

La continuité des contrats financiers dans le contexte de l'introduction de l'euro



Antoine Maffei*
Avocat à la cour
De Pardieu Brocas Maffei & Associés

Le développement des contrats financiers résulte de l'émergence des produits dont la désintermédiation bancaire a favorisé l'éclosion. Cette désintermédiation est à l'origine du développement du marché obligataire et des Titres de créances négociables-TCN, de l'évolution des warrants et options, ainsi que des produits dérivés (contrat d'échange ou swaps). Il s'agit en l'occurrence du domaine couvert par les instruments financiers définis par la loi du 2 juillet 1996.

Le cadre juridique du passage à l'euro a fait l'objet d'un article très complet paru dans cette revue sous la signature de Francis-J. Crédot (1). L'objet du présent article sera d'évoquer, à la lumière du cadre juridique de l'euro, les problèmes particuliers que pourraient soulever les émissions obligataires, les émissions d'options, les bons d'options (warrants) et les contrats d'échange.

I Les obligations

Une distinction sera faite entre le cas où les obligations sont libellées dans la monnaie nationale d'un pays de l'Union européenne-UE ne faisant pas l'objet d'une dérogation, et le cas où elles sont libellées en écu. Seront par ailleurs évoqués le régime des intérêts et les problèmes soulevés par les arrondis.

Les problèmes soulevés par les TCN ne différant pas de ceux que posent les obligations, les TCN ne feront pas l'objet d'un exposé particulier.

* Cet article reprend le texte d'une intervention du 29 janvier 1997 dans le cadre des 7^e rencontres juridiques de la BNP sur le thème «Banques - Entreprises : l'euro, monnaie unique».

1. *Obligations libellées dans la monnaie nationale d'un pays de l'UE*

Le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, le Conseil des Communautés européennes statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation arrête les taux de conversion, auxquels leurs monnaies sont irrévocablement fixées, et le taux irrévocablement fixé, auquel l'euro remplace ces monnaies et l'euro sera une monnaie à part entière. Cette mesure ne modifie pas en soi la valeur externe de l'euro.

Telles sont les dispositions de l'article 109 L paragraphe 4 du traité de l'Union européenne qui matérialisent la *lex monetae* des États adhérant à la monnaie unique. Cette *lex monetae* sera amplifiée par le règlement du Conseil fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro (2) (pris en vertu de l'article 235 du Traité (3)) et par le règlement du Conseil concernant l'introduction de l'euro (pris en vertu de l'article 109 du Traité). Les textes de ces propositions de règlement du Conseil ont été arrêtés lors du Conseil européen de Dublin des 13 et 14 décembre 1996.

La proposition du règlement pris sur la base de l'article 109 prévoit la nécessité de reconnaître une période transitoire entre le moment où l'euro remplacera les monnaies des États membres participants et celui où les billets et pièces seront introduits. Cette période transitoire commencera le 1^{er} janvier 1999 et prendra fin le 31 décembre 2001.

Pendant cette période, les unités monétaires nationales seront définies comme des subdivisions de l'euro. Une équivalence juridique sera par conséquent instaurée entre l'euro et les unités monétaires nationales.

Le règlement concernant l'introduction de l'euro (art. 8) dispose par conséquent que, sous réserve des conventions

des parties, les actes à exécuter en vertu d'instruments juridiques stipulant :

- l'utilisation d'une unité monétaire nationale seront exécutés dans ladite unité monétaire nationale ;
- l'utilisation de l'euro seront exécutés dans cette unité monétaire.

Ainsi est consacré le principe «ni obligation ni interdiction» (principe du «ni-ni»).

Il est par ailleurs précisé que lorsqu'un instrument juridique comporte une référence à une monnaie nationale, cette référence est aussi valable que s'il s'agissait d'une référence à l'euro, l'introduction de l'euro n'ayant pas en soi pour effet de modifier le libellé des instruments juridiques existants. La monnaie nationale ne constitue pas une monnaie parallèle, elle est une subdivision non décimale de l'euro.

Par conséquent, et sauf convention ou mesure contraire, une obligation libellée en francs, deutschemarks ou toute autre monnaie ne faisant pas l'objet d'une dérogation continuera à être ainsi libellée jusqu'à la fin de l'étape transitoire dans cette monnaie, elle-même subdivision de l'euro.

Toutefois, le règlement concernant l'introduction de l'euro précise que chaque État membre participant peut prendre les mesures nécessaires pour permettre aux émetteurs de relibeller en unités euro l'encours des créances libellées en unité monétaire nationale, cette disposition s'appliquant aux obligations et autres titres de créances négociables sur les marchés de capitaux.

La mise en œuvre de cette disposition permettra l'introduction de mesures législatives ou réglementaires pouvant faciliter le basculement en euro de l'endettement obligataire à l'initiative des émetteurs. En l'absence de telles mesures, un recours aux masses obligataires s'imposera.

La nécessité d'un tel recours pourrait soulever des problèmes techniques dans le contexte d'émissions euro-obligataires, l'article 339 de la loi du 24 juillet 1966 permettant aux émetteurs ayant recours à des émissions internationales de déroger aux contraintes imposant une masse obligataire.

C'est ainsi que plusieurs émissions euro-obligataires soit ne prévoient pas la mise en place d'une masse obligataire, soit prévoient des mécanismes décisionnels plus contraignants que ceux prévus par l'article 313 de la loi du 24 juillet 1966.

En fonction des stipulations du contrat d'émission, l'unanimité des porteurs d'obligations pourrait s'imposer dans certains cas. La lourdeur d'une telle procédure justifie des mesures dérogatoires dans le contexte de l'introduction de la monnaie unique.

