

La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré

Jean-Michel Bossin
Responsable du droit des
marchés et des gestions
Société générale



Denis Lefranc
Juriste financier
Société générale

Nul ne conteste plus aujourd'hui, en France comme à l'étranger, l'utilité voire la nécessité pour les opérateurs économiques de recourir aux produits dérivés pour couvrir leurs risques de taux, de change, de portefeuille boursier ou autre : «*Derivatives early meet a market need*» (1).

Les produits dérivés sont, soit des contrats à terme ou optionnels négociés sur des marchés réglementés comme le Matif en France, le Liffe en Angleterre ou le CME aux États-Unis, soit des contrats conclus de gré à gré, tels que les contrats à terme sur taux d'intérêt, devises ou marchandises, les contrats d'échange (swaps de taux d'intérêt, de change), les contrats d'achat ou de vente d'options ou tout autre contrat à terme assimilé. La législation française, après avoir qualifié les produits dérivés de «marchés à terme (2)», les dénomme désormais «instruments financiers à terme (3)».

Les produits dérivés inquiètent. Certains vont jusqu'à parler de risques systémiques qu'ils pourraient engendrer (4). Mais ce sont surtout des pertes importantes d'entreprises commerciales (Metallgesellschaft AG : 1,4 milliard de dollars US en 1994, Procter & Gamble : 102 millions de dollars US en 1994, Seita : 23 millions de dollars US en 1996...), sans parler des fraudes sur des produits dérivés négociés sur les marchés réglementés (affaire Barings) qui ont attiré l'attention des médias et des superviseurs mondiaux sur les risques importants que, du fait de leur fort effet de levier, ces produits ou instruments sont susceptibles de faire courir à leurs utilisateurs.

Il est remarquable cependant que, tant le législateur que les autorités compétentes des principaux pays industrialisés, ne soient pas intervenus pour interdire à telle ou telle catégorie d'opérateur économique l'usage des produits dérivés, mais qu'au contraire, ils aient pris des mesures spécifiques préférentielles allant jusqu'à définir un régime juridique dérogatoire au droit commun, de la «faillite». Comme l'indiquait le directeur général de la Banque d'Angleterre : «*The supervisors and regulators in the main centres are working hard in specialised groups to find solutions that deliver regulation without strangulation*» (5).

Les risques juridiques des produits dérivés de gré à gré, objet du présent article, ont eu tendance à se diversifier et à se «complexifier» ces dernières années. Certains risques sont traditionnels, tel le risque d'exception de jeu ou celui de contrepartie ; d'autres sont plus récents, tel le risque de défaut de capacité ou de pouvoir ou celui lié au défaut d'information ou de conseil de l'utilisateur final. Il nous est apparu opportun au lendemain de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières qui a remanié en profondeur le régime juridique des produits dérivés de gré à gré, de faire le point sur les divers risques qui leur sont attachés et sur la façon la plus appropriée d'y remédier.

I La nullité des opérations sur produits dérivés liée au défaut de pouvoirs ou de capacité de la contrepartie : un risque à prendre en compte par tout intermédiaire financier

La jurisprudence des collectivités locales britanniques a, en 1989 puis en 1991, mis en exergue le risque de nullité des opérations sur produits dérivés qu'une contrepartie a conclues, alors que la réglementation à laquelle elle était assujettie ou les pouvoirs dont disposaient ses représentants, ne l'y autorisaient pas.

La Chambre des Lords a ainsi jugé le 24 janvier 1991 que les swaps et autres produits dérivés conclus par les collectivités locales d'Hammersmith & Fulham leur étaient inopposables car ne figurant pas sur la liste des instruments de dette autorisés par le *Local Government Act* de 1972. Par voie de conséquence, les opérations de ces collectivités locales étaient nulles car illégales (6).

En France, dans une affaire Savour Club contre Banque française du commerce extérieur (BFCE), s'est posée la question de l'inopposabilité des contrats d'achats à terme de 20 millions de dollars US conclus par cette société, par suite du défaut de pouvoir de son chef comptable, dans la transmission de ses ordres à la BFCE. La cour d'appel de Versailles le 7 mars 1996 a écarté ce motif, considérant que le chef comptable n'était qu'un exécutant du directeur financier, lequel avait tous pouvoirs pour conclure les opérations. En conséquence, les opérations conclues étaient opposables au Savour Club. Il est à noter que la cour d'appel a également écarté l'argument selon lequel les opérations spéculatives sur le dollar US dépassaient l'objet social du Savour Club en arguant que l'achat de devises à terme, même en quantité importante, pouvait se rattacher à l'objet social, c'est-à-dire la vente de spiritueux (7).

L'arrêt Savour Club, bien que favorable à la banque, doit inciter les intermédiaires financiers à se montrer attentifs à la réglementation qui régit les opérations de leurs contreparties, ainsi qu'aux pouvoirs dont disposent leurs représentants pour conclure des opérations sur produits dérivés. Deux exemples pour illustrer ce point : les produits dérivés autorisés aux collectivités locales françaises ainsi qu'aux organismes collectifs de placement en valeurs mobilières (Opcvm).

S'agissant des collectivités locales, une instruction conjointe des ministères de l'économie et des finances, du budget et de l'intérieur en date du 15 septembre 1992 précise que celles-ci ont la capacité de conclure valablement des opérations financières de gré à gré sur taux d'intérêt (principalement des swaps), à condition de respecter les règles suivantes :

- leurs contreparties doivent être des établissements de crédit ;
- les opérations doivent être obligatoirement des opérations de couverture qui sont seules considérées comme étant d'intérêt général ;
- les opérations doivent être adossées et dimensionnées à tout moment sur un ou plusieurs contrats de dette précisément identifiés ;
- la conclusion de l'opération doit relever d'une décision de l'organe délibérant comportant un degré suffisant d'information.

S'agissant des Opcvm, le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié précise qu'ils peuvent conclure des contrats de swaps de devises, de taux d'intérêt, de dividendes ou de variations d'indices dans certaines conditions dont la plus significative est que ces opérations doivent être stipulées révocables à l'initiative de l'Opcvm. La Cob a également autorisé, dans certaines conditions, les Opcvm à intervenir sur des opérations de garantie de taux plafond (*cap*), de taux plancher (*floor*) ou des opérations combinant ces deux opérations (*tunnel* ou *collar*) (8).

D'autres opérateurs économiques sont soumis à des réglementations particulières, en France comme à l'étranger, (caisses de retraites, compagnies d'assurance...), l'intermédiaire financier doit donc faire preuve d'une prudence particulière et s'assurer que sa contrepartie a tous pouvoirs et capacités pour les opérations sur produits dérivés qu'il souhaite conclure.

Il est à noter qu'en règle générale, les conventions-cadres standardisées de produits dérivés comme la convention-cadre de l'Association française des banques (AFB) d'avril 1994 ou le *Master Agreement* de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) de 1992 prévoient des

clauses de déclaration spécifiques concernant les pouvoirs. Par ces clauses, chaque partie déclare qu'elle a tous pouvoirs et capacité pour conclure des opérations de produits dérivés, cette déclaration étant présumée être réitérée lors de la conclusion de chaque nouvelle opération. La sanction contractuelle en cas de fausse déclaration est la possibilité pour l'autre partie de suspendre ses obligations et de résilier les opérations en cours.

Par ailleurs, il est fréquent que l'une des parties contractantes, le plus souvent l'intermédiaire financier, exige de sa contrepartie la remise d'une opinion juridique, établie par un juriste interne ou un cabinet d'avocats externe, attestant que ladite contrepartie a toute capacité et peut valablement conclure les opérations concernées au regard de la réglementation locale qui lui est applicable ainsi que de ses statuts.

Dans la mesure où diverses raisons, notamment de coût, peuvent jouer, les intermédiaires financiers ont pris l'habitude de n'exiger d'opinions juridiques que pour certaines contreparties, principalement celles à statut spécifique et que dans la mesure où celles-ci sont implantées dans certains pays, notamment ceux dont la réglementation locale est mal connue.

Sous réserve du respect des conditions susvisées, le risque éventuel d'une nullité des opérations du fait d'un défaut de pouvoirs ou de capacité peut être considéré comme limité. Il en va de même du risque dit «d'exception de jeu», dès lors qu'un examen préalable attentif de la réglementation locale applicable est mené. Qu'en est-il de ce risque en droit français ?

II Le risque d'«exception de jeu ou de pari» constitue un risque certes exceptionnel, mais qu'il convient de ne pas sous-estimer

La terminologie légale jusqu'en 1996 était en France, pour les produits dérivés, de les qualifier de «marchés à terme» (en fait «opérations de marché à terme»).

