

# Chronique financière et boursière



**Hubert de Vauplane**  
Direction des affaires juridiques  
Banque Paribas

## **Produits dérivés. Options de taux (*cap*, *floor*). Contrat indépendant (*oui*)**

Versailles, 5 décembre 1996, Coverland/Compagnie de Saint-Gobain.

Bien que restant encore rares, les décisions de jurisprudence en matière de produits dérivés se multiplient ces derniers temps. Les tribunaux sont généralement saisis pour déterminer la responsabilité éventuelle d'un intermédiaire financier lors de la vente de tels produits à la suite de pertes constatées par le client de celui-ci. Par contre, les tribunaux ont rarement l'occasion de se prononcer sur la nature juridique des opérations portant sur produits dérivés. Si la jurisprudence a déjà eu l'occasion de se pencher sur la nature juridique des *swaps* de devises (21) ou d'options en bourse (22), elle ne s'était pas encore déterminée sur les opérations d'options de taux. Tel est le cas soumis à la cour d'appel de Versailles.

A une époque où le groupe Saint-Gobain détenait 57,30 % de son capital (contre 42,70 % pour le groupe anglais Redland), il avait consenti à sa filiale Coverland des ouvertures de crédit portant intérêts à taux variable et conclu avec elle des conventions de garantie de taux plafond (deux contrats, dits de *cap*) et de taux plancher (un contrat, dit de *floor*). Ces conventions de garantie de taux ont donné naissance à un litige lors de la restructuration du capital de la société Coverland et du changement de majorité au profit du groupe anglais Redland. En effet, en fonction des mauvais résultats de sa filiale, le groupe Saint-Gobain décida de s'en séparer, ce qui conduisit le groupe Redland, compte tenu de l'existence d'un droit de préemption inséré dans un pacte d'actionnaires liant les deux groupes, à acquérir la part détenue par Saint-Gobain dans Coverland. L'accord de cession de titres prévoyait que la totalité de l'endettement de Coverland soit remboursée avant la cession, y compris donc celui contracté auprès de Saint-Gobain d'un montant de plus de 470 millions de francs. Dans le cadre de cette cession, et de façon classique en la matière, le groupe Saint-Gobain s'engageait à fournir une garantie de passif.

Coverland était lié à Saint-Gobain, sa maison mère, par une convention de trésorerie. C'est à ce titre que les opérations litigieuses de *cap* et de *floor* avaient été souscrites. Ces contrats, apparus en France dans la deuxième moitié des années 1980, sont des options sur différence de taux qui permettent à une entreprise de modifier son exposition au risque de taux sur une durée à moyen terme, puisqu'ils ont une

échéance comprise en général entre deux et cinq ans (23). Comme toute option, ces contrats donnent lieu au versement d'une prime par l'acheteur, ce qui les distingue des contrats à terme comme les FRA. Ils se différencient des options de taux par le paiement du différentiel dès que le taux passe au-dessus du taux plafond ou au-dessous du taux plancher. Les contrats de garanties de taux conclus entre Saint-Gobain et sa filiale avaient pour effet de contenir dans un «tunnel» le taux maximum et le taux minimum des intérêts dus au groupe Saint-Gobain par Coverland, dans le cadre des ouvertures de crédit consenties à cette dernière. Concrètement, lorsque le taux du marché faisait apparaître un taux supérieur à 10 ou 10,5 % selon le cas, Coverland payait l'intérêt contractuel mentionné aux actes d'ouverture de crédits à concurrence des tirages effectifs, tandis que Saint-Gobain lui versait les sommes correspondant à la différence entre le taux du marché et le taux contractuel, et ce, à concurrence du montant notionnel des contrats de garantie de taux plafond. De même, si le taux du marché descendait en dessous de 8,5 %, Coverland devait payer à Saint-Gobain ce même intérêt contractuel mais en le majorant, en application du contrat dit de *floor*, de la différence entre le taux du marché et le taux plancher garanti. Cette stratégie, connue sous le nom de *collar*, permet à un opérateur qui anticipe une hausse d'intérêt de diminuer le coup d'acquisition de la prime payée au titre du *cap* grâce à la réception des fonds reçus lors de la vente d'un *floor*. Dans le même temps, Saint-Gobain avait souscrit des conventions symétriques auprès de ses banques, de telle sorte que le bilan économique de l'opération devait être pour celles-ci pratiquement neutre. Toutes ces opérations relevaient contractuellement des «conditions générales» de l'AFB et se présentaient sous forme de contrats types indépendants tant les uns des autres que des conventions de financement entre Saint-Gobain et Coverland. C'est lorsque le contrat de *floor* dut être appliqué pour la première fois, à la suite d'un renversement de tendance des taux d'intérêt à la baisse, que Coverland, passé entre temps sous le contrôle du groupe Redland, contesta le versement qu'elle devait effectuer à ce titre, au motif que les contrats de garantie de taux doivent s'analyser comme l'accessoire des contrats principaux représentés par les emprunts contractés auprès de Saint-Gobain et qu'en conséquence, la disparition des obligations principales a pour effet de faire disparaître les contrats accessoires de garantie de taux. La position de Coverland était appuyée par le fait que la convention de garantie de pas-

sif ne mentionnait pas les contrats de *cap* et de *floor*, ce qui démontrerait que ces contrats ont été résiliés de plano lors du remboursement de l'endettement.

Les juges devaient donc déterminer si les contrats de garanties de taux constituent ou non des contrats autonomes par rapport aux contrats principaux constitués par les ouvertures de crédit.

Pour faire valoir ses droits, la société Coverland développait plusieurs arguments, tant de fait que de droit.

D'un point de vue juridique, elle soutenait, comme nous l'avons vu, que l'extinction de ses dettes à l'égard de Saint-Gobain entraîne nécessairement la disparition des contrats de garantie de taux, compte tenu de leur caractère accessoire. Pour ce faire, elle soutenait qu'il était de la commune intention des parties de rendre ces contrats indivisibles, et que les contrats de prêt représentaient la cause juridique des contrats de garantie de taux. Enfin, l'absence de mention de ces contrats dans la garantie de passif indiquerait que ceux-ci avait bel et bien «disparu» sinon, en tant que générateurs de passif, ils auraient nécessairement figