

# La limitation du risque de contrepartie dans les marchés de gré à gré d'instruments financiers

Les mécanismes classiques de limitation du risque de contrepartie sont, en dépit des améliorations apportées, souvent juridiquement insuffisants.

Les remises en pleine propriété de marges peuvent être complétées par des dépôts de garantie, procédé de garantie a priori. Le cadre législatif actuel permettrait également la création de chambres de compensation privées.

Pierre Gissingier  
Jean-Jacques Essombè  
Avocats  
Gide Loyrette Nouel

■ Certains banquiers s'étonnent de voir des établissements qui acceptent couramment de traiter en blanc ; certes pour des durées très courtes, sur le marché des dépôts interbancaires, devenir subitement très soucieux des risques de contrepartie dès lors qu'ils traitent, avec les mêmes intervenants, sur des instruments financiers. La gestion du risque de contrepartie dans les opérations sur instruments financiers <sup>(1)</sup> ne serait-elle qu'une mode ? Le développement des marchés de gré à gré d'instruments financiers s'est cependant accompagné d'un souci croissant pour la limitation des risques de contrepartie. Ces risques deviennent, il est vrai, très préoccupants pour la sécurité des marchés lorsque des échanges importants ont lieu dans une communauté limitée d'intervenants, la défaillance de l'un d'eux étant susceptible de les affecter tous. Ailleurs, ce sera la volatilité des instruments échangés qui rendra fréquente l'exposition des intervenants à des risques de vaste amplitude.

Cet environnement périlleux a convaincu le marché de la nécessité de renforcer la sécurité juridique des opérations. Ce souci est d'abord sensible dans les procédures internes des établissements. Les praticiens remarquent, depuis ces dix dernières années, de la part d'établissements français habituellement moins soumis au même formalisme juri-

dique que leurs collègues anglo-saxons, un souci croissant pour la mise en place rapide de contrats en bonne et due forme. Sans doute, les conséquences prudentielles qui peuvent être liées à l'absence de documentation juridique ont-elles été une incitation puissante.

## Les évolutions législatives ont amélioré la sécurité des transactions

Mais la sécurité des opérations de gré à gré sur instruments financiers s'est surtout renforcée du fait des évolutions législatives récentes améliorant et clarifiant la situation des opérateurs financiers, notamment en cas de procédure collective. Ce mouvement de réformes a débuté avec la validation des mécanismes de *close-out netting*. La loi permet par ailleurs la constitution de couvertures des positions par des remises en garantie d'espèces ou de titres. Dans un cas comme dans l'autre, les mécanismes contractuels mis en place par les conventions cadres régissant ces opérations bénéficient d'une validation législative, y compris dans le cas où l'une des parties ferait l'objet d'une procédure de redressement judiciaire, situation dans laquelle le droit des procédures collectives limiterait habituellement considérablement leur efficacité.

La pratique démontre cependant que les mécanismes mis en place dans le cadre juridique actuel demeurent perfectibles. Lorsque la valeur de marché des opérations existant entre les parties est très fluctuante, ils n'assurent qu'une protection imparfaite. Il en va de même lorsque les flux entre intervenants sont très importants. C'est le cas, par exemple, du marché des valeurs du Trésor où les échanges entre les établissements spécialistes représentent des volumes considérables que l'arrivée de l'euro va encore accroître et diversifier. Dans de telles circonstances, il est souhaitable de les améliorer par des mécanismes de couverture complémentaires, comme les dépôts de garantie qui anticipent les évolutions futures de la valeur des opérations. Il convient également de réfléchir à la mise en place de mécanismes de compensation multilatérale permettant de concentrer les risques au niveau d'une chambre de compensation privée et sécurisée tout en réduisant l'exposition individuelle des participants au marché concerné.

Dans les développements qui suivent, nous décrirons les différents mécanismes de limitation du risque de contrepartie dans les opérations de gré à gré sur instruments financiers, notamment les pensions livrées et les prêts-emprunts de titres : le mécanisme de *close-*

out netting que nous appellerons «résiliation-compensation», la constitution de couvertures et les chambres de compensation privées, en distinguant l'état actuel du droit et les perspectives d'évolution.