A la fin de l'étape transitoire, à savoir le 1^{er} janvier 2002, les obligations seront libérées en euro seulement. L'exécution des dispositions du règlement qui concerne l'introduction de l'euro matérialisant le droit monétaire des États adhérant à la monnaie unique ne devrait pas soulever de difficultés particulières tant au sein de l'UE que dans les pays tiers.

Faut-il prévoir des clauses qui stipulent qu'en cas de passage à l'euro, le remboursement du principal ou le paiement des intérêts s'effectuera en euro ? Nous ne pensons pas que ces clauses soient nécessaires ou souhaitables. Nous adhérons ainsi aux conclusions du rapport sur la Monnaie unique préparé par le Groupe de travail (4) de la place sur les questions juridiques du passage à la monnaie unique.

On retrouve de telles dispositions dans certaines émissions régies par le droit américain. C'est un souci de clarifica-

tion qui semble animer les rédacteurs de tels actes. Ces clauses sont utilisées également, mais c'est plus rare, dans des émissions libellées dans la monnaie d'un pays dont l'adhésion à l'euro est probable, sinon certaine. Par contre, de simples clauses d'information peuvent se justifier dont l'objectif sera simplement didactique.

2. Obligations libellées en écu

Les obligations libellées en écu seront libérées en euro à compter du 1^{er} janvier 1999, l'euro étant substitué à cette date à l'écu au taux d'un euro pour un écu.

L'attendu (6) du règlement fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro rappelle que l'écu, au sens de l'article 109G du traité et tel que défini par le règlement n° 3320/94 du Conseil, cessera d'être défini comme un panier de monnaie le 1^{er} janvier 1999 et que l'euro deviendra une monnaie à part entière. Il est par ailleurs précisé dans ce projet de règlement que la décision du Conseil relative à l'adoption de taux de conversion n'aura pas en soi pour effet de modifier la valeur externe de l'écu, cela signifiant qu'un écu panier deviendra un euro.

Cette disposition ancrée dans le dispositif de l'article 109G du Traité n'introduit donc aucun élément nouveau par rapport à la situation antérieure, l'écu officiel étant un panier ouvert dont le changement de composition ne doit, en aucune manière, avoir pour effet de modifier la valeur externe de l'écu.

Il en sera ainsi aux termes de l'article 8 du règlement concernant l'introduction de l'euro (pris sur le fondement de l'article 109 L, paragraphe 4, du traité, et de l'article 2 du règlement fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro).

Rappelons que la plupart des émissions obligataires libellées en écu se réfèrent, dans le passé, à l'écu tel qu'utilisé dans le Système monétaire européen et dont la valeur au jour de l'émission était définie par la somme des monnaies des États membres dont la décomposition correspondait au règlement concernant la définition de l'écu en vigueur.

Il était par ailleurs précisé que cette définition pouvait être modifiée, et qu'en conséquence, dans cette éventualité, la définition de l'écu serait modifiée.

La définition retenue était donc celle d'un panier ouvert dont la valeur suit toutes les vicissitudes d'un changement de définition de la composition de ce panier (5).

Sauf à préciser de manière explicite et sans ambiguïté le contraire, il devrait être présumé que l'obligation se réfère à un panier ouvert.

Rares sont les émissions ayant opté pour un panier fermé. C'est cette présomption qui a été reprise par le projet de règlement relatif à l'introduction de l'euro.

Bien entendu, renverser cette présomption stipulée réfragable supposerait que l'on soit en présence de dispositions contractuelles qui manifestent l'intention claire et non ambiguë des parties d'adhérer à un panier fermé qui contiendra alors à constituer la loi des parties après le 1^{er} janvier 1999.

Notons, pour mémoire, que, suite à des recommandations de la Commission des Communautés européennes, pour ses propres émissions, les clauses des émissions obligataires ont fait l'objet de modifications de manière à renforcer l'ancrage au traité.

C'est ainsi que les clauses se rapportant à l'écu :

- ne font plus référence au Système monétaire européen mais font référence de manière explicite aux dispositions du traité, conférant ainsi à la définition une force légale que la simple référence au SME ne lui donnait pas ;
- font référence au concept d'unité de compte ou au concept de monnaie européenne qui devrait également couvrir une unité de paiement ;
- font référence à l'article 109 G du traité qui dispose que la composition en monnaie du panier de l'écu reste inchangée (le principe du gel de l'écu) et que, dès le début de la troisième phase, la valeur de l'écu est irrévocablement fixée conformément à l'article 109 L, paragraphe 4.

Ces clauses font ainsi explicitement référence au principe nominaliste du traité prévu par l'article 109 L paragraphe 4 et à l'introduction de l'euro comme monnaie unique.

Les clauses se rapportant à une modification résultant de fusions ou de divisions des monnaies ont été supprimées, ces clauses étant incompatibles avec l'article 109 G, paragraphe 2, du traité. Le maintien de ces clauses aurait pu inciter un juge extérieur à l'Union européenne à recomposer l'écu postérieurement à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'Union économique et monétaire.

Par ailleurs, le 24 novembre 1995, l'International Primary Market Association (IPMA) et l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) recommandaient de nouvelles clauses et lançaient une consultation à ce propos.

Suite à cette consultation, les clauses suivantes étaient recommandées (6).

- Définition de l'écu : *«L'écu dans lequel la valeur mobilière est libellée est le même que celui utilisé en tant qu'unité de compte des Communautés européennes. Des modifications de l'écu peuvent être faites par les Communautés européennes, auquel cas l'écu sera modifié en conséquence».*

Notons que toute référence à la composition du panier de l'écu a disparu suite à une modification de la politique de la bourse du Luxembourg qui imposait une telle référence.

- Chapitre information du prospectus : le chapitre «Information générale du prospectus» devrait être complété par une disposition libellée comme suit :

«En raison de l'article 109 G du traité établissant les Communautés européennes et de son amendement par le traité de l'Union européenne (le «traité»), la composition en devise de l'écu ne peut pas être modifiée. [...] Au début de la phase III de l'Union monétaire européenne, la valeur de l'écu vis-à-vis des devises participant à l'étape III sera irrévocablement fixée, et l'écu deviendra une devise à part entière. En regard de cette phase III, le Conseil de Madrid du 16 décembre 1995 a décidé que le nom de cette devise sera l'euro et que, en accord avec le traité, la substitution de l'euro à l'écu s'effectuera au taux d'un euro pour un écu. Dès le début de la phase III de l'Union monétaire européenne, tous les paiements liés aux valeurs mobilières seront effectués en euro au taux de change établi en accord avec le traité».

Il restera à adapter ces clauses aux nouveaux règlements devant intervenir.

La référence au taux de change établi en accord avec le traité signifie, bien entendu, un taux de conversion d'un euro pour un écu. Certaines émissions précisent ce point de manière explicite.

C'est notamment le cas de l'émission de la Banque européenne d'investissement (écu 500 000 000 6 percent

Notes due 2001) dont le prospectus est daté du 28 mars 1996.

Cette même émission précise, par ailleurs, qu'en cas de remplacement de l'écu par l'euro, les obligations seront libérées en euro au taux d'un euro pour un écu.

Il est également stipulé dans ce même prospectus que la substitution de l'euro à l'écu ne donnera pas lieu au paiement dans une des devises composant le panier.

Que faut-il penser de ces clauses ? En soi, elles sont inoffensives. Sont-elles nécessaires ? Il est permis d'en douter, les termes du traité et la notion même de l'écu n'ouvrant la porte à aucune ambiguïté, ainsi que nous l'avons démontré plus haut.

Comment pourraient être accueillies ces clauses écu par les juridictions américaines ?

Les plus récentes émissions régies par le droit de l'État de New York prévoient des clauses prenant en compte le passage à la monnaie unique, tant pour les obligations libellées en écu que pour celles libellées dans la monnaie nationale d'un pays membre de l'Union.

Ce dernier point revêt une importance toute particulière en droit new-yorkais, dans la mesure où un tribunal de cet État pourrait être tenté de convertir en dollars la monnaie nationale utilisée dans un contrat dont la monnaie est intégrée dans la monnaie unique.

Les praticiens les plus autorisés, et notamment la plupart des grands cabinets new-yorkais, soutiennent cependant que, dans la mesure où le contrat fait référence à l'écu tel qu'utilisé au sein des instances européennes (c'est-à-dire l'écu officiel), la même présomption que celle retenue par les textes européens devrait prévaloir.

Nous avons vu qu'une telle présomption s'impose même sans tenir compte des projets de règlement.

Par ailleurs, les caractéristiques de l'écu, c'est-à-dire celles qui rapprochent l'écu des caractéristiques d'une monnaie, devraient renforcer cette conviction. Dès lors que, depuis sa création, l'écu participe à l'ordre monétaire européen (7), il est vraisemblable que les dispositions du droit monétaire européen seront prises en compte par le juge new-yorkais.

Cela étant, ces conclusions devraient être atténuées en fonction des spécificités contractuelles.

3. Les stipulations d'intérêts

En approuvant le scénario de référence pour le passage à la monnaie unique, le Conseil de Madrid de 1995 avait rappelé que le remplacement des monnaies nationales par l'euro ne devrait pas en soi affecter la continuité des contrats.

Il avait été précisé que pour les titres et emprunts à taux fixes, ce remplacement ne modifierait pas en soi le taux d'intérêt nominal payable par le débiteur.

Ce principe a été rappelé dans les attendus de la proposition du règlement du Conseil fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro. L'article 3 de cette proposition de règlement dispose par ailleurs que l'introduction de l'euro n'a pas pour effet de modifier les termes d'un instrument juridique ou de libérer ou de dispenser de son exécution.

Les mêmes effets s'imposent en ce qui concerne les taux variables. Les «termes d'un instrument juridique» prévus à l'article 3 dudit règlement incluent notamment les taux d'intérêt prévus dans les contrats financiers ainsi que toutes les autres dispositions (8).

Lorsque le taux variable est calculé en fonction d'un taux de référence faisant l'objet d'une publication quotidienne, il conviendra d'appliquer le taux de substitution qui ne manquera pas d'être publié (9).

Relevons qu'il est par ailleurs bien établi qu'en cas de disparition d'un indice, le plus proche indice correspondant est adopté par la jurisprudence.

Pour une obligation de payer une somme d'argent, il ne peut jamais se produire une impossibilité d'exécution. C'est en ces termes que se prononce la jurisprudence : l'indice devenu impossible est converti dans le plus proche indice possible (10).

Il semble que la même approche doit être adoptée dans les pays tiers et notamment aux États-Unis.

Rappelons par ailleurs que les contrats eux-mêmes contiennent très souvent des clauses imposant soit des taux de substitution ou des modes de calcul de taux de substitution, soit la désignation de tiers indépendants (tels que des spécialistes en valeurs du Trésor par exemple) dans l'hypothèse où les taux de référence cesseraient d'être publiés.