L'article 1 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme établissait une liste de marchés à terme reconnus comme légaux et pour lesquels le débiteur à de telles opérations ne pouvait, en se basant sur l'article 1965 du Code civil, invoquer le caractère de jeu ou de pari pour refuser de payer ce qu'il devait. Ainsi, l'article 1965 du Code civil, traditionnellement dénommé «règle de l'exception de jeu», ne s'appliquait pas à la liste des marchés à terme visés à l'article 1 de ladite loi au 28 mars 1885. Cette liste de marchés à terme, réglementés comme de gré à gré, a dû être complétée à maintes reprises, notamment en 1985 pour reconnaître la légalité des marchés à terme sur taux d'intérêt, en 1991 pour les marchés à terme sur indices ou sur devises et en 1993 pour les marchés à terme sur denrées et marchandises qui, dès l'origine, sont conclus sans possibilité de livraison physique du sous-jacent.

Le législateur de 1993 a, d'ailleurs, soumis à un traitement particulier les opérations de marché à terme sur denrées et marchandises qui, dès l'origine, sont conclus sans

possibilité de livraison du physique sous-jacent. Pour être légales, ces opérations doivent être conclues avec un établissement de crédit ou assimilé, français ou étranger.

En 1996, une nouvelle terminologie est désormais utilisée, les opérations de marché à terme deviennent opérations sur instruments financiers à terme, mais la règle de l'exception de jeu est abordée par le législateur dans des conditions similaires à ce qu'elle était dans le passé.

L'article 46-1 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières pose, en effet, le principe général de la validité de toutes les opérations sur instruments financiers à terme visées à son article 3 et donc de l'impossibilité pour une partie à de telles opérations d'invoquer l'exception de jeu.

La définition des instruments financiers à terme reprend, mais d'une manière différente, la liste des sous-jacents d'opérations de marché à terme qui figurait à l'article 1 de la loi du 28 mars 1885 et leur ajoute, une sous-catégorie générale : «*tous autres instruments de marché à terme*» dont l'interprétation, en l'absence de débats parlementaires précis, est délicate. En effet, si cette sous-catégorie correspond à l'acception très large d'instruments financiers à terme prévue par le douzième considérant de la directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, et englobe toute combinaison entre instruments financiers à terme (swaption...). Cela signifie-t-il, pour autant, que le législateur a entendu reconnaître la légalité de tout nouvel instrument financier à terme tels, par exemple, les instruments financiers à terme sur créances décotées (ou créances dites de *less developed countries* ou LDC's) ainsi que les instruments financiers à terme sur risque de crédit (*credit derivatives*) qui, pour certains d'entre eux, peuvent ne pas être compris dans l'une ou l'autre des autres sous-catégories d'instruments financiers à terme ? Une interprétation littérale du texte nous invite à considérer que tel semble être le cas et que ces instruments peuvent bénéficier du mécanisme de compensation de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996.

Cependant, pour les contrats à terme sur marchandises et denrées qui, dès l'origine, sont conclus sans possibilité de livraison du physique sous-jacent, le législateur a maintenu, pour des raisons peut-être d'ordre politique, l'obligation d'intermédiation instituée par la loi de 1993, en prévoyant que ces opérations doivent être passées entre deux parties au moins, dont l'une est un prestataire de services d'investissement, un établissement ou une entreprise visée à l'article 25 de cette même loi (Trésor, La Poste, compagnie d'assurance ou Opcvm...) ou un établissement étranger ayant un statut comparable. Si cette condition n'était pas remplie, le contrat à terme considéré ne serait pas «valide» et l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil pourrait être alors valablement invoquée par la partie débitrice. Par inadvertance sans doute, le législateur a omis d'inclure dans cette liste les membres des marchés réglementés visés à l'article 44-1 de la loi. Il est à souhaiter qu'une rectification législative soit opérée pour les commissionnaires et courtiers agréés sur marchandises du Matif qui étaient précédemment inclus dans cette liste.

Le risque de l'exception de jeu n'est pas propre au droit français, d'autres droits sont susceptibles de le prendre en considération, au risque de fragiliser les opérations sur produits dérivés. Tels sont notamment les droits anglais, allemand ou japonais. Les opérateurs se doivent donc d'apprécier ce risque, avant d'intervenir dans un pays donné.

III Le risque de mise en jeu de la responsabilité de l'intermédiaire financier pour défaut d'information et/ou de conseil doit toujours appeler une vigilance soutenue de la part des intermédiaires financiers, parties à des opérations de produits dérivés conclues de gré à gré

Le risque de recherche de responsabilité pour défaut d'information ou de conseil de l'intermédiaire financier a été mis en évidence, s'agissant des produits dérivés, à l'occasion d'affaires retentissantes au cours desquelles des entreprises industrielles et commerciales n'ont pas hésité, notamment à l'étranger, après avoir subi de lourdes pertes sur des produits dérivés, à attaquer leur intermédiaire, pour défaut d'information et de conseil lors de la vente de ces produits.

Ainsi, les instances judiciaires intentées fin 1994 par les sociétés américaines Gibson Greetings et Procter & Gamble à l'encontre de leur même banquier Bankers Trust, ainsi que par la société PT Dharmala en Grande-Bretagne, doivent en ce domaine retenir toute notre attention.

Gibson Greetings, société de cartes de vœux américaines, a assigné le 12 septembre 1994 Bankers Trust. Elle lui reprochait, alors qu'elle était un opérateur «non averti» des produits dérivés, de lui avoir fait réaliser des opérations de swaps de taux d'intérêt spéculatifs non destinées à une couverture contre un risque de baisse de taux d'intérêt, ce qu'elle désirait. Étaient aussi invoqués d'autres arguments, notamment celui selon lequel la documentation présentant les swaps était inadaptée au client et la méthode de valorisation des swaps n'ayant jamais été communiquées, ceci avait rendu impossible le suivi des risques. Gibson a donc demandé 23 millions de dollars US de dommages et intérêts, 50 millions de dollars US de pénalités et l'annulation des opérations de produits dérivés en cours (9).

L'affaire a donné lieu à une transaction amiable, Bankers Trust prenant à sa charge 14,5 millions de dollars US (10).

Les faits dans l'affaire Procter & Gamble contre Bankers Trust étaient voisins de ceux de l'affaire Gibson. Cette société ayant perdu 102 millions de dollars US sur deux swaps de taux d'intérêt, a assigné le 27 octobre 1994 Bankers Trust.

Aux dires de cette société, cette banque n'aurait pas respecté ses obligations d'information et de conseil en n'indiquant, ni les risques encourus lors de la conclusion de deux swaps de taux d'intérêt complexes, ni l'évolution défavorable de la valeur de ces swaps en cours d'opération. De plus, étaient invoqués des arguments tirés de manœuvres dolosives et frauduleuses de la banque à l'encontre de sa contrepartie.

Dans cette affaire comme dans la précédente, une transaction amiable a eu lieu, entraînant la prise en charge par Bankers Trust de la quasi-totalité de la perte subie par Procter & Gamble. (195/230 millions de dollars US) (11).

En Grande-Bretagne, la responsabilité des intermédiaires financiers pour défaut d'information et de conseil à l'occasion de la vente de produits dérivés a donné lieu à une jurisprudence remarquable. Le 16 décembre 1994 la société

indonésienne PT Dharmala Sakti Sejatera a assigné sa banque, Bankers Trust, devant les tribunaux anglais (compétents selon le contrat). Les arguments avancés étaient ceux de défaut de capacité, d'information et de conseil lors de la vente de deux swaps de taux d'intérêt. Le 1^{er} décembre 1995, la *High Court of Justice* de Londres a décidé que :

- la banque avait un devoir d'information qui se limitait à la présentation de scénarios d'évolution des produits ; mais n'avait pas de devoir de conseil sur les risques encourus ou la complexité des produits ;
- le client aurait du prouver qu'il était profane, s'agissant de ces produits ;
- par ailleurs, et en l'espèce, il n'y avait pas de défaut de capacité, car la conclusion des swaps ne nécessitait pas, au vu des statuts de la société, une autorisation particulière de son conseil de surveillance (12).

Ces litiges d'origine étrangère, reposent sur des concepts spécifiques de *fiduciary duty*, *suitability*, *duty of care*, qui ne recouvrent pas le contenu de l'obligation d'information et de conseil au sens du droit français. Cependant ces affaires soulignent avec force aux vendeurs de produits dérivés, la nécessité d'informer, voire de conseiller au mieux leurs contreparties, utilisateurs finaux de ces produits (13).

En droit français, le devoir d'information et de conseil de la banque à l'égard de son client est une obligation générale qui, au regard de la jurisprudence de ces dernières années, couvre tous les domaines de l'activité bancaire et ne se limite pas à la seule vente de produits dérivés.

La banque est, d'une manière générale, tenue à un devoir d'information et parfois de conseil. Le passage de l'information au conseil s'opère de façon subreptice. Le devoir de conseil se relie cependant à une relation contractuelle expresse et le plus souvent rémunérée entre le client et son banquier. Cette distinction ne débouche pas nécessairement sur un régime de responsabilité différent. En effet, les tribunaux associent souvent le devoir d'information avec celui de conseil. Dans le cadre de la présente étude, nous évoquerons le devoir d'information du banquier pris dans cette double acception.