### Les obstacles traditionnels à la résiliation-compensation

Qu'il s'agisse de produits dérivés ou d'autres instruments financiers, on constate qu'une partie significative des opérations intervient dans une communauté limitée d'intervenants. Deux établissements sont ainsi susceptibles de traiter entre eux des volumes importants d'opérations homogènes. Le premier mécanisme permettant de réduire le risque global encouru par chacun consiste en la compensation des positions. Cette compensation permet à chaque intervenant de considérer que, à tout moment, le risque maximal encouru sur sa contrepartie prend en compte une position nette réduisant les pertes qui seraient constatées sur certaines opérations par les gains dégagés au titre d'autres opérations. Un tel mécanisme suppose la possibilité, pour chaque partie, d'interrompre l'ensemble des opérations en cours lorsque survient une défaillance de sa contrepartie. Il faudra ensuite pouvoir valoriser de manière objective ces opérations puis calculer un solde global représentant la valeur compensée du portefeuille. C'est cette valeur

compensée qui devrait représenter le risque maximal encouru par chacun en cas de défaillance de l'autre.

La mise en œuvre de ces mécanismes contractuels a longtemps été d'une efficacité relative en droit français. Les difficultés les plus ardues concernaient l'efficacité de la clause de résiliation anticipée, plus que la mise en œuvre de la compensation elle-même.

La résiliation de l'ensemble des opérations intervenant alors que la partie défaillante n'est pas en redressement judiciaire, c'est-à-dire avant le jugement d'ouverture, ne posait pas de difficultés particulières. Le problème se posait essentiellement lorsque la résiliation était opposée à la partie défaillante après le jugement d'ouverture. En effet, aux termes du 5<sup>e</sup> alinéa de l'article 37 de la loi du 25 janvier 1985 : « aucune [...] résiliation ou résolution du contrat ne peut résulter du seul fait de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire ». Par ailleurs, l'article 56 de la même loi dispose que : « le jugement d'ouverture du redressement judiciaire ne rend pas exigibles les créances non échues à la date de son prononcé ; toute clause contraire est réputée non écrite ». Il résulte de ces dispositions que la résiliation d'un contrat en cas d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre du co-contractant n'est en principe possible que si elle est motivée par un autre événement que la seule survenance de cette procédure (par exemple, un défaut de

paiement). Les dispositions de l'article 37 de la loi de 1985 soulevaient une seconde difficulté. Le premier alinéa permet en effet à l'administrateur judiciaire désigné dans le cas d'une procédure de redressement d'exiger la continuation des contrats en cours et ce même dans les hypothèses où l'entreprise en redressement aurait été défaillante dans l'exécution de ses obligations contractuelles. Il existe dès lors un risque que l'administrateur judiciaire utilise cette prérogative légale pour exiger la continuation des opérations favorables à l'établissement en redressement, tout en ne s'opposant pas à la résiliation des opérations défavorables à cette dernière (risque dit de *cherry-picking*).

La compensation qui intervient dans le second stade de la mise en œuvre de la résiliation-compensation soulevait également une difficulté technique au regard de la loi du 25 janvier 1985. L'article 33 de la loi de 1985 dispose en effet que le jugement ouvrant la procédure de redressement judiciaire emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement à ce jugement. La compensation étant, en droit français, une méthode de paiement et d'extinction des obligations, des incertitudes planaient sur la conformité de ce mécanisme avec les dispositions de l'article 33. La compensation intervenant dans le cadre du calcul du solde global de résiliation d'opérations nées antérieurement au jugement d'ouverture était ainsi susceptible d'être remise en cause par le juge. Une jurisprudence ancienne confirmée sous l'empire de la loi de 1985 posait néanmoins comme exception à cette interdiction le paiement par compensation de dettes connexes. La nouvelle rédaction du premier alinéa de l'article 33 issue de la loi du 10 juin 1994 intègre désormais cette exception

*«La compensation permet à chaque intervenant de considérer que, à tout moment, le risque maximal encouru sur sa contrepartie prend en compte une position nette réduisant les pertes qui seraient constatées sur certaines opérations par les gains dégagés au titre d'autres opérations.»*

puisque le texte précise que l'interdiction ne fait pas obstacle au paiement par compensation des dettes connexes. Les créances et les dettes nées d'une relation continue organisée par une convention cadre présentent certainement le caractère de connexité permettant leur compensation après l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. Le mécanisme de compensation soulevait toutefois d'autres difficultés au regard des dispositions de la loi de 1985 relative aux nullités de la période suspecte.

### Les interventions du législateur et la mise en place des conventions cadres

Pour les établissements financiers, les lourdes hypothèques qui pesaient sur les mécanismes contractuels de résiliation et de compensation étaient susceptibles d'avoir des conséquences économiques négatives, même en l'absence de défaillance de leurs contreparties. En effet, les fonds propres dont ces établissements sont tenus de disposer prennent en compte le volume de leurs engagements. Dès lors que ces engagements ne peuvent être calculés sur une base compensée, le coût en fonds propres des opérations sur instruments financiers se trouve considérablement alourdi. C'est sans doute la raison principale qui a conduit les associations professionnelles à militer pour l'adoption, pour les établissements soumis à des contraintes prudentielles, d'un régime d'exception au jeu normal des règles du droit des procédures collectives.