Plusieurs organisations professionnelles, notamment l'Association du Forex et des trésoriers de banque (AFTB), se penchent sur la mise en place d'indices de substitution, ces travaux pouvant aboutir à l'émergence d'une gamme d'indices européens (11). L'émergence de ces indices ne devrait pas pour autant empêcher le maintien des cotations de place.

4. Les arrondis

Le règlement fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro dispose que les taux de conversion expriment la valeur d'un euro dans chacune des monnaies nationales des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation. Ils comportent six chiffres significatifs. Le choix des six chiffres (lus à partir de la gauche en commençant par le premier chiffre sauf le zéro) est conforme aux règles de fonctionnement du SME.

Pour éviter toute imprécision dans les opérations de conversion, la détermination irrévocable ne vise que le taux de conversion entre l'euro et les unités monétaires nationales. Les taux bilatéraux entre les unités monétaires nationales seront calculés à partir de ces taux de conversion.

Le règlement fait interdiction aux agents économiques d'arrondir les taux de conversion lors des conversions.

L'utilisation des taux inverses est par ailleurs interdite car elle reviendrait à arrondir les taux de conversion et pourrait entraîner de significatives imprécisions en raison de l'effet multiplicateur de la technique de l'arrondi, notamment lorsque les sommes en jeu sont élevées.

Un algorithme contraignant pour les conversions entre unités monétaires nationales est prévu dans la mesure où ces taux bilatéraux ne seront pas définis directement, conformément à la définition des «taux de conversion». Pour chaque opération de conversion d'une monnaie nationale dans l'autre, dans un premier stade, une conversion en euro s'imposera, arrondie à au moins trois décimales. Une conversion dans l'autre unité monétaire nationale s'effectuera ensuite, dans un deuxième stade.

Un certain nombre de règles d'arrondi pour les conversions de montants monétaires entre l'euro et les unités monétaires nationales, ainsi qu'entre des unités monétaires, sont

définies. Les montants monétaires en euro devront toujours être arrondis à la subdivision ou à l'unité la plus proche de l'unité monétaire nationale. Les pratiques nationales sont respectées. Cette souplesse permet notamment le maintien, dans certains pays, de pratiques selon lesquelles les montants monétaires sont arrondis à des unités autres que celles prévues par le règlement (par exemple, à un multiple de l'unité monétaire).

Le livre vert publié par la Commission en mai 1995 avait recommandé que, pour établir la crédibilité et l'irréversibilité du processus de l'adoption de la monnaie unique, une dynamique rapide d'introduction de la monnaie unique soit enclenchée. La formation immédiate d'une masse critique d'opérations en euro devrait être le catalyseur de ce mouvement. A l'apparition de cette masse critique correspondrait un basculement initial du secteur bancaire et financier, qui disposerait de trois ans au maximum pour préparer et effectuer le basculement du reste de ses opérations et des systèmes correspondants.

La délimitation de cette masse critique, précisait le livre vert, – le périmètre exact de l'aire d'utilisation de la monnaie unique – devrait être précisée en consultation avec le secteur bancaire et l'IME. Mais la Commission exprimait le souhait que cette définition soit la plus large possible. Elle devait concerner la politique monétaire et de change unique, les marchés interbancaires, monétaires, de change et de capitaux, les nouvelles émissions de dette publique ainsi que les systèmes de paiement de gros montants.

Le problème des marchés se posera dans la phase transitoire dans la mesure où les places financières décideraient de coter en euro, ou mettraient en œuvre des systèmes de paiement ou de règlement-livraison libellés en euro. C'est ainsi le problème de la concordance des marchés européens qui se posera.

Le gouvernement français a d'ores et déjà opté pour le basculement complet de l'ensemble des marchés français en euro dès le 1^{er} janvier 1999 (12). Un problème d'opposabilité des arrondis pourrait se poser dans cette éventualité.

Pendant la phase transitoire, le détenteur d'une obligation libellée en francs insistera pour être remboursé à la valeur nominale en francs ou pour que la valeur nominale de son coupon lui soit versée sans incidence d'arrondis.

Dans la phase transitoire, le système de règlement-livraison, auquel auront recouru les intermédiaires, nécessitera une conversion en euro pendant la phase de traitement, ainsi que le recours à l'arrondi (13).

Une réflexion de place est en cours en vue d'arrêter des solutions techniques satisfaisantes en matière d'opposabilité des résultats des conversions.

Les principaux acteurs du marché euro-obligataire tels qu'Euroclear et Cedel, en leur qualité d'organismes de *clearing*, mènent parallèlement leur propre réflexion sur l'approche à adopter lors du passage à la monnaie unique en 1999. Les modalités qu'ils retiendront ne seront pas sans effet sur la manière d'appréhender les effets des arrondis pour les instruments financiers traités par ces organismes.

II Les options et warrants

Options et warrants entrent dans la catégorie des contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers prévus par l'article 2 de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996.

1. Les warrants

La Cob et le CBV (14) définissent le warrant (ou bon d'option) comme constituant un titre conférant à son détenteur le droit, à l'exclusion de tout autre droit :

- d'acquérir ou de céder un élément sous-jacent ; ou
- de percevoir un montant correspondant à la différence, si elle est positive, soit entre le cours de l'élément sous-jacent à la date d'exercice du warrant, d'une part, et le cours d'exercice fixé dans le contrat d'émission, d'autre part, lorsqu'il s'agit d'un bon d'option d'achat, soit l'inverse, lorsqu'il s'agit d'un bon d'option de vente.

Les warrants ainsi définis se distinguent des bons de souscription, d'acquisition et d'échange de valeurs mobilières : leur caractéristique est, en effet, d'être émis par des entités indépendantes de l'émetteur de l'élément sous-jacent et indépendamment de toute opération financière de ce dernier ou du groupe auquel il appartient.

Parmi les éléments sous-jacents reconnus, l'on trouve les taux d'intérêt et les devises. La plupart des bons d'option d'achat (*call warrants*) en devises prévoient, en cas d'exercice, le paiement d'un différentiel (s'il est positif) entre le cours de l'élément sous-jacent et le cours d'exercice). L'inverse s'applique aux bons d'option de vente (*put warrants*).

Les warrants sont des instruments admis aux négociations d'une bourse de valeurs. C'est ainsi que la cote de la Bourse de Paris comprend un important compartiment de warrants.

Seuls les établissements de crédit et les entreprises d'investissement peuvent émettre des warrants.

Leur utilisation peut être motivée soit par des besoins de couverture, soit par des considérations spéculatives.

L'introduction de l'euro ne devrait pas perturber le statut juridique des warrants.

Ainsi, un bon d'option d'achat franc/deutschemark devrait donner droit, s'il était exercé, au montant égal à la différence, si elle était positive, entre 339 francs et 100 DM dans l'hypothèse d'un cours franc/deutschemark, retenu lors de l'émission, égal à FF 3,39.

Si le taux de conversion irrévocablement fixé le 1^{er} janvier 1999 entre le franc et l'euro dégage une somme en euro (en divisant 339 francs par le taux de conversion euro/franc) supérieure à celle obtenue en divisant 100 deutschemarks par le taux de conversion euro/deutschemark, un différentiel positif sera dégage en euro.

Ce résultat reflétera le fait que le taux de conversion retenu dégage une appréciation du franc par rapport au deutschemark depuis la date d'émission du warrant.

La constatation inverse s'imposera à propos d'un *put warrant* (bon d'option de vente).

L'incidence de l'introduction de l'euro est de figer ce différentiel jusqu'à la date d'expiration du warrant. Il n'y a donc pas disparition de l'aléa mais réalisation de l'aléa dans

la mesure où le différentiel est figé. Le détenteur d'un warrant reste bénéficiaire d'une obligation de payer une somme d'argent. L'instrument financier garde son objet.

Cela étant, cette situation n'est pas propre à l'introduction de l'euro. Cet aléa aurait parfaitement pu se produire au cas où la décision de figer le taux de change aurait été prise par les gouvernements des pays intéressés.

Lorsque sera fixé le différentiel, le détenteur du warrant sera incité à l'exercer immédiatement (dans l'hypothèse d'une option américaine c'est-à-dire exerçable à tout moment) si le différentiel obtenu est positif. Dans le cas d'une option européenne, le warrant sera exercé à son échéance et donnera lieu, lors de l'échéance, au paiement du différentiel constaté.

Dans ce cas d'espèce encore, les dispositions de l'article 3 du règlement fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro trouvent leur pleine application, à savoir que l'euro n'a pas pour effet de modifier les termes d'un instrument juridique.

2. Les options négociables

Les options dites négociables confèrent à leur acheteur le droit, mais non l'obligation, d'obtenir du vendeur livraison (pour les options d'achat ou *call*) ou prise de livraison (pour les options de vente ou *put*) du produit sous-jacent à un prix déterminé, dit prix d'exercice, à tout moment jusqu'à leur date d'expiration ou à date fixe. Elles peuvent se résoudre par le paiement de la différence entre le prix d'exercice et le prix du sous-jacent au moment de l'exercice (15).

La forte similitude de ces instruments avec les warrants apparaîtra, ces derniers constituant cependant un titre alors que l'option constitue un contrat. Cela étant, les effets juridiques de l'introduction de la monnaie unique applicables aux warrants s'appliquent également aux options.

III Le contrat d'échange (*swap*) et le change à terme

1. Le contrat d'échange ou contrat de swap

Le contrat d'échange (*swap*) soulève-t-il des problèmes particuliers au niveau de la continuité des contrats suite au passage à l'euro ? La réponse est négative, et ce, quel que soit le type de contrat d'échange.

La même analyse s'impose à propos des autres instruments de marché tels que le FRA, le *cap-floor* ou tout autre instrument similaire lorsqu'ils sont intégrés dans les conventions-cadre disponibles sur les marchés. Les problèmes soulevés par ces instruments rejoignent par ailleurs ceux posés dans le cadre des options décrites ci-dessus. Ils ne feront par conséquent pas l'objet d'un traitement particulier.

L'article 3 du règlement fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro (pris sur la base de l'article 235 du traité) dispose que l'introduction de l'euro n'a pas pour effet de modifier les termes d'un instrument juridique, ni de libérer son débiteur ou de dispenser de l'exécution des

❶ Swap de devises simple (swap de couverture), avec taux fixe-flottant

◆ Un émetteur allemand émet en France, en 1996, un emprunt obligataire de FF 339 000 000 à taux fixe et d'une durée de 10 ans-coupon annuel ;

◆ cet émetteur (partie A) se couvre par le biais d'un swap auprès d'une banque (partie B) qui prévoit que :

- A remet à B la somme de FF 339 000 000 ;
- B remet à A la somme de DM 100 000 000 (le taux de change FF/DM étant de FF 3,39 au moment de la conclusion du swap) ;
- A s'engage à payer à B les intérêts au taux variable DM à six mois (DEM Fibor 6 mois) à chaque échéance

semestrielle ;

- B s'engage à payer à A les intérêts au taux fixe en francs à l'échéance du coupon annuel.

◆ A l'échéance 2006, l'opération inverse est réalisée :

- B remet à A la somme de FF 339 000 000 afin de lui permettre de procéder au remboursement en principal des obligations ;
- A remet à B la somme de DM 100 000 000.

◆ Suite à l'introduction de l'euro le 1^{er} janvier 1999 :

- le remboursement du principal à l'échéance 2006 s'effectuera en euro au taux

de conversion irrévocablement fixé le 1^{er} janvier 1999 ; soit dans l'hypothèse théorique d'un taux de conversion théorique euro/franc de FF 6,5435 et de euro/DM de 1,906 :

- B remettra à A la somme de euro 51 807 136,853,
- A remettra à B la somme de euro 51 530 454,498, ces sommes faisant l'objet d'une compensation B remettra à A euro 276 682,355.
- sous réserve de mesures contraires prises par l'émetteur, les intérêts (semestriels et annuels) seront libérés dans la monnaie dans laquelle est

libellé le contrat (art. 8 du règlement concernant l'introduction de l'euro), et ce jusqu'au 31 décembre 2001 (fin de la période transitoire). Les références aux unités monétaires nationales, qui figurent dans des instruments juridiques existants à la fin de la période de transition, sont considérées comme des références à l'euro, selon le taux de conversion et le règlement d'arrondi arrêté. A compter du 1^{er} janvier 2002, les paiements s'effectueront donc nécessairement en euro.

❷ Swap de devises simple avec taux flottant de part et d'autre

◆ Dans l'hypothèse où l'émission obligataire serait à taux variable, l'opération de swap décrite dans l'exemple figurant dans l'encadré se concrétiserait par une opération d'échange de taux d'intérêt qui :

- pour le franc, se réfère au Pibor à six mois,
- pour le DM, se réfère au Fibor à six mois.

A l'approche de l'échéance du 1^{er} janvier 1999, ces deux taux auront tendance à se rapprocher et à s'identifier le 1^{er} janvier 1999, sous réserve de frottements

mineurs pouvant se justifier en fonction des places de Paris et de Francfort, franc et DM étant devenus à cette date des subdivisions de la même devise.

A compter du 1^{er} janvier 1999, et dans l'hypothèse d'une conversion en euro à cette date, le taux d'intérêt désormais identique se calculera sur deux assiettes notionnelles différentes, toutes deux libellées en euro (euro 51 807 136,853 et euro 51 530 454,498), dégageant à leur tour un différentiel.

engagements souscrits au titre de cet instrument juridique. L'introduction de l'euro ne donne pas aux parties le droit de modifier un *swap* ou tout autre instrument financier, ou d'y mettre fin unilatéralement.

La définition d'instrument juridique est suffisamment large pour inclure le contrat d'échange quelle que soit sa nature. Cette définition inclut notamment les *swaps* de taux d'intérêt (16).

Quelques exemples ❶ et ❷ démontrent d'ailleurs qu'il n'y a aucune raison de remettre en cause ces contrats à l'occasion de l'introduction de la monnaie unique.

Il ressort de l'exemple ❶ que cette opération s'analyse comme constituant deux prêts croisés remboursables en euro en 2006 au taux de conversion. Cette opération pourra, en fonction du taux de conversion retenu, dégager un différentiel en euro.

Ainsi, dans l'hypothèse d'un taux de conversion euro/franc de FF 6,5435 (taux du marché écu/franc le 28 janvier 1997), la somme de FF 339 000 000 dégagerait une somme de euro 51 807 136,853. Au taux de conversion euro/DM de 1,906, la somme de DM 100 000 000 dégagerait euro 51 530 454,498. Suite à la compensation intervenue, B remettra à A euro 276 682,355.

Ce différentiel reflétera le risque FF/DM auquel les parties étaient en tout état de cause exposées dans la mesure où elles ne se seraient pas couvertes à l'origine contre le risque FF/DM, soit par une opération de change à terme, soit par une opération de *swap* sans transfert de devises. L'opération continuera également à dégager des flux autonomes au niveau des intérêts, ceux-ci étant annuels dans un cas et semestriels dans l'autre.

A l'évidence, le dénouement anticipé des opérations décrites dans les encadrés ne peut être motivé par des raisons juridiques. L'émetteur allemand, ayant voulu profiter à l'origine des opportunités qu'offrait le marché français pour lever des fonds, désirait cependant que son endettement ultime soit un risque en deutschemark. Telles étaient les justifications économiques initiales de l'opération.

Le dénouement anticipé d'un *swap* avec taux d'intérêt variable en francs contre taux d'intérêt variable en DM pourrait-il s'imposer ? *Pacta sunt servanda* est la réponse qui s'impose à une telle interrogation.

Rien ne justifierait un tel dénouement anticipé en l'absence d'accord des parties ou en l'absence de défaillance d'une contrepartie motivant la résiliation du contrat.

Cette règle est d'autant plus fondée que les établissements de crédit parties à un *swap* s'adossent par ailleurs sur

des options pour couvrir leurs risques. Le coût de ces options est intégré dans la valorisation économique du contrat. D'autre part, les flux d'intérêts se calculent par rapport à des montants notionnels en monnaie nationale qui, convertis en euro, pourront dégager des différentiels de flux. Ainsi est-il démontré que les contrats maintiennent leur objet.

Les conditions générales tant de l'AFB que de l'ISDA ne permettent pas la résiliation en dehors de cas de situations nouvelles qui ne couvrent pas des cas similaires à celui du passage à l'euro.

En effet, l'article 7.2.1.1 du contrat-cadre AFB prévoyant la survenance de cas d'illicéité provoqués par l'introduction de lois ou de réglementations nouvelles ne permet pas d'étendre à l'introduction de l'euro l'application de cette clause. Il en va de même au terme de la clause 5(d) du contrat-cadre ISDA.

Cela étant, rien n'empêcherait les parties de convenir de l'opportunité de dénouer les opérations en cours suite à l'introduction de l'euro. Dans ce contexte, il conviendrait de calculer l'indemnité de résiliation des opérations en cours, indemnité qui sera calculée en fonction de la Valeur de remplacement des contrats.

Pour les *swaps* de devises, cela impliquerait la conversion en euro des montants en principal respectifs (DM et FF) et leur actualisation en tenant compte des taux d'intérêts conventionnels (calculés le cas échéant par rapport à l'indice de raccordement euro). La compensation des montants ainsi arrêtée dégagera la valeur positive ou négative des contrats. La même opération s'imposera en matière de *swap* de taux, en utilisant les montants notionnels comme éléments de référence. Ces notionnels à l'origine libellés en francs et en deutschemarks seront convertis en euro.

Certains auteurs soutiennent que, dès lors que les contrats d'échange entrent dans la catégorie des contrats aléatoires, tant l'objet du contrat que l'objectif de couverture recherché disparaîtraient suite à l'introduction de la monnaie unique.

Sans vouloir entrer dans une polémique sur le caractère aléatoire ou non des contrats d'échange (17), prenons l'hypothèse que le contrat serait caractérisé comme un contrat aléatoire. La réalisation ultérieure de l'aléa ne devrait pas entraîner la caducité du contrat pour autant que l'aléa ait existé au moment du contrat (Cass. com., 17 juillet 1965, *Bull. civ.* III, n° 444).

En statuant ainsi, la Cour de cassation a épousé un courant doctrinal défendu par des auteurs tels que Mazeaud et Chabas, Marty et Raynaud, et Cassin (18).

Nul ne peut être assuré de la pérennité des fluctuations de taux et de change tout au long de la vie du contrat.

La fixation définitive des taux de conversion et la disparition du différentiel de taux a pour effet de figer le différentiel éventuel et de conforter ainsi la couverture recherchée. Elle ne remet en cause ni l'objet du contrat ni son existence. Ce courant doctrinal soutenant que la disparition de la cause au cours de la vie du contrat n'entraîne pas sa caducité est cependant contesté par certains auteurs.

C'est ainsi que H. Capitant (19) a étendu le rôle de la cause à la phase d'exécution du contrat. Cette thèse, à laquelle le professeur Carbonnier (20) s'associe, rattache à la théorie de la cause l'interdépendance des obligations dans le contrat synallagmatique. Selon ces auteurs, la conséquence est que, survenue après coup, la défaillance d'une prestation entraîne, faute de cause, la chute du contrat déjà formé.

Le professeur Carbonnier retient cependant que cette survenance n'entraîne pas la nullité du contrat mais sa résolution ou sa résiliation. Toutefois, les exemples précités démontrent que l'introduction de l'euro ne devrait pas avoir de tels effets sur le contrat de swap, tant sa cause que son objet restant intacts, la cause de l'engagement de chaque partie étant l'obligation de l'autre (21).

Il a en effet été démontré que l'objet du contrat subsistait, chacune des parties restant tenue à exécuter sa prestation dont le maintien a été démontré. Le bien-fondé économique du contrat subsiste.

La même analyse semble prévaloir tant en droit anglais qu'en droit de l'état de New York. Les mêmes principes que ceux décrits ci-dessus devraient trouver leur application.

L'ISDA a soumis (22) à l'appréciation de ses membres une clause rappelant le principe de la continuité des contrats à l'occasion de l'introduction de la monnaie unique.

Cette clause stipule le principe de la continuité, sauf convention écrite contraire, préservant ainsi la faculté laissée aux parties d'introduire des aménagements particuliers. Cette clause consacre le principe du «ni-ni» retenu par les règlements du Conseil précité.

Par ailleurs, l'IPMA et l'ISDA ont recommandé une nouvelle définition de l'euro à introduire dans le contrat-cadre ISDA se substituant à l'ancienne (23). Le texte de cette définition nouvelle est établi sous réserve de quelques adaptations imposées par les spécificités du contrat-cadre ISDA, similaires à celles préconisées pour les émissions obligataires. Cette nouvelle clause est ainsi libellée : *«L'«European Currency Unit», l'«Ecu» et l'«XEU» sont la même chose que l'écu utilisé en tant qu'unité de compte des Communautés européennes. Des modifications de l'écu peuvent être faites par les Communautés européennes, auquel cas l'écu sera modifié en conséquence. En outre [...], tous les paiements dus expressément en écus, ou toute somme calculée en référence à l'écu, dans le cadre d'une transaction de swaps, seront payables, ou calculés, par référence à l'euro au taux de change établi en accord avec le traité».*

2. Le change à terme

Le contrat d'achat ou de vente à terme de devises est un accord par lequel une partie s'engage à acheter ou à vendre à son cocontractant, à une date déterminée dans le futur, un certain montant de devises pour un prix déterminé au jour de la signature de l'accord par référence au taux de change comptant (24).

Suite à l'introduction de l'euro, la somme à livrer à terme sera égale au montant de la devise objet du contrat à terme, multiplié par le taux de conversion de l'euro irrévocablement fixé pour cette devise.

Le bénéficiaire du contrat à terme sera par conséquent toujours assuré de se voir livrer une somme d'argent déterminée dont le montant est déterminé par le prix fixé au jour de la signature de l'accord. L'objectif de couverture continuera donc à être ainsi assuré.

* * *

Il résulte de cette analyse que l'introduction de l'euro peut être envisagée avec sérénité tant au niveau de la continuité des contrats eux-mêmes qu'au niveau de l'opposabilité de

cette continuité envers des partenaires ou des contreparties non communautaires. Les partenaires ou contreparties communautaires sont liés par l'ordre monétaire européen consacré tant par le traité que par les règlements pris en vertu de celui-ci. Ces textes, qui constituent la loi monétaire des États adhérant à la monnaie unique, s'imposeront aux pays tiers.

Nul ne peut bien entendu préjuger des particularités des clauses contractuelles spécifiques liant les parties dans le cadre d'une opération particulière. C'est cette liberté qui a

été préservée par l'adoption de la règle du «ni-ni».

Ces clauses devront cependant être interprétées en respectant les principes d'ordre public prévus par la loi monétaire et le nominalisme que celle-ci consacre.

Il restera bien entendu aux autorités de marché et aux organismes professionnels à régler un certain nombre de questions techniques pratiques, notamment en matière d'arrondi, que le passage à la monnaie unique ne manquera pas de poser. C'est l'objet des travaux en cours. ■

(1) Francis-J. Crédot «Le cadre juridique du passage à l'euro» *Banque & Droit*, janvier-février 1997, page 3.

(2) La proposition de règlement fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro rappelle que l'introduction de l'euro n'affecte pas la continuité des contrats ou d'autres instruments juridiques. Elle précise en outre qu'à partir du 1^{er} janvier 1999, un écu-panier deviendra un euro. Enfin, elle fixe le degré de précision qui présidera à la fixation des taux de conversion au 1^{er} janvier 1999, et elle établit des règles d'arrondi pour les conversions entre l'euro et les unités monétaires nationales.

(3) Article 235 du Traité qui dispose que : «*Si une action de la Communauté apparaît nécessaire pour réaliser dans le fonctionnement du marché commun, l'un des objets de la Communauté, sans que le présent traité ait prévu les pouvoirs d'action requis à cet effet, le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen, prend les dispositions appropriées.*»

(4) Monnaie unique, Groupe de travail de la place, rapport du Groupe questions juridiques Francis-J. Crédot, président, Anne-Marie Moulin, rapporteur, p. 33 (ci-après désigné le «Rapport Crédot»).

(5) D. Lefort : «Problèmes juridiques soulevés par l'utilisation privée des monnaies composites». (*JDI* 1988-379).

(6) *Agefi*, 5 août 1996, RH.

(7) Rapport Crédot p. 41. Voir également Jean Carbonnier. *Droit civil* Tome 3 : «Les biens, monnaies, immeubles, meubles», 16^e édition, juin 1995, p. 49 qui estime que l'écu constitue une monnaie de compte sans cours légal.

(8) Voir communication au Parlement européen, au Conseil et à l'Institution monétaire européenne. Droit dérivé concernant l'introduction de l'euro et les dispositions relatives à l'euro. Commission des Communautés européennes 16.10.1996.

(9) Voir à ce propos J.-P. Mattout «Le taux d'intérêt et le passage à la monnaie unique», *Revue Droit bancaire et bourse* n° 57, p. 198.

(10) Carbonnier, op. cit Tome 3, 16^e édition, juin 1995, p. 75.

(11) *Agefi*, 25 février 1997, «Les indices obligataires français appelés à évoluer», Richard Hiault.

(12) *Agefi*, 19 novembre 1996, «L'un des atouts du Matif pourrait disparaître», Richard Hiault.

(13) Rapport Crédot, Annexe «Arrondis», p. 27.

(14) Décisions et avis n° 96-2580 du 26 juillet 1996, publié par la SBF.

(15) «Warrants Financiers», Marie-Christine de Nayer, *Joly, Bourse et produits financiers*, 1995.

(16) Voir note 8.

(17) Pierre-Antoine Boulet, Pierre-Yves Chabert, «Les Swaps, technique contractuelle et régime juridique», *Masson* 1992, p. 44 et 70 ; J.-P. Mattout, «Opérations d'échange de taux d'intérêt et de devise», revue *Banque* «Le cadre juridique du passage à l'euro», *Les Petites Affiches*, 3 janvier 1997 ; Jacques Terray, «La sécurité des contrats à l'épreuve de la monnaie unique», *Banque & Droit* n° 47, mai-juin 1996.

(18) Mazeaud et Chabas, «Leçons de droit civil», tome II, 1^{er} vol., Obligations, 8^e éd. 1991, n° 276. Marty et Raynaud : «Droit civil. Les obligations», tome 1, *Les sources. Sirey*, 1988, n° 203 et 212. Cassin, *RTD civ.* 1945, p. 159 et seq.

(19) H. Capitant «De la cause des obligations», 3^e éd. 1927, n° 7 et 120 et seq.

(20) Jean Carbonnier, «Droit Civil», tome 4, «Les Obligations», 20^e édition, juillet 1996, 59, p. 119-120.

(21) Pierre-Antoine Boulet, Pierre-Yves Chabert op cit, p. 13.

(22) ISDA Memorandum to Primary Regional and Documentation Contacts, EMU Draft Contractual Provision, 9 avril 1996.

(23) Voir ci-dessus, note 6.

(24) Pierre-Antoine Boulet, Pierre-Yves Chabert op cit, p. 13.