La Cour de cassation a considéré, par un arrêt de principe, (affaire Buon contre Banque populaire Bretagne-Atlantique - BPBA), en visant l'article 1147 du Code civil, que : «*quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques qu'il encourt dans les opérations spéculatives sur le marché à terme, hors le cas où il en a connaissance* (14)».

Une limitation au devoir d'information du banquier est toutefois reconnue dans le cas où son client a eu connaissance des risques encourus, autrement dit, lorsqu'il peut être considéré comme un «opérateur averti (15)».

A l'exception de l'arrêt de la Cour de cassation du 9 avril 1996, en matière d'opérations de change à terme et pour lequel la responsabilité de la banque a été écartée compte tenu du caractère d'«opérateur averti» du client (16), il n'existe pas encore à notre connaissance de jurisprudence française en matière de défaut d'information sur des produits dérivés de gré à gré. Cependant comme nous venons de le noter, la jurisprudence précitée est d'autant plus transposable à ces produits que cette obligation vient d'être spécifiquement prise en compte par la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

L'article 58 de la loi du 2 juillet 1996 indique en effet que les prestataires de services d'investissement doivent

s'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience et de leurs objectifs et leur communiquer les informations utiles dans le cadre de leurs opérations sur instruments financiers (que ceux-ci soient à terme ou non). L'article 58 précise que ces obligations doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle des clients.

Cette dernière précision constitue une reprise implicite de la notion jurisprudentielle précitée d'«opérateur averti» et invite donc les autorités compétentes à en définir le contour réglementaire. Déjà, la Commission des opérations de bourse dans son rapport annuel pour 1996, en définissant la notion de placement privé, a précisément visé les opérateurs avertis. Selon elle, le placement privé est le placement de titres auprès d'investisseurs professionnels (prestataires de services d'investissement, établissements de crédit), sans limitation de nombre agissant pour compte propre, ainsi qu'auprès d'un nombre limité d'investisseurs avertis, agissant pour compte propre, soit cinquante, au plus, s'il s'agit de personnes morales ayant un portefeuille de titres supérieur à 100 millions de francs ou trente personnes physiques au plus, lorsqu'elles sont titulaires d'un portefeuille de titres supérieur à 50 millions de francs. Il est probable que le Conseil des marchés financiers retiendra ces critères dans son règlement général, pour définir sa notion de «d'investisseur averti».

Les modalités d'information de l'intermédiaire financier vis-à-vis de ses contreparties doivent aussi retenir notre attention. L'information donnée par l'intermédiaire à une contrepartie a, en effet, principalement lieu avant la signature des contrats-cadres de produits dérivés, lors de la conclusion des opérations, mais aussi à la signature du contrat et pendant toute la durée de vie de ces produits.

Les contrats-cadres sur produits dérivés, à savoir principalement la convention-cadre AFB d'avril 1994 relative aux opérations de marchés à terme et le *Master Agreement* publié par l'ISDA en 1992, contiennent des dispositions relatives au devoir d'information du banquier. Ces dispositions figurent sous la forme de clauses limitatives de responsabilité. Ainsi, selon l'article 6.7 de la convention-cadre AFB relative aux opérations de marché à terme, chaque partie déclare «*qu'elle dispose des connaissances et de l'expérience nécessaires pour évaluer les avantages et les risques encourus au titre de chaque transaction et ne s'en est pas remise pour cela à l'autre partie*». Par ailleurs, la note de présentation de la convention-cadre AFB souligne spécialement à l'attention du contractant non bancaire, la nécessité d'évaluer ses besoins et ses risques lorsqu'il conclut des opérations sur produits dérivés, ainsi que la nécessité de contrôler l'évolution de ses engagements au cours de la vie des opérations.

S'agissant du *Master Agreement* de l'ISDA, des dispositions similaires à l'article 6-7 de la convention-cadre AFB figurent dans le document intitulé «*Representation Regarding Relationship Between Parties*» du 6 mars 1996.

Ces clauses limitatives de responsabilité permettent aux intermédiaires d'attirer spécialement l'attention de leurs contreparties sur la nécessité de mener leur propre appréciation sur les produits qu'ils entendent acquérir et de l'adéquation de ceux-ci à leurs besoins. Aussi, toute modification apportée par une contrepartie à de telles clauses doit-elle être examinée avec prudence et circonspection. En effet, comme le rappelle le Conseil national du patronat français - CNPF (17), il revient à l'entreprise d'arrêter la liste des instru-

ments financiers à terme sur lesquels elle souhaite intervenir, non seulement en fonction de ses besoins, mais aussi des moyens, notamment de contrôle dont elle dispose. Le CNPF invite également l'entreprise à déterminer pour chaque type d'instrument, le niveau maximal de risque accepté et à décider du niveau et de la fréquence du *reporting*.

Le devoir d'information de l'intermédiaire financier ne doit pas cependant se limiter à la seule remise d'une convention-cadre, d'autant plus qu'en pratique, les usages de marché conduisent à la signature des dites conventions bien après la réalisation des premières opérations. D'autres précautions sont donc nécessaires. Tant la jurisprudence précitée, que les nouvelles dispositions susvisées de l'article 58 de la loi du 2 juillet 1996, ont conduit les intermédiaires financiers à mettre en place des modalités de commercialisation qui, à chaque stade de la négociation, tiennent compte de la nature de la contrepartie, du caractère complexe ou non des produits proposés, ainsi que de leurs risques pour l'utilisateur final.

Ces critères sont le plus souvent adaptés au type de contrepartie concernée. En effet, plus une contrepartie sera considérée comme un professionnel ou un «opérateur averti», moins le niveau d'information transmis par l'intermédiaire devra être détaillé.

De plus, les systèmes dits d'appels de marges sur produits dérivés qui ont tendance à se développer aujourd'hui pour les opérations de gré à gré, contribuent également à renseigner les clients sur les variations de leurs gains ou pertes potentiels pour leurs opérations de produits dérivés et donc sur les risques encourus.

Par ailleurs, se fait jour une tendance des professionnels sur produits dérivés à élaborer en liaison avec les investisseurs, des codes de conduite ou pratiques de place et ce, en France comme à l'étranger.

Partant notamment du constat qu'en matière de produits dérivés, comme nous l'avons déjà indiqué, les contrats-cadres sont souvent signés après la conclusion des premières opérations, les professionnels réunis au sein de l'AFB, s'inspirant de l'exemple des règles de conduite américaines élaborées en concertation avec la Federal Reserve Bank (18), ont mis au point un projet de «Code de conduite». Ce projet énonce un certain nombre de règles à suivre en matière d'organisation et d'informations lors de la conclusion d'opérations sur produits dérivés, ainsi que plus généralement, de la conduite à tenir par tout intervenant sur ce marché.

Le mérite de ces Codes de conduite et règles de place est de mettre en évidence le fait que le plus souvent les opérations sur produits dérivés donnent lieu à des traitements de masse et à des standardisations auxquels intermédiaires et clients doivent se soumettre. Ceci est rarement compris en France, où bien souvent l'entreprise considère qu'un soin particulier doit lui être apporté alors même qu'il s'agit d'opérations standardisées.

Tant le rapport de 1995 du CNPF précité, que le projet de Code de conduite de l'AFB répondent à ce besoin essentiel d'auto-organisation du marché des produits dérivés. Il serait sans doute intéressant qu'un texte commun des pratiques de référence de ce marché, par exemple un contrat-type d'adhésion, soit élaboré et diffusé par les banques et les entreprises, après certification par le Conseil des marchés financiers et ce, en application de l'article 37 de la loi du 2 juillet 1996. Le mérite d'un tel document, outre son indéniable caractère pédagogique, serait d'éviter des incompré-

hensions mutuelles lors des négociations, et de permettre un traitement efficace des négociations et des signatures de contrats-cadres, gage de la maturité du marché des produits dérivés de gré à gré.

Le risque essentiel à maîtriser, tant pour l'intermédiaire financier que pour l'utilisateur final de produits dérivés, reste cependant le risque de contrepartie, notamment en cas de «faillite» de l'une des parties.

IV Le risque de contrepartie nécessite une analyse approfondie et systématique de la part de chacune des parties à une convention-cadre de produits dérivés de gré à gré

Il n'est sans doute pas inutile de retracer le cadre juridique dans lequel le risque de contrepartie sur produits dérivés a évolué ces dernières années, en droit français.