- La première intervention du législateur eut lieu avec la loi du 31 décembre 1993 concernant les produits dérivés. Ce régime dérogatoire, intégré à l'article 2 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, validait les mécanismes de résiliation des «marchés à terme» conclus dans le cadre d'un marché réglementé comme le Matif ou le Monep, ou dans celui d'une «convention cadre respectant les principes généraux d'une convention cadre de place nationale ou internationale organisant les relations entre deux parties au moins, dont l'une est un établissement de crédit» ou autre établissement financier.

- La seconde réforme intervint en matière de pensions livrées, avec la loi du 8 août 1994 modifiant les dispositions de la loi du 31 décembre 1993 qui

avait précisé le cadre juridique de ces opérations, sans toutefois leur ouvrir accès à la résiliation-compensation comme elle le faisait en matière de produits dérivés. Le régime dérogatoire issu des amendements d'août 1994 valide les mécanismes de résiliation des «opérations de pension opposables aux tiers, régies par une convention cadre, approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, et organisant les relations entre deux parties.» La technique législative adoptée est tout à fait comparable au texte sur les produits dérivés. Il s'agit encore une fois de valider la résiliation-compensation prévue contractuellement dans des conventions cadres. Mais ici, ce n'est pas à la place qu'il revient d'élire les conventions qui jouiront de ces dispositions : seul le gouverneur de la Banque de France a compétence pour «approuver» ces conventions. Peut-être la nature des opérations de pension – qui sont intimement liées à la mise en œuvre de la politique monétaire et touchent directement les bilans

*«La généralité de l'article 52 lui permet d'organiser de manière homogène la résiliation-compensation de toutes les opérations sur instruments financiers.»*

des banques a-t-elle motivé l'intervention de l'autorité de contrôle, là où les seuls usages de place suffisaient pour les opérations hors bilan. Le résultat est peu satisfaisant : pendant longtemps, seule la convention cadre publiée en 1994 par l'AFTB bénéficiait de l'approbation requise et il fallut attendre la fin du mois de juin dernier (et endurer quelques soubresauts) pour que le contrat global élaboré sous l'égide de la PSA et de l'ISMA soit à son tour reconnu. D'autres contrats, comme celui publié par la seule PSA, demeurent exclus du bénéfice de la résiliation-compensation. On remarquera enfin que la loi ne li-

mite pas son bénéfice à des parties relevant d'un statut bancaire ou financier particulier, à la différence du texte sur les produits dérivés.

- Avec la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, ce fut enfin le tour des prêts de titres régis par la loi du 17 juin 1987 de se voir accorder un régime dérogatoire au droit de la faillite. Reprenant la même technique, l'article 104 de la loi de 1996 introduit un article 33 dans la loi de 1987 qui valide les clauses de résiliation et de compensation des «conventions cadres de place organisant les relations entre deux parties.» A la différence du texte sur les pensions livrées, il n'appartient à aucune autorité désignée par le texte d'approuver les conventions cadres bénéficiant de ses dispositions. Par contre, comme pour les pensions, le texte ne subordonne pas son applicabilité à un statut particulier des parties.

- Il faut également signaler l'article 52 de cette même loi du 2 juillet 1996 qui remplace l'article 2 de la loi du 28 mars 1885 à laquelle il a déjà été fait référence à propos des produits dérivés. Ce texte reprend la même exigence d'une «convention cadre conforme aux principes généraux d'une convention cadre de place nationale ou internationale», mais étend considérablement le champ d'application du régime dérogatoire créé en 1993. En effet, l'article 52 ne vise plus seulement les instruments financiers à terme, mais toutes les «opérations sur instruments financiers» (voir notamment Rapport du Sénat n° 254 p. 193). Des travaux sont ainsi en cours dans le cadre de l'AFB pour la mise en place d'une convention cadre de cession d'instruments financiers qui permettra la compensation sécurisée des risques pour les opérations de simple cession d'instruments financiers, sous réserve – c'est là une condition posée par l'article 52 – que l'une des parties soit un prestataire de services d'investissement.

La généralité de l'article 52 est telle qu'elle pose un problème d'interprétation, les pensions livrées et les prêts de titres – qui conservent le bénéfice des dispositions spécifiques évoquées plus haut – constituant indéniablement des «opérations sur instruments financiers» au sens de l'article 52 la loi du 2 juillet 1996. S'il est vrai que les opérations qui font l'objet de ces dispositions spécifiques ont été exclues du champ d'appli-

cation de cette loi lors des travaux parlementaires, la généralité des termes de cet article 52 lui permet d'organiser de manière homogène la résiliation-compensation de toutes les opérations sur instruments financiers et d'envisager la mise en place de nouvelles conventions cadres de place bénéficiant de la même sécurité juridique que celles existant aujourd'hui en matière de produits dérivés, de pensions et de prêts de titres. Une telle approche permettrait d'éviter les inconvénients liés à la coexistence de plusieurs textes, au fonctionnement proche mais certainement pas identique.

