétrocession à date fixe ou à la demande des parties

Dans un second temps, il faut distinguer parmi les pensions entre les opérations pour lesquelles la rétrocession est prévue à date fixe et celles pour lesquelles la rétrocession n'intervient qu'à la demande de l'une ou l'autre des

parties (*on demand transactions*). Ces dernières ne remplissent pas la condition de rétrocession «à une date convenue» faisant partie de la définition des opérations de pension figurant à l'article 12. Ainsi, seules les opérations qui sont, selon la terminologie de la convention cadre de PSA-ISMA, des *repurchase transactions with a date certain* bénéficient des dispositions favorables de la loi du 31 décembre 1993.

Une autre condition est ajoutée par le gouverneur de la Banque de France à celles résultant de l'article 12. Celle-ci, à vrai dire, provient également de l'article 12 par le biais d'un renvoi. Il s'agit de la condition de livraison des valeurs mises en pension figurant dans le décret n° 94-350 du 2 mai 1994. Cette exigence est importante car elle renforce la sécurité des opérations de pension. En effet, les valeurs étant livrées au cessionnaire, le cédant ne peut plus en disposer, en particulier au profit d'un tiers de bonne foi dont les droits auraient autrement primés ceux du cessionnaire.

La livraison des valeurs mises en pension

Le décret du 2 mai 1994 dispose :

«*Les valeurs, titres ou effets créés matériellement sont dits livrés si, au moment de la mise en pension, ils sont effectivement et physiquement délivrés au cessionnaire ou à son mandataire [...]*»

«*Les valeurs, titres ou effets dématérialisés et ceux matériellement créés, conservés chez un dépositaire central mais circulant par virement de compte à compte, sont dits livrés s'ils font l'objet, au moment de la mise en pension, d'une inscription à un compte ouvert au nom du cessionnaire chez un intermédiaire habilité, chez un dépositaire central ou, le cas échéant, chez l'émetteur.*»

Les parties à une convention cadre de PSA-ISMA souhaitant bénéficier de l'approbation du gouverneur de la Banque de France devront donc veiller à ce que les modalités de livraison (*transfer*) visées au paragraphe 6(a) de la convention cadre aboutissent bien, dans chaque cas, à une livraison au sens du décret du 2 mai 1994. Elles ne pourront donc conclure des opérations de pension ne donnant pas lieu à livraison (*hold-in-custody repos*) et bénéficier pour ces opérations des dispositions de la loi du 31 décembre 1993.

Les établissements financiers français n'avaient pas attendu l'approbation de la convention de PSA-ISMA par le gouverneur de la Banque de France pour l'utiliser pour certaines de leurs opérations avec des contreparties étrangères ou portant sur certains titres étrangers (5). De nombreuses contreparties étrangères refusaient en effet d'utiliser la convention cadre de l'AFTB régie par le droit français, malgré l'existence d'une traduction en anglais et le bénéfice qu'elles pouvaient en tirer sous certaines conditions en cas de redressement ou de liquidation judiciaire de leur contrepartie française. Cependant, comme ces contreparties étrangères ne pouvaient bénéficier d'une sécurité juridique totale en utilisant la convention cadre de PSA-ISMA, certaines restreignaient le volume des opérations qu'elles acceptaient de faire avec des contreparties françaises.

Malgré les limites qu'elle comporte, l'approbation de la convention cadre de PSA-ISMA devrait faciliter le développement international des activités de pension des établissements financiers français. L'importance du volume et la grande sécurité juridique du marché français de la pension devraient donner à ces établissements les moyens d'être des acteurs importants sur les autres marchés nationaux et sur les marchés internationaux et en particulier sur le marché futur des instruments libellés en euro. ●

(1) L'utilisation du terme «compensation» par la loi du 31 décembre 1993 et par d'autres textes législatifs récents ne correspond pas tout à fait à la notion juridique traditionnelle de compensation. Il faut donc à mon avis retenir un nouveau sens à ce terme, recouvrant les opérations de calcul d'un solde dû par une partie à l'autre au titre de plusieurs opérations dont l'échéance est avancée ou qui sont résiliées selon certaines modalités de déclenchement et d'évaluation.

(2) Même si la disposition législative applicable (l'article 33 de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985) a été assouplie par la loi n° 94-475 du 10 juin 1994 de façon à permettre la compensation des «créances connexes».

(3) La convention cadre de PSA-ISMA est divisée en «paragraphe» et non en «articles» comme il serait usuel dans les contrats de droit français.

(4) Il ne s'agit bien entendu pas de la notion d'instruments financiers au sens de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996.

(5) Par exemple, depuis 1996, pour intervenir sur le marché des obligations d'État du Royaume-Uni, les *gilts*.