Lors de la présentation au Parlement de la loi portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers – devenue loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993, l'exposé des motifs mettait en exergue deux objectifs pour justifier d'un régime dérogatoire à la loi sur la «faillite» pour les opérations de produits dérivés. Il fallait :

- premièrement, affirmer la reconnaissance d'un mécanisme de compensation conventionnelle avec exigibilité anticipée des créances afférentes à des «opérations de marché à terme», opposable en cas de redressement ou de liquidation judiciaires de l'une des parties (selon la terminologie anglo-saxonne *close-out netting*) ;
- en second lieu, permettre, en donnant une assise légale à ce système dérogatoire au droit des procédures collectives, d'assurer la force juridique demandée par les autorités prudentielles au plan international et européen pour la réduction des besoins de fonds propres des établissements de crédit, au regard des ratios prudentiels internationaux (ratio Cooke et ratio européen).

En insérant un article 2 à la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme et en modifiant l'article 1, la loi du 31 décembre 1993 a ainsi reconnu la validité de la compensation avec exigibilité anticipée, «nonobstant toute disposition législative contraire», des dettes et créances afférentes aux opérations de marchés à terme passées dans le cadre des règlements des marchés réglementés ou dans celui des marchés de gré à gré, lorsque ceux ci concernent des opérations régies par une convention-cadre de place respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale (19).

La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières a montré l'intérêt accru du législateur pour définir un traitement spécifique et favorable des opérations sur produits dérivés de gré à gré («instruments financiers à terme») en cas de procédure collective à l'encontre de l'une des parties, par une extension des bénéficiaires de ce régime et des opérations concernées (20).

Un rappel du dispositif de la loi du 31 décembre 1993 est là encore indispensable pour apprécier les modifications

apportées par l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996. Les quatre conditions posées en 1993 par le législateur pour bénéficier du régime favorable du *close-out netting*, étaient les suivantes :

Première condition. Les opérations de marchés à terme concernées sont celles de l'article 1 de la loi du 28 mars 1885 précitée, autrement dit : tous les contrats à terme ou optionnels et les contrats d'échange (swaps) portant sur des effets publics ou privés, des valeurs mobilières, des marchandises ou denrées, des taux d'intérêt, des indices ou des devises, ainsi que toute combinaison entre ces contrats (*equity swap*, *swaption*...).

Deuxième condition. Les dettes et créances afférentes aux opérations de marché susvisées sont compensables lorsqu'elles sont régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale. Sont ainsi concernées, par exemple et à titre non limitatif, la convention-cadre de l'AFB relative aux opérations de marché à terme et la convention-cadre publiée par l'ISDA.

Troisième condition. La convention-cadre doit organiser les relations entre deux parties au moins (et ceci est une reconnaissance de la compensation conventionnelle multilatérale) dont l'une est un établissement de crédit, un établissement de l'article 8 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 (Trésor public, Banque de France, services financiers de La Poste, Institut d'émission des départements d'outre-mer, Institut d'émission d'outre-mer et Caisse des dépôts et consignations), un agent des marchés interbancaires, une entreprise visée à l'article L. 310-1 du Code des assurances, une société de bourse ou un établissement non résident ayant un statut comparable.

Quatrième condition. La compensation avec exigibilité anticipée doit être effectuée selon le dispositif contractuel fixé par les parties et les opérations doivent être évaluées en vue de cette compensation, selon des modalités préalablement convenues.

Dès lors que les quatre conditions susvisées sont réunies, la résiliation des opérations de marché à terme peut être prononcée par l'une des parties et donner lieu à compensation, en cas de défaillance de l'autre partie.

Ce *close-out netting*, qui ne se réfère en aucune manière à la notion jurisprudentielle de «connexité», est opposable aux tiers, même si la défaillance d'une partie est due, soit à l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire à son encontre, soit à celle d'une procédure de règlement amiable la concernant.

Le dispositif de la loi du 31 décembre 1993 est en effet applicable, «*nonobstant toute disposition législative contraire*».

Le législateur du 2 juillet 1996 a entendu modifier ce dispositif en étendant le bénéfice du *close-out netting* à l'ensemble des instruments financiers, en le rendant opposable au créancier saisissant et en instituant un système d'appels de marges, en titres ou en espèces, en garantie des opérations concernées.

Les quatre conditions posées par le législateur de 1993 pour le bénéfice du *netting* des opérations de marché à terme sont revues par le législateur de 1996.

Première condition. L'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 élargit le champ d'application du *netting*, jusque-là autorisé pour les seules dettes et créances afférentes aux opérations de marché à terme, en l'étendant aux dettes et créances afférentes à toutes opérations dès lors qu'elles portent sur des instruments financiers, lesquels sont :

- les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition,
- les titres de créances qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce ou des bons de caisse,
- les parts ou actions d'organismes de placement collectif (actions de sociétés d'investissement à capital variable-Sicav, parts de fonds communs de placement-FCP, de fonds communs de créances-FCC et de sociétés civiles de placement immobilier-SCPI),
- les instruments financiers à terme (contrats à terme, contrats optionnels, contrats d'échange...),
- et tous instruments équivalents à ceux mentionnés ci-dessus émis sur le fondement de droits étrangers.

La portée de cette modification, sans doute importante pour l'avenir, est délicate à apprécier. On pourrait ainsi considérer que toutes opérations sur instruments financiers étant couvertes par l'article 52, les opérations de pension autres que celles de la loi du 31 décembre 1993 et celles de prêts de titres autres que ceux visés par la loi du 17 juin 1987 bénéficient du *netting*. Cette question mérite d'être approfondie.

Par ailleurs, il convient d'examiner la question du *netting* d'opérations sur instruments financiers au comptant. S'agissant du *netting* d'opérations sur instruments financiers à terme, celui-ci a principalement pour objet de rendre opposables aux tiers les clauses de déchéance du terme ou d'exigibilité anticipée de ces opérations convenues entre des parties et ce, nonobstant les articles 37 et 56 de la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises. L'opposabilité de telles clauses est en effet fondamentale pour des instruments de hors bilan dont la caractéristique est de mettre à la charge des parties qui les concluent des obligations de payer ou de livrer dont la réalisation est postérieure à la conclusion desdites opérations.

En revanche, les opérations sur d'autres instruments financiers que ceux à terme, constituent des opérations au comptant, lesquelles font essentiellement peser un risque de livraison contre paiement qui, en cas de défaut d'une partie, peut donner lieu à la mise en jeu d'autres dispositions légales. Ainsi, s'agissant des titres, existe le mécanisme d'exception d'inexécution de l'article 47 ter de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne (article complété par l'art. 103 de la loi du 2 juillet 1996). La coordination entre ce mécanisme de l'article 47 ter et la mise en jeu d'un éventuel *netting* pour des opérations sur instruments financiers (de gré à gré et au comptant) incluses dans une convention-cadre, qui reste en opportunité à établir, devra être précisée.

La deuxième condition de la validité du *netting* posée par la loi de 1993 reste inchangée : les opérations doivent être régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale.

Notons que par lettre du 7 août 1995, le gouverneur de la Banque de France a – il est vrai pour des raisons prudentielles – indiqué la liste des contrats-cadres de place dont les principes généraux doivent être respectés par les parties. Il s'agit des conventions-cadres de l'Association française des banques-AFB, de l'International Swaps and Derivatives Association-ISDA, de l'International Foreign Exchange Master Agreement-IFEMA, de l'International Currency Options Market-ICOM et du Foreign exchange netting and close-out Agreement-FXNET (21). D'autres contrats-cadres internationaux existent et il serait utile que cette liste soit actualisée.

Troisième condition. La convention-cadre doit organiser les relations entre deux parties au moins, dont l'une est un prestataire de services d'investissement ou une institution, entreprise ou un établissement visé à l'article 25 de la loi du 2 juillet 1996 ou un établissement non résident ayant un statut comparable, à savoir :

- les prestataires de services d'investissement : établissements de crédit fournissant des services d'investissement et entreprises d'investissement (dont les sociétés de gestion de portefeuille) ;
- les Opcvm, c'est-à-dire les Sicav et les sociétés de gestion d'Opcvm de l'article 12 de la loi du 23 décembre 1988, ainsi que les sociétés de gestion de fonds communs de créances et de sociétés civiles de placement immobilier-SCPI ;
- par application de l'article 25 de la loi susvisée, sont aussi concernés les établissements visés à l'article 8 de la loi bancaire (Trésor, Banque de France, La Poste...) et les entreprises d'assurance et de réassurance. Sont également assimilés à ces organismes, mais seulement si la réglementation qui leur est applicable les autorise à effectuer des opérations sur instruments financiers : les entreprises qui fournissent des services d'investissement aux personnes morales qui les contrôlent, directement ou indirectement au sens de l'article 355-1 de la loi du 24 juillet 1966, et aux personnes morales que ces dernières contrôlent ; les entreprises dont les activités de services d'investissement se limitent à la gestion d'un système d'épargne salariale ; les courtiers en marchandises qui ne fournissent un service d'investissement qu'à leurs contreparties et dans la mesure nécessaire à leur activité principale ; les personnes qui fournissent un service d'investissement, de manière accessoire à une activité professionnelle, dans la mesure où celle-ci est régie par des règles qui ne l'interdisent pas formellement ainsi que les démarcheurs dont l'activité est régie par les lois du 28 mars 1885, du 28 décembre 1966 et du 3 janvier 1972.