### **La constitution de couvertures, procédé inspiré des techniques des marchés réglementés**

Le deuxième procédé de sécurisation des opérations sur instruments financiers de gré à gré est hérité des techniques en cours sur les marchés réglementés. Il s'agit de la constitution de dépôts en espèces ou en titres destinés à couvrir, au moins partiellement, les positions existant à tout moment entre deux contreparties données. Pour être efficace, ce procédé suppose une évaluation périodique du risque encouru par chacune des parties. Pour ce faire, chacune des opérations fera l'objet d'une évaluation comparable à celle qui interviendrait en cas de résiliation des opérations à la suite d'une défaillance. La somme algébrique de ces valeurs (éventuellement converties en une devise de référence unique) exprimera un risque net. La partie exposée recevra de sa contrepartie des actifs financiers couvrant ce risque net dans une proportion convenue à l'avance. Ce mécanisme d'appels de marges repose sur le constat a posteriori de la valeur des opérations. Nous verrons qu'il est possible de le compléter par des dépôts de garantie effectués a priori pour couvrir le risque d'évolution des prix entre la date du dernier appel de marge et la date d'une éventuelle défaillance de la contrepartie.

### **Inadaptation des mécanismes de sûretés classiques**

Notre droit était, jusqu'à récemment, inadapté à la mise en place de mécanismes de sécurisation des opérations sur instruments financiers fondés

sur des remises d'actifs. La raison principale résidait dans l'absence de cadre juridique clair pour la constitution de couvertures à titre de garantie. Certes, la technique du gage espèces permet la constitution de garanties efficaces mais, comme son nom l'indique, son champ d'application est limité aux sommes d'argent. En ce qui concerne les titres, l'impossibilité de transférer purement et simplement des actifs financiers, imposait d'avoir recours aux techniques traditionnelles du droit des sûretés. Les lourdeurs et le formalisme du mécanisme de nantissement de titres – qui nécessitait la signature de déclarations de gage à chaque fois que des titres étaient constitués en garantie – étaient tout à fait incompatibles avec la célérité requise pour la mise en place de couvertures efficaces.

Le droit des sûretés offre par ailleurs un niveau de protection insuffisant. La prohibition du pacte commissoire interdit l'attribution en propriété des actifs gagés, ce qui soumet le bénéficiaire à un véritable parcours du combattant pour obtenir la réalisation de son gage, avec, notamment, la nécessité d'une intervention judiciaire. En cas de procédure collective, d'autres obstacles majeurs atténuent grandement l'efficacité des sûretés. La suspension des poursuites individuelles qui résulte de l'ouverture d'une procédure collective retarde considérablement la réalisation. L'existence de créanciers privilégiés peut la rendre très aléatoire. Enfin, les garanties constituées, même sous forme de gages espèces peuvent, dans certains cas, être remises en cause par la suite au titre des nullités de la période suspecte prévues par les articles 107 et 108 de la loi du 25 janvier 1985.

Une évolution importante eut cependant lieu avec la réforme des nantissements de titres réalisée par l'article 102 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. Ce texte crée la possibilité de constituer un gage sur un compte d'instruments financiers qui peut être mouvementé dans des conditions librement déterminées par les parties. Le créancier gagiste voit par ailleurs sa protection renforcée, y compris en cas de faillite, par l'affirmation de son droit de rétention sur les sommes d'argent et les instruments financiers figurant au compte nanti. Le décret du 21 mai 1997 permet enfin la réalisation du gage par attribution en

propriété des sommes d'argent et des valeurs cotées, du moins lorsque le débiteur est in bonis.

En dépit de ces améliorations récentes, le régime des sûretés traditionnelles demeure moins adapté que les techniques de couverture fondées sur les remises en pleine propriété qui, à partir du régime existant en matière de pensions livrées, se sont généralisées dans toutes les opérations sur instruments financiers.

### **La généralisation des mécanismes de remises en pleine propriété**

La sécurisation des opérations de gré à gré sur instruments financiers a conduit le législateur à étendre à ces opérations les mécanismes de transfert de propriété à titre de garantie. Ces mécanismes, qui participent des «fiducies-sûretés» et dont la première expérience d'origine législative en droit français est la cession Dailly à titre de garantie (loi n° 81-1 du 2 janvier 1981), consistent pour une des parties (le constituant) à garantir ses obligations contractuelles par la remise d'un actif à l'autre partie (le bénéficiaire) qui en deviendra propriétaire, à charge pour elle de le restituer au constituant, en partie ou en totalité, lorsqu'il deviendra sans objet.

On sait, en effet, qu'en matière d'opérations sur instruments financiers, les obligations des parties sont déterminées sur la base de la valeur de ces instruments financiers au moment de la conclusion de l'opération concernée. Afin d'éviter que l'équilibre économique de l'opération ne soit rompu en cas d'évolution de la valeur de marché des instruments financiers concernés (directement échangés ou constituant les sous-jacents de référence), le législateur a prévu, dans différents textes concernant les opérations de gré à gré sur instruments financiers, que les parties puissent convenir de remises complémentaires en pleine propriété, de titres, effets ou sommes d'argent pour tenir compte de cette évolution.

Dans la pratique, ce mécanisme d'appels de marges doit, pour être opposable aux tiers, donner lieu à la livraison effective au bénéficiaire des actifs financiers servant à constituer la couverture. S'il s'agit de sommes d'argent, leur remise se réalisera par la

## ❶ Conventions cadres et appels de marge

◆ Les différentes conventions cadres de place concernant chaque catégorie d'opérations de gré à gré sur instruments financiers ont adopté ces mécanismes de remises en pleine propriété.

C'est d'abord le cas, sur le plan national, de la convention cadre AFTB de 1994 relative aux opérations de pension livrée (article 7 et annexe I C), la convention cadre AFTI de 1996 sur le prêt de

titres (article 7 et section III de l'annexe et de l'annexe «Remises en garantie» de 1997 à la convention cadre AFB relative aux opérations de marché à terme. Il en va également de même des conventions cadres internationales que sont la convention ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) sur les produits dérivés, les conventions cadres PSA et PSA-ISMA sur les opérations de *repos*

et la convention OSLA (*Overseas Securities Lending Agreement*) pour les opérations de prêts de titres. Le projet de convention cadre de place relative aux opérations de cessions d'instruments financiers actuellement en cours de rédaction au sein de l'AFB prévoit un mécanisme comparable de remise en pleine propriété fondé sur l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996.

constitution d'un gage espèces au profit du bénéficiaire. Dans le cas de titres, valeurs ou effets, les modalités de livraison devraient, même si les différents textes traitant des remises en pleine propriété ne l'indiquent pas expressément, être conformes à la législation en vigueur que le décret du 2 mai 1994 résume.

Le mécanisme des marges figure, pour la pension, à l'article 12-I (dernier alinéa) de la loi du 31 décembre 1993. Il complète le mécanisme de garantie intrinsèque qui est le propre de l'opération de pension, considérée, sur le plan économique, comme un prêt d'espèces gagé par des titres. Pour le prêt de titres, le mécanisme de garantie a été introduit par la loi du 26 juillet 1991 à l'article 31 c) de la loi du 17 juin 1987. Toutefois, la rédaction issue de la loi de 1991 était ambiguë et ne prévoyait pas expressément le transfert de propriété des titres ou espèces remis en garantie du prêt. C'est à nouveau l'article 104 de la loi du 2 juillet 1996 qui accroît la sécurité des opérations de prêt de titres, d'une part, en précisant que les espèces ou titres remis en garantie le sont en pleine propriété et, d'autre part, en prévoyant la possibilité, pour les parties, de procéder à des remises complémentaires en cours d'opération. Quant aux remises en pleine propriété garantissant les produits dérivés, elles sont prévues à l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996.

De manière similaire aux dispositions sur la résiliation-compensation, cet article étend le mécanisme de garantie qu'il crée à l'ensemble des opérations de gré à gré sur instruments financiers.

Les mécanismes de garantie prévus par la loi sont donc limités à des opérations spécifiques, même si leur extension par l'article 52 à d'autres opérations sur instruments financiers leur donne un champ d'application potentiel très large. En outre, leur mise en œuvre suppose que les opérations auxquelles ils se rapportent soient conclues dans le cadre d'une convention cadre de place applicable aux opérations concernées ❶.

### Les remises en pleine propriété sont dérogatoires au droit commun

Les remises en pleine propriété effectuées conformément aux dispositions légales en vigueur sont dérogatoires au droit commun. Elles échappent notamment à la prohibition des pactes commissaires et conservent leur efficacité même dans l'hypothèse d'une procédure collective applicable à l'une des parties. Sur ce dernier point, il faut rappeler que les dispositions de l'article 107-6 de la loi du 25 janvier 1985 concernant la nullité des sûretés constituées en période suspecte ne sont pas, selon nous, applicables aux remises en

pleine propriété à titre de garantie. S'agissant des cessions Dailly à titre de garantie, qui constituent une forme de «sûreté-propriété» très analogue aux marges, la Cour de cassation a récemment décidé que «*la cession de créance consentie dans les formes de la loi du 2 janvier 1981 transfère au cessionnaire la propriété de la créance cédée, même lorsqu'elle est effectuée en vue de garantir le paiement du solde d'un compte courant et sans stipulation d'un prix, de sorte qu'une telle cession n'est pas une constitution d'un droit de nantissement sur un bien du débiteur*» (2). Le fait que cet arrêt ait été rendu en matière de cession Dailly n'en affecte nullement la portée ; la Cour de cassation a seulement tiré les conséquences logiques d'une «sûreté-propriété» : les créances «daillysées» ne peuvent continuer de se trouver dans le patrimoine du débiteur alors qu'elles sont par ailleurs entrées dans le patrimoine du créancier. Il en va de même des remises complémentaires de titres ou d'espèces en matière de pension, de prêts de titres ou d'opérations de marché à terme dont on ne peut considérer qu'elles constituent un «*nantissement sur les biens du débiteur*» alors que, par hypothèse, elles sont devenues la propriété du bénéficiaire.

Il importe, toutefois, de réserver le cas de l'article 108 de la loi du 25 janvier 1985 qui prévoit une nullité facultative pour les actes à titre onéreux accomplis après la date de cessation des paiements si ceux qui ont traité avec le débiteur avaient connaissance de cette cessation des paiements. Là encore, la Cour de cassation a récemment décidé, en matière de cession Dailly à titre de garantie, que les cessions effectuées en application d'une convention cadre ne constituent pas des opérations isolées mais s'inscrivent dans le cadre de cette convention, et qu'en conséquence, c'est à la date de conclusion de cette convention qu'il convient de se placer pour apprécier si le cocontractant du débiteur avait ou non connaissance de la cessation des paiements (3). Sur la base de cette jurisprudence, il nous semble que les remises complémentaires ne pourront pas être annulées sur le fondement de l'article 108, à moins qu'il ne soit établi que le bénéficiaire avait connaissance de l'état de cessation des paiements du remettant au moment de la conclusion de la convention cadre.

## Les dépôts de garantie, une garantie a priori

Malgré l'efficacité du mécanisme des marges, on observe qu'ils comportent, comme on l'a précédemment indiqué, quelques insuffisances. En effet, la constitution (ou la rétrocession) de la marge intervient toujours a posteriori sur la base de l'évolution constatée de la valeur des instruments financiers concernés. Ainsi, si on prend l'exemple des marges constituées dans le cadre d'opérations de pension, on s'aperçoit qu'entre la constatation de cette évolution et la constitution (ou la rétrocession) de la marge, il s'écoule au moins un jour ouvré (en prenant le cas le plus strict des valorisations quotidiennes) ; entre la constatation de la défaillance de la partie débitrice de l'appel de marge et la résiliation des opérations de pension par la partie créancière, il s'écoulera fréquemment un autre jour ouvré, soit un total de deux jours ouvrés.

*«Si l'on veut sécuriser une part significative du marché de gré à gré relatif à un produit comme celui des valeurs du Trésor, quelle que soit la nature des opérations envisagées (cessions temporaires ou définitives portant sur ces valeurs), il faut recourir à une véritable chambre de compensation.»*

Pour prémunir la partie non défaillante du risque d'évolution de la valeur des titres durant ce laps de temps, les parties peuvent convenir d'un mécanisme de garantie a priori, destiné à couvrir les risques futurs et prenant la forme d'un dépôt de garantie en espèces ou en titres. La mise en place d'un tel mécanisme de garantie suppose que soient résolues les difficultés techniques et juridiques qu'il soulève.

Sur le plan technique, il faut que soit prévu un dispositif permettant d'as-

surer une valorisation fiable des positions dans les meilleures conditions de rapidité, étant entendu que compte tenu de la technicité nécessaire à la mise en place de ce mécanisme, les dépôts de garantie pourraient n'être exigés que pour des échanges importants ou sur une base unilatérale en cas de différence importante dans le crédit des parties.

Sur le plan juridique, la mise en place du mécanisme de dépôts de garantie peut s'inscrire dans le cadre de la législation actuelle. En effet, la finalité des dépôts de garantie consiste à couvrir par anticipation l'évolution future de la valeur des instruments financiers. Dès lors que la législation en vigueur permet aux parties d'effectuer des remises en pleine propriété de titres ou espèces pour tenir compte de l'évolution de la valeur des instruments financiers objets de l'opération concernée (par exemple une opération de pension, de prêt de titres ou de marché à terme) les dépôts de garantie devraient être considérés comme des acomptes sur marges soumis, de ce fait, au même régime dérogatoire que les marges.

### Les pensions livrées posent des difficultés spécifiques quant aux dépôts de garantie

Les différentes conventions cadres précédemment étudiées peuvent donc, sans difficultés majeures, définir un mécanisme de dépôt de garantie venant compléter celui existant pour les marges. Signalons que la convention cadre AFTB sur les pensions livrées prévoit déjà un mécanisme fondé sur la même logique, en permettant la constitution d'une marge initiale de sécurité. Ces marges initiales ne sont toutefois pas destinées à être constamment réajustées en fonction de la consistance du portefeuille.

Toutefois, les opérations de pension soulèvent des difficultés spécifiques. On a rappelé plus haut que, pour bénéficier des différents mécanismes de protection prévus en cette matière (notamment la résiliation-compensation), les parties doivent utiliser une convention cadre «approuvée» par le gouverneur de la Banque de France. Pour donner sa pleine efficacité au mécanisme de dépôts de garantie qui serait mis en place dans le cadre des opérations de pension, il est donc indispen-

sable, comme l'a suggéré le gouverneur de la Banque de France dans sa lettre du 3 avril 1996, de vérifier auprès du secrétaire général de la Commission bancaire, que la mise en place d'un tel mécanisme n'est pas susceptible de remettre en cause le bénéfice de la résiliation-compensation des opérations de pension effectuées dans le cadre des conventions cadres ayant fait l'objet d'une approbation.

C'est dans ce contexte que le Comité juridique de l'AFB a récemment approuvé le texte d'une annexe I-E à la convention cadres AFTB, qui prévoit des stipulations relatives à la gestion des dépôts de garantie. Cette annexe doit être transmise au gouverneur pour garantir qu'elle ne remettra pas en cause le bénéfice de la résiliation-compensation.

### Les chambres de compensation privées

Le cadre juridique actuel permet d'organiser, pour des opérations déterminées, des échanges importants et sécurisés sur instruments financiers.

Toutefois, les mécanismes de protection actuels ne jouent que par types d'opérations (pensions, prêts de titres, opérations de marché à terme). En outre, les opérations de cessions pures et simples d'instruments financiers ne bénéficient pas, actuellement, d'une telle protection, faute d'avoir donné lieu, à ce jour, à la mise en place d'une convention cadre de place. Si l'on veut organiser et sécuriser une part significative du marché de gré à gré relatif à un produit comme celui des valeurs du Trésor, quelle que soit la nature des opérations envisagées (cessions temporaires ou définitives portant sur ces valeurs), il faut recourir à une véritable chambre de compensation.

La loi du 2 juillet 1996 introduit la possibilité de créer des chambres de compensation privées. En effet, les articles 47 et 48 de cette loi prévoient des dispositions communes à toutes les chambres de compensation (qui peuvent concerner des marchés de gré à gré ou à des marchés réglementés) par opposition aux articles 49 à 50 de cette même loi qui sont spécifiques aux chambres de compensation d'un marché réglementé ②.

Néanmoins, si l'article 47.I de la loi du 2 juillet 1996 (second alinéa) pré-

## ② Les chambres de compensation privées

La création de telles chambres (réglementées ou non) est soumise à un certain nombre de conditions. Elles doivent avoir la qualité d'établissement de crédit ou être gérées par un établissement de crédit et leurs règles de fonctionnement doivent être approuvées par le CMF (article 47.I). En outre, elles ne peuvent avoir pour membres que des personnes autorisées à

devenir membres d'un marché réglementé, des établissements de crédit dont l'activité de compensation a fait l'objet d'un programme d'activité approuvé par le CMF, ou des personnes morales ayant pour objet principal ou unique l'activité de compensation, ces personnes étant soumises aux mêmes règles d'agrément, d'approbation du programme d'activité et de contrôle que les

entreprises d'investissement (article 47.II). Par ailleurs, les chambres de compensation sont tenues d'adhérer, comme les entreprises d'investissement et les entreprises de marché, à une association professionnelle de leur choix (affiliée à l'AFEC), chargée de la représentation collective et de la défense des droits de leurs membres.

voit que les relations entre une chambre de compensation et ses membres sont de nature contractuelle, la sécurisation desdites relations dans le cas de chambres de compensation de marchés de gré à gré et leurs membres ne fait pas l'objet, actuellement, à la différence des chambres de compensation de marchés réglementés (voir par exemple les articles 49 et suivants sur les dépôts de garantie et couvertures constitués auprès d'une chambre de compensation par ses membres), de textes spécifiques.

L'article 52 de cette loi est, par conséquent, le cadre le plus adapté pour régir les rapports entre des chambres de compensation privées et leurs membres. On peut imaginer une chambre de compensation sur des opérations de gré à gré bien définies (pensions, prêts de titres, opérations de marché à terme ou cessions pures et simples d'instruments financiers) contractant avec ses membres dans les formes d'une convention cadre existante (AFTB, AFTI, etc.). Cette solution suppose que les règles de fonctionnement de la chambre concernée, qui devront être approuvées par le CMF dans les conditions définies dans son règlement général, ne soient pas contraires aux principes généraux de ces différentes conventions cadres. La seconde solution consisterait à recourir à une chambre de compensation multiproduits. L'article 52 permet précisément la mise en place de nouvelles conventions cadres multiproduits sur tous instruments financiers, qui pourraient organiser les relations

entre la chambre de compensation et ses membres.

Encore faut-il que les conventions cadres concernées soient reconnues comme des «conventions cadres de place». Dans cette perspective, plusieurs voies sont envisageables. On pourrait d'abord soumettre la convention cadre concernée à l'approbation du CMF conformément à l'article 37 de la loi du 2 juillet 1996 selon lequel «à la demande d'un ou plusieurs prestataires de services d'investissement ou d'une association professionnelle de prestataires de services d'investissement, le Conseil des marchés financiers peut, après avis de la Banque de France et de la Commission des opérations de bourse, certifier des contrats types d'opérations sur instruments financiers». On pourrait également obtenir l'adhésion des opérateurs principaux sur un marché donné à cette convention cadre multiproduits (par exemple l'adhésion des SVT pour la chambre de compensation sur les valeurs du Trésor), étant entendu que quelle que soit la solution retenue, les règles de fonctionnement de la chambre concernée devront néanmoins être approuvées par le CMF.

La création de chambres de compensation de gré à gré dans les conditions qui précèdent permettrait en outre de tirer profit des dispositions prévues dans la proposition de loi visant à modifier l'article 93 de la loi bancaire du 24 janvier 1984. Cette proposition de loi qui est actuellement à l'étude pré-

voit l'irrévocabilité des instructions données dans le cadre de systèmes de règlements interbancaires, ou dans le cadre de systèmes de règlement et de livraison de titres et la possibilité, pour de tels systèmes, d'exiger de leurs participants des remises de valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent en unité franc, en euro ou en devises, pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système. Ces dispositions étendraient donc à l'ensemble des chambres de compensation (y compris celles des marchés de titres de gré à gré) une protection comparable à celles prévues par les articles 49 et 50 de la loi du 2 juillet 1996.

Toutefois, les dispositions de la proposition de loi de modification de l'article 93 de la loi bancaire ne permettront pas, à elles seules, de faire l'économie, dans la perspective de la création de chambres de compensation privées, de la mise en place de conventions cadres de place dans le cadre de l'article 52 de cette loi. En effet, si ces dispositions contribuent sans conteste à la sécurisation des opérations sur titres grâce à l'irrévocabilité des instructions et au mécanisme de garantie qu'elles prévoient, elles ne permettent pas la résiliation des opérations en cours qui est, pour toute chambre de compensation, un préalable nécessaire pour assurer la compensation des dettes et créances réciproques résultant de l'ensemble des opérations avec un même participant.

Une convention cadre de place élaborée dans le cadre de l'article 52 permettra aux chambres de compensation des marchés de gré à gré de disposer d'un mécanisme de résiliation-compensation comparable à celui de la liquidation d'office des positions que peuvent effectuer les chambres de compensation des marchés réglementés, en application de la réglementation en vigueur. ●

(1) La notion d'instruments financiers est issue de la directive sur les services d'investissement et est définie à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 2 juillet 1996. Elle comprend les titres représentatifs de capital ou de dette, les parts d'Opcvm et de FCC et les instruments financiers à terme (contrats d'échange, options, etc.).

(2) Cass. com., 28 juin 1996, D. Affaires 1996, p. 842 ; dans le même sens, v. Bordeaux, 2 juill. 1992, *Rev. proc. coll.* 1994, 392, obs. Soinne.

(3) Cass. com., 20 févr. 1996, *Bull. civ.* IV, n° 56 ; *Quot. jur.*, 9 avr. 1996, p. 2 ; *Banque*, mai 1996, p. 97 ; *JCP éd. E.* 1996, n° 27, p. 251, obs. P. Bouteiller ; v. également Rennes, 16 sept. 1992, D. 1994, somm. 82, obs. Honorat.