En modifiant cette troisième condition, le législateur de 1996 a, comme on le constate, étendu le bénéfice de la compensation avec exigibilité anticipée à un large nombre d'opérateurs. Ceci devrait contribuer à une plus grande sécurité des opérations sur produits dérivés, à condition que ces nouveaux opérateurs en respectent les règles juridiques et mettent en place des procédures de contrôle appropriées.

D'autre part, et même s'il s'agit là d'une question en marge de notre problématique, il convient de souligner que ce serait une erreur de croire que l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 a établi un monopole d'intermédiation des prestataires de services d'investissement et assimilés pour leurs opérations pour compte propre sur instruments financiers négociés de gré à gré. En effet, il résulte des débats parle-

mentaires et de l'article 21 de la loi du 2 juillet 1996 que le service d'investissement de négociation pour compte propre de l'article 4 de la loi n'entre dans le monopole des prestataires de services d'investissement que si cette activité est exercée dans le cadre de services d'investissement pour compte de tiers ou est exercée à titre habituel. Sous les conditions susvisées, les opérateurs non visés par l'article 52 de la loi peuvent donc conclure directement entre eux des opérations sur instruments financiers à terme ou non, mais sans toutefois pouvoir bénéficier des dispositions de l'article 52 de ladite loi.

Par ailleurs, en ce qui concerne la notion «d'établissement non-résident ayant un statut comparable», sa portée est désormais clarifiée. En effet, y sont inclus tous les intermédiaires financiers et les sociétés de gestion de portefeuille pour compte de tiers, dès lors qu'ils sont agréés par une autorité compétente de leur État d'origine.

Quatrième condition. Les parties doivent avoir prévu dans leur convention-cadre les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation des opérations, en cas de défaillance de l'une d'elles. Cette condition est identique à celle posée par la loi du 31 décembre 1993. Cependant, et nous y reviendrons, les modalités susvisées sont désormais opposables aux créanciers saisissants.

Comme dans la loi de 1993, dès lors que les quatre conditions susvisées sont réunies, la résiliation des opérations sur instruments financiers à terme peut être prononcée par la partie non défaillante et donner lieu à un *close-out netting*, c'est-à-dire à une évaluation des valeurs de remplacement des opérations résiliées puis à la compensation des dettes et créances y afférentes.

Selon le dernier alinéa de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996, les dispositions de la loi n° 84-948 du 1^{er} mars 1984 relative au règlement amiable et de la loi n° 85-98 du 25 janvier sur la «faillite» ne font pas obstacle à l'application de ce dispositif de *close-out netting*. Rappelons que le mécanisme de compensation de la loi de 1993 était applicable «*nonobstant toute disposition législative contraire*». Pourquoi une telle modification ? Il semble que le législateur de 1996 ait voulu faire preuve d'une rigueur accrue, en cernant précisément les textes législatifs pouvant être concernés par l'article 52.

On peut seulement regretter que le législateur n'ait pas visé parmi les textes pertinents, le titre III du livre III du Code de la consommation sur le traitement de situations de surendettement, comme il l'a fait à l'article 104 de la loi du 2 juillet 1996 pour les prêts de titres. Nous pensons cependant qu'une situation de surendettement d'une personne physique, commerçante ou non, ayant conclu des opérations sur instruments financiers régies par une convention-cadre est quelque peu théorique (22).

Après avoir examiné le risque juridique de contrepartie, il convient de donner quelques précisions sur la reconnaissance prudentielle de ce risque.

V L'approche prudentielle du risque de contrepartie sur produits dérivés doit désormais être juridiquement appréciée par les intermédiaires financiers

Selon l'accord du Comité de Bâle sur les fonds propres de juillet 1994, repris en grande partie par la Directive européenne 96/10 du 21 mars 1996 (23), les établissements de crédit qui souhaitent bénéficier de risques pondérés au regard des ratios, international et européen, de solvabilité pour leurs instruments financiers à terme de gré à gré, c'est-à-dire les produits dérivés inscrits dans leur hors bilan, doivent démontrer à leur autorité de tutelle la validité juridique des conventions de compensation (*contractual netting*) qu'elles ont conclues.

Approche juridique et approche prudentielle du risque de contrepartie sont deux approches qui se recoupent, mais si la première est sous l'appréciation du juge, la seconde est sous celle des autorités de tutelle des établissements de crédit. Les dispositions normatives du Comité de Bâle et de la Commission de Bruxelles prennent cependant en compte le risque de contrepartie sous l'angle juridique. En effet, l'accord des autorités sur la validité des conventions de *netting* ne peut être donné que si l'établissement de crédit peut justifier à son autorité par un avis juridique, écrit et motivé, que la compensation (*netting*) est valable et ne sera pas remise en cause en cas de «faillite» de sa contrepartie, au regard des droits concernés.

Il est donc indispensable pour toute partie à un contrat-cadre de produits dérivés de vérifier en cas de faillite de sa contrepartie quels droits applicables reconnaîtront la validité du *netting*. Ces droits sont celui du siège social de la contrepartie, celui qui régit le contrat-cadre, et aussi le droit local de tout pays où une succursale de cette contrepartie qui conclut des opérations, est implantée. En effet, dès lors que des actifs sont situés dans le pays de cette succursale, une «faillite secondaire» peut y être ouverte. Cette dernière appréciation est dite «examen de la validité du “*netting* multisuccursales” ou “*multibranch netting*”».

Conformément, aux dispositions du contrat-cadre, la «faillite» d'une contrepartie constitue une cause de résiliation du contrat qui autorise la partie non défaillante à effectuer le *netting* global pour les opérations conclues, tant par cette contrepartie au niveau de son siège social, que pour ses succursales, (nominément désignées au contrat ou toutes les succursales de ladite contrepartie, en cas de contrat-cadre dit *worldwide*).

Le risque existe que ce *netting* global puisse être remis en cause localement par un administrateur à la faillite secondaire d'une succursale, ou que ledit administrateur, ne tenant pas compte du *netting* global, demande à la partie non défaillante de payer ce qu'elle doit et de produire pour ce qui lui est dû pour les opérations conclues par la succursale. Il y a donc un risque évident de double paiement. Pour cette raison, l'appréciation de la validité du *netting* doit être menée sur la base de ce *multibranch netting*, aux fins de réduire tant le risque juridique de contrepartie, que de satisfaire aux ratios prudentiels.

Pour l'appréciation du *netting* des produits dérivés, l'Association ISDA a procédé à une étude systématique, tant

du *netting*, que du *multibranch netting*, sur près de vingt pays. Il ressort de cette étude que la majorité des pays soit dans leur législation, soit dans leur jurisprudence admette la validité du *close-out netting* en cas de faillite d'une partie à un contrat-cadre de produits dérivés et écarte par là tout risque de *cherry picking* (c'est-à-dire, la possibilité pour un administrateur de continuer les opérations profitables et de résilier les autres) (24). Certains pays pourtant, tels l'Espagne ou le Portugal, ne reconnaissent pas la validité du *netting* ou le reconnaissent sous certaines conditions, strictes et limitatives, telle l'Italie. Par ailleurs, l'examen systématique de la validité du *multibranch netting* met en évidence le risque d'une remise en cause du *netting* par la législation de certains pays, lorsque les parties choisissent la clause de résiliation automatique de leurs opérations (*Automatic Early Termination*) alors que leur droit ne l'admet pas. Il en va notamment ainsi de l'Australie ou de Hong-kong. Dans ce domaine encore, une étude systématique est nécessaire pays par pays.

VI D'autres dispositions de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 visent à renforcer la sécurité des opérations de produits dérivés, que ce soit en matière de risque de saisie ou de cession de contrats et à instituer un mécanisme de garantie

L'alinéa 3 de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 renforce l'efficacité du mécanisme de *netting* en prévoyant que «*les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation prévues par les conventions-cadres [...] sont opposables aux créanciers saisissants. Toute opération de résiliation, évaluation et compensation effectuée en raison d'une procédure civile d'exécution est réputée être intervenue avant ladite procédure*».

Cette disposition vise à lever les incertitudes que posaient pour la validité du *netting* des opérations sur produits dérivés, la loi du 9 juillet 1991 portant réforme des procédures civiles d'exécution. En effet, l'article 43 de cette loi précise que la saisie-attribution emporte, à due concurrence des sommes pour lesquelles elle est pratiquée, attribution immédiate au profit du saisissant, de toute créance disponible entre les mains du tiers saisi et son article 74 stipule que la saisie conservatoire rend tout bien mobilier incorporel indisponible.

L'application de ces dispositions aux créances afférentes à des opérations sur produits dérivés pouvait limiter, voire faire échec, au dispositif de compensation conventionnelle prévu par l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996. Ainsi, et même si les parties à la convention-cadre avaient prévu que la saisie constituait un cas de défaillance, générateur de la résiliation anticipée des opérations et de leur compensation, l'attribution immédiate prévue par l'article 43 de la loi du 9 juillet 1991 précitée pouvait, compte tenu d'un nécessaire constat d'antériorité par rapport à la compensation, faire échec à ce dispositif.

Ce risque est désormais levé, puisque l'alinéa 3 de l'article 52 précise les droits du créancier saisissant, tout en établissant de manière certaine que les modalités de la compensation prévues par la convention-cadre s'imposent à celui-ci. En effet, en cas de mise en œuvre d'une procédure civile d'exécution (saisie-attribution, saisie conservatoire ou avis à tiers détenteur (25)), la compensation est réputée être intervenue avant la procédure de saisie et est dès lors opposable au créancier saisissant. En conséquence, seul le solde net ainsi compensé des opérations sur instruments financiers, entre dans l'assiette de la saisie-attribution, de la saisie conservatoire, ou de l'avis à tiers détenteur, selon le cas.

L'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 institue également un régime spécifique de sûretés pour couvrir les risques résultant de la conclusion d'opérations sur produits dérivés.

L'alinéa 4 de l'article 52 instaure un régime spécifique d'appels de marges en pleine propriété. Cette réforme est fondamentale pour les opérations sur produits dérivés de gré à gré. En effet, du fait de leur extrême sensibilité ou «volatilité» à toute variation du prix de leurs actifs sous-jacents, selon le mécanisme dit de «l'effet de levier», les opérations sur produits dérivés font, comme nous l'avons vu, peser un risque important de contrepartie, en cas de défaillance du cocontractant.

Jusqu'à la loi du 2 juillet 1996, notre droit des sûretés était inadapté à la mise en place de contrats dits de «collatéralisation», selon la terminologie utilisée par les opérateurs de marchés, puisqu'une couverture efficace du risque de contrepartie suppose des sûretés appropriées et ajustables, non susceptibles d'être remises en cause en cas de défaillance ou d'ouverture d'une procédure de «faillite» du constituant de la garantie.

Ainsi pour les titres, le formalisme requis pour la constitution d'un nantissement, en application de l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983 était inadapté à la constitution de garanties, fréquentes et ajustables. De plus les articles 2078 du Code civil et 93 du Code de commerce interdisaient au créancier de disposer contractuellement des titres nantis en cas de non-paiement du débiteur, sauf à respecter des formalités légales lourdes et complexes. Enfin, l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre du débiteur empêchait même une attribution judiciaire du gage.

La technique du gage espèces permettait de lever ces difficultés et était de ce fait, en pratique, la seule utilisée puisqu'en ce cas, le titulaire du compte gagé devient propriétaire des fonds et peut ainsi, en cas de défaillance de sa contrepartie, compenser les sommes dues à son cocontractant défaillant avec sa propre créance par application de l'article 1289 du Code civil sur la compensation légale.

Cependant, une difficulté importante au développement de garanties, titres ou espèces, sur instruments financiers à terme résidait dans le risque de voir l'une de ces remises en garantie attaquée sur le fondement des nullités de l'article 107 de la loi du 25 janvier 1985 précitée et plus particulièrement du 6° de cet article qui frappe de nullité toute garantie pour dettes antérieurement contractées.

La réforme instituée par la loi du 2 juillet 1996 établit un régime de garantie dérogeant au droit commun en per-

mettant aux parties à une convention-cadre de prévoir «des remises, en pleine propriété, à titre de garantie, ainsi opposables aux tiers sans formalité, de valeurs, titres, effets ou sommes d'argent pour tenir compte de l'évolution de la valeur desdites opérations (régis par la convention-cadre)». Ces remises bénéficient, par ailleurs, d'un régime de neutralité fiscale en application de l'article 53 de cette même loi.

Rappelons que le transfert de propriété à titre de garantie de titres ou d'espèces n'est pas un mécanisme inconnu du droit français puisque ce mécanisme existe pour les marchés réglementés d'instruments financiers à terme (Matif, Monep) et a même vu sa portée étendue et clarifiée, pour les marchés réglementés, par les articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996. De même, pour les marchés de gré à gré, un mécanisme similaire avait déjà été introduit par l'article 12-I de la loi du 31 décembre 1993 pour les opérations de pension livrée.

Au-delà des débats que peut soulever la nature juridique de ces remises de titres ou d'espèces en sûreté-proprété ou en transfert fiduciaire, le mécanisme organisé par l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 permet à la partie bénéficiaire de la remise de titres ou d'espèces d'en être propriétaire, ce qui l'autorise à en disposer librement et à pouvoir opposer son droit de propriété sur les garanties ainsi constituées, en cas de défaillance ou de «faillite» de sa contrepartie. L'article 52 précise également que ces remises sont «opposables aux tiers sans formalité» ce qui signifie qu'aucune autre formalité que la remise effective des titres ou des espèces constitutives de la garantie n'est nécessaire. Le transfert de propriété prévu par la loi n'est par conséquent opposable aux tiers que si les espèces ont été virées à un compte ouvert au nom du bénéficiaire ou si les titres ont été livrés par virement sur un compte ouvert au nom du bénéficiaire pour les titres dématérialisés ou par endos pour les effets à ordre et par tradition pour les titres matérialisés.

La loi du 2 juillet 1996 définit largement le régime juridique de ces remises. Elles peuvent en effet porter sur des «valeurs, titres, effets ou sommes d'argent» ce qui inclut toutes valeurs mobilières et titres de créances négociables, négociés sur un marché français ou étranger, réglementé ou de gré à gré, ainsi que tous effets publics ou privés, à la condition que les remises aient pour objet la couverture de «l'évolution de la valeur desdites opérations (sur instruments financiers)». Peuvent ainsi bénéficier du mécanisme de remises de l'article 52, toutes remises, garanties spécifiques ou *independent amount* au sens de l'ISDA destinées à couvrir un risque spécifique ou général lié à l'évolution de la valeur d'une ou plusieurs opérations de produits dérivés mais est, en revanche, exclu du bénéfice dudit mécanisme tout dépôt de garantie qui aurait été constitué entre des parties à une convention-cadre, préalablement à la réalisation d'une première opération sur instruments financiers.

L'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 simplifie également les conditions de la réalisation de la garantie constituée en précisant que les dettes et les créances relatives à ces remises sont «compensables» avec celles afférentes aux opérations sur instruments financiers. Ainsi, en cas de défaillance et d'ouverture d'une procédure de «faillite» d'une contrepartie à des opérations sur instruments financiers, la partie non-défaillante pourra, s'il en a été préalablement convenu à la convention-cadre, non seulement effectuer une compensation avec exigibilité anticipée des opérations en cours, mais également compenser le solde de résiliation obtenu avec la garantie ainsi réalisée.

Le choix retenu par le législateur d'une qualification de la réalisation des remises en garantie par compensation présente l'avantage de préciser que la partie titulaire d'un solde positif après compensation devra restituer cet excédent à l'autre partie. Si les parties à une convention-cadre peuvent, d'un point de vue juridique, contractuellement aménager ce mode de réalisation des remises, toutes clauses qui aboutiraient à autoriser la partie débitrice à n'effectuer que des paiements limités, voire aucun paiement (clauses dites de *walkaway*) ne permettraient pas à la convention-cadre de bénéficier du traitement prudentiel favorable en application de la Directive européenne 96/10/CE précitée.

Enfin, l'article 52 précise que les dispositions des lois du 1^{er} mars 1984 sur la prévention et le règlement amiable des difficultés des entreprises et du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires des entreprises «ne font pas obstacle» à son application. Cette disposition permet, sauf fraude, de mettre fin au risque de nullité des remises effectuées en période suspecte sur la base de l'article 107-6 de la loi du 25 janvier 1985 précitée. Cependant, il conviendra d'éviter la constitution de remises qui ne seraient effectuées que dans le seul cas de difficultés financières d'une partie et qui n'auraient qu'un lien indirect avec l'évolution de la valeur des opérations sous-jacentes. Il pourrait en effet y avoir là un risque de remise en cause, voire de nullité de la constitution de ces remises.

La réforme instituée par la loi du 2 juillet 1996 va permettre aux intervenants sur instruments financiers à terme de réduire leur risque de contrepartie et aura de ce fait des conséquences très favorables pour le développement des activités des prestataires de services d'investissement français, tant au niveau national qu'international.

La place de Paris, qui jusqu'à présent était en retard par rapport aux principales places étrangères dans la mise en place de contrats de couverture ou d'appels de marges (26), dispose dorénavant d'un dispositif juridique adapté. Afin de favoriser l'essor de tels contrats, l'AFB a publié une annexe «Remises en garantie» à sa convention-cadre d'avril 1994. Les parties à une convention-cadre pourront l'utiliser, sur une base unilatérale ou bilatérale, et librement l'aménager, sous réserve du respect des principes généraux de la convention-cadre et sous réserve qu'une des parties à la convention-cadre appartienne à l'une des catégories énumérées à l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996.

La mise en place de mécanisme d'appels de marges, en pleine propriété, pourrait néanmoins poser des difficultés pour certaines contreparties visées à l'article 25 de la loi du 2 juillet 1996, comme par exemple, les Opcvm. En effet, si les Opcvm peuvent se porter garants pour leurs propres opérations, par une lecture a contrario de l'article 41 de la Directive n° 85-1611 du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains Opcvm, quel sera l'impact pour les ratios d'investissement et la valeur liquidative des Opcvm de la mise en place de ces appels de marges, en titres ou espèces, constitués ou reçus en pleine propriété ? Il est à souhaiter que la Commission des opérations de bourse, en concertation avec les professionnels, se prononce sur cette question.

Au niveau international, cette réforme va permettre aux prestataires de services d'investissement français de conclure des contrats d'appels de marges soumis à des droits étrangers et fonctionnant sous un mécanisme de remises en

titres ou en espèces en pleine propriété comme, par exemple, le *Credit Support Annex-Transfer* de l'ISDA soumis au droit anglais ou au droit de l'État de New York. Toutefois, la possibilité de conclure des contrats d'appels de marges en pleine propriété, soumis au droit français ou à un droit étranger, avec des contreparties étrangères ne sera valable que si le droit de la contrepartie, et plus particulièrement le droit de la «faillite» qui lui est applicable, reconnaît non seulement la compensation avec exigibilité anticipée (*close-out netting*), compte tenu du mode de réalisation des remises par compensation retenu par ces contrats, mais également la possibilité d'effectuer des remises titres ou espèces en pleine propriété. En effet, dans le cas où le droit de la contrepartie ne reconnaît pas ces mécanismes, et en cas d'ouverture d'une procédure de «faillite» à son encontre, l'administrateur à la «faillite» de la contrepartie étrangère pourrait contester la validité des remises effectuées en faveur de la partie in bonis et demander, en tout ou en partie, leur restitution puisque les dispositions relatives à la constitution de sûretés, comme celles relatives au droit de la «faillite», sont généralement, quel que soit le système de droit, des dispositions d'ordre public auxquelles les parties ne peuvent contractuellement déroger.

Par ailleurs, le régime spécifique d'appels de marges de l'article 52 n'interdit pas aux prestataires de services d'investissement français de couvrir leurs risques résultant d'opérations de produits dérivés par d'autres types de sûretés comme, par exemple, la constitution en gage d'un compte d'instruments financiers de l'article 102 de la loi du 2 juillet 1996 (et son décret d'application n° 97-509 du 21 mai 1997) ou la constitution d'un gage-espèces avec cependant les risques examinés précédemment et notamment celui de l'article 107-6 de la loi du 25 janvier 1985.

C'est principalement au niveau international que les prestataires de services d'investissement français continueront, notamment avec des contreparties situées dans des pays dont la législation ne reconnaît pas un mécanisme d'appels de marges titres ou espèces en pleine propriété, de conclure des contrats d'appels de marges dont le mécanisme correspond à des nantissements de droit français.

L'article 52, outre son régime du netting et celui des mécanismes d'appels de marges, prévoit un mécanisme simplifié de cession des créances afférentes à des opérations sur instruments financiers.

L'alinéa 4 de l'article 52 institue en effet un mécanisme de cession de créances d'opérations sur instruments financiers, conforme aux pratiques des marchés et des principales places financières, en prévoyant que ces cessions sont opposables aux tiers «par l'accord écrit du débiteur cédé», c'est-à-dire sans qu'il soit nécessaire de recourir aux formalités de l'article 1690 du Code civil, lequel prévoit pour l'opposabilité aux tiers d'une cession de créances, la signification par voie d'huissier au débiteur ou l'acceptation de ce dernier dans un acte authentique.

Cette réforme prend en compte la pratique suivie par les opérateurs sur instruments financiers à terme. En effet, l'importance des cessions d'opérations sur les marchés de gré

à gré, la nécessité de les réaliser dans de très brefs délais, ainsi que l'absence de tout formalisme selon les droits des principales places étrangères rendaient, de fait, très difficile pour les parties à ces opérations, le respect des formalités de l'article 1690 du Code civil.

Jusqu'au vote de cette réforme, les cessions de créances d'opérations sur instruments financiers à terme s'effectuaient déjà par simple accord entre cédant, cessionnaire et débiteur cédé, ce qui plaçait le cessionnaire en risque puisque la cession ainsi réalisée pouvait être déclarée inopposable aux tiers et plus particulièrement aux créanciers du cédant.

Le législateur a donc institué ce mécanisme de cession, proche de l'*assignment* du droit anglais, lequel s'ajoute aux dérogations à l'article 1690 du Code civil déjà existantes en matière financière, comme celle de la loi Dailly n° 81-1 du 2 janvier 1981, ou celle de l'article 34 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 en matière de cession de créances à un fonds commun de créances.

VII La sécurité juridique des produits dérivés doit être aussi regardée à la lumière du passage à la monnaie unique

Selon le rapport du groupe de travail de préparation du passage à la monnaie unique dit «Rapport Crédot» remis en juillet 1996 au gouverneur de la Banque de France : «*la question de la continuité des contrats est une question centrale pour le remplacement des monnaies nationales par l'euro comme pour celui de l'écu par l'euro : elle concerne l'ensemble des obligations de sommes d'argent tant pour la détermination du prix que pour la monnaie de paiements*» (27).

La continuité des contrats intéresse tout particulièrement les contrats sur produits dérivés de gré à gré (contrats à terme, swaps ou options) dont deux des caractéristiques essentielles sont la durée qui peut être longue et le prix qui dépend de la valeur des actifs sous-jacents, lesquels peuvent être des devises nationales auxquelles l'euro se substituera. Par ailleurs, ces contrats sont souvent conclus avec des contreparties n'appartenant pas à l'Union européenne et sont de plus généralement régis par la loi anglaise ou celle de l'État de New York.

Le passage à l'euro, monnaie unique, peut-il changer la nature des obligations des parties à des contrats de produits dérivés ou l'objet même du contrat, et autoriser l'une des parties à résilier le contrat de ce fait, ou à en demander la résiliation judiciaire ? Si la réponse à cette question était positive, une grande incertitude et de nombreuses turbulences affecteraient le marché des produits dérivés. Il n'est en effet pas difficile d'imaginer que toute contrepartie y ayant intérêt, par exemple si son contrat évolue défavorablement, tentera d'obtenir la résiliation, voire la nullité du contrat, prétextant de l'impossibilité d'exécuter ses obligations du fait de la circonstance imprévue à l'origine qu'est le passage à la monnaie unique.

Les principaux contrats-cadres standardisés internationaux contiennent des clauses d'*illegality*, *impossibility*..., susceptibles d'être invoquées, y compris devant un tribunal (28).

En droit français, le passage à l'euro ne constitue pas une circonstance imprévisible et nouvelle, susceptible d'être utilement invoquée. En revanche, le doute est permis au regard d'autres droits, tel le droit anglais ou le droit américain, qui à côté de jurisprudences favorables à une acception large de l'*impossibility* permettent le recours à la notion de «frustration» du contrat (*frustration of purpose*). Ces jurisprudences pourraient avoir pour effet de justifier des recours judiciaires en résiliation de la part de parties à des contrats de produits dérivés, alors même que l'introduction de l'euro relève, selon le droit international public, de la loi monétaire et donc de la souveraineté de chaque État participant.

Afin d'éviter notamment des difficultés, le principe de la continuité des contrats est expressément affirmé par l'article 3 du projet de Règlement européen pris sur la base de l'article 235 du traité établissant la Communauté européenne (29). Mais cette réglementation ne liera que les États membres de l'Union européenne et non les États tiers.

Pour cette raison, certaines associations professionnelles ont préconisé la mise au point de clauses contractuelles de continuité pour le passage à l'euro (30) qui, si elles peuvent se justifier pour les indices et les taux, notamment dans le cadre des opérations bancaires courantes, sont injustifiées s'agissant du seul changement monétaire. Par ailleurs, concernant les contrats de produits dérivés, les grandes associations professionnelles, tant européennes qu'internationales, considèrent que, compte tenu de la spécificité de ces opérations, il importe que des dispositions au niveau européen et même international, soient prises (31).

Selon nous, au regard du droit français, la nécessité d'une clause de continuité pour les produits dérivés de gré à gré n'est pas nécessaire dès lors que l'article 3 du projet de Règlement européen précité confirme la continuité des contrats. Parler du caractère imprévisible du passage à l'euro nous semble de plus inapproprié, au moins depuis le 7 février 1992, date de la signature du traité de Maastricht qui a décidé de la Monnaie unique. Une clause de continuité est donc inutile pour les contrats conclus après cette date.

En outre, adopter une clause de continuité pour les seuls contrats à conclure risque d'avoir une incidence négative sur les contrats en cours qui n'en contiendraient pas. Des observations ont été faites en ce sens à l'ISDA. Si une clause de continuité standardisée internationale devait être adoptée par l'ISDA (notamment si elle présente une utilité juridique au regard du droit du pays hors Union européenne concerné), elle ne devrait l'être que sous les conditions suivantes :

- la clause devrait être insérée dans le seul contrat-cadre ISDA régi par le droit de l'État de New York,
- un cabinet juridique local devrait certifier que l'insertion de la clause dans les seuls nouveaux contrats n'a pas d'incidence sur les contrats en cours,
- la clause ne devrait être utilisée que pour les opérations faites avec une contrepartie appartenant à un pays ne relevant pas de l'Union européenne,
- au plan pratique, la clause devrait en outre faire l'objet de modalités d'application précises afin d'éviter des difficultés de négociation sur les marchés.

Par ailleurs, il va de soi que si les États-Unis, le Japon et les autres grands pays concernés par les produits dérivés, adoptaient des législations spécifiques pour le passage à l'euro, l'intérêt d'établir une clause de continuité, à notre avis, ne se justifierait plus (32).

En conclusion, que dire si ce n'est que la maîtrise des risques juridiques à l'étude desquels nous venons de procéder passe par des vérifications approfondies des statuts des contreparties, des législations et jurisprudences locales et ce, sur une base mondiale. Par ailleurs, la tendance actuelle montre que les opérateurs exigeront de plus en plus, pour

la sécurité juridique de leurs opérations sur produits dérivés et pour des raisons prudentielles, la remise systématique d'opinions juridiques, notamment quant à la validité du *netting* ou des systèmes de collatéralisation ; il serait utile que des opinions juridiques de place soient, à cet effet, établies. ■

- (1) Déclaration de Brian Quinn, directeur général de la Banque d'Angleterre à l'Annual Managed Derivatives Industry Conference in New York, 1^{er} juillet 1994.
- (2) Article 1 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme abrogé par la loi du 2 juillet 1996.
- (3) Article 3 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.
- (4) Résolution du Parlement européen du 22 septembre 1995 sur les instruments financiers dérivés : leur rôle actuel sur les marchés financiers, leurs avantages et leurs risques. *JOCE* n° C269/217 du 16 octobre 1995.
- (5) Déclaration de Brian Quinn, susvisée. V. aussi «La surveillance prudentielle des dérivés» par D. Nouy, directeur à la Commission bancaire. *Banque*, mai 1994, p. 36 et s. et «Le rapport du groupe des Trente (G-30) sur le Marché OTC des produits dérivés» par J. Hamilton et R. Parolai. *Marchés et Techniques Financières*, juin 1994, p. 25.
- (6) «UK High Court rules for banks in restitution cases». S. James, *International Financial Law Review*, *IFLR*, avril 1993.
- (7) Cour d'appel de Versailles 7 mars 1996, commentaire de H. de Vauplane, *Banque & Droit* n° 47 mai-juin 1996, p. 32.
- (8) *Bull. COB* juillet-août 1992, p. 11 et s.
- (9) *Gibson Greetings Inc. vs. Bankers Trust Company et BT Securities Corporation*, United States District Court, Southern District of Ohio, Western Division, 12 sept. 1994.
- (10) «Sellers remorse and OTC derivatives», H. Hu. *IFLR*, avril 1995.
- (11) *Tribune Desfossés*, 13 mai 1996 p. 27. A suivre également, l'affaire SEITA contre Salomon Brothers : le tribunal de New York s'est déclaré incompétent le 28 juin 1996, l'affaire est actuellement pendante devant le Tribunal fédéral américain. V. *Banque & Droit*, n° 52, mars-avril 1997 p. 38.
- (12) V. *Banque & Droit*, n° 45, janvier-février 1996, p. 21.
- (13) Sur le devoir d'information en matière de produits dérivés au regard du droit allemand, v. article de C. Héron, *Banque & Droit* n° 52 précité p. 25 et s.
- (14) Cass. com. 5 novembre 1991, *Bull. Joly bourse*, mai-juin 1993, p. 292, note F. Peltier.
- (15) Sur la notion d'«opérateur averti», v. Cass. com. 2 novembre 1994, D. Launay c/Caisse d'épargne de Versailles, *RDJA* 1/95 n° 31, p. 27 et Cass. com. 18 février 1997, Melle Beaufrère c/Crédit lyonnais, *Dalloz Affaires* n° 12/1997, p. 36 et s.
- (16) Cass. com. 9 avril 1996, Faivre-Dubois c/Crédit lyonnais, *Banque & Droit* décembre 1996 n° 50, note H. de Vauplane.
- (17) *Brochure du CNPF* : «Produits dérivés : mode d'emploi pour les entreprises», septembre 1995.
- (18) «The Principles and Practises for Wholesale Financial Market Transactions» a été diffusé le 17 août 1995, conjointement par les grandes associations américaines de professionnels, notamment l'ISDA, ainsi que la Federal Reserve Bank of New York.
- (19) V. J.-M. Bossin et D. Lefranc, «La compensation des opérations de marché à terme», *Banque* n° 545, février 1994, p. 58 et s.
- (20) Sur les premiers commentaires de l'article 52, v. «L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré», p. 155 et s. dans l'ouvrage «La loi de modernisation des activités financières», ouvrage

- collectif sous la direction de Th. Bonneau, *GNL - Joly éd.* 1996. V. aussi, «France revisits its laws governing secured transactions in the derivatives area», par A. Maffei, *European Financial Services law*, août/septembre 1996 p. 251 et s.
- (21) Lettre de M. le gouverneur de la Banque de France au président de l'Association française des établissements de crédit, «circularisée» par l'Association française des banques, circulaire n° 95-276 du 10 août 1995.
 - (22) En ce sens, F. Auckenthaler «Compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instruments financiers». *JCP. Ed. E*, 1996 n° 41 p. 421 et s.
 - (23) Directive 96/10 CE du Parlement européen et du Conseil du 21 mars 1996 modifiant la directive 89/647/CEE en ce qui concerne la reconnaissance par les autorités compétentes des contrats de novation et des conventions de compensation (*contractual netting*). *JOCE* n° 185/17 du 3 avril 1996.
 - (24) V. la brochure de l'International Bar Association «Multibranch Netting. A solution to the Problems of Cross-Border Bank Insolvencies» par D. P. Cunningham et C.T. Abruzzo. Sur l'aspect ratio prudentiel et multibranch netting, v. «Application de l'accord de Bâle sur le ratio international de solvabilité», *Bulletin de la Commission bancaire* n° 13, novembre 1995 p. 35 et s.
 - (25) A noter que la procédure d'avis à tiers détenteur figure au rang des procédures civiles d'exécution au sens de l'alinéa 3 de l'article 52. V. notamment, circulaire AFB n° 97/181 du 23 avril 1997.
 - (26) V. «Le développement du collatéral», par G. Bailby, in Dossier «Maîtriser les produits dérivés», *Banque*, avril 1996 p. 23 et s. et «France modernizes collateralization and netting», par S. Mouy et E. Nalbantian, *International Financial Law Review*, septembre 1996, p. 26 et s.
 - (27) Rapport du groupe de travail de préparation du passage à la monnaie unique : questions juridiques, dit «Rapport Crédot», juillet 1996.
 - (28) V. «Le passage à la monnaie unique et les contrats de produits dérivés de gré à gré» J.-M. Bossin, in «Les aspects juridiques du passage à l'euro». Séminaire de l'Université de Lyon 3, 12 avril 1996 et aussi, «Rapport Crédot», p. 45 et s.
 - (29) Proposition de règlement (CE) du Conseil n° 96/0249 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro.
 - (30) Pour une clause de continuité, s'agissant des indices et des taux, v. Rapport Crédot p. 44. V. aussi la circulaire AFB n° 96/380 du 22 octobre 1996, «Continuité des contrats lors du passage à la monnaie unique. Recommandations du Conseil de l'AFB».
 - (31) Circulaire AFB n° 96/380 précitée, p. 40. V. aussi «Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro», *Bank of England*, 24 avril 1997 p. 73.
 - (32) Sur la proposition de loi visant à modifier le «Uniform Commercial Code» américain, v. «Memorandum for financial markets lawyers group, International Swaps and Derivative Association, PSA, the Bond Market Trade Association, Securities Industry Association : Economic and Monetary Union and Continuity of Contract Under New York Law», par Cravath, Swaine & Moore, 24 février 1997. Sur les autres pays hors Union européenne concernés, v. «Continuity outside the EU», par le Financial Law Panel, 13 septembre 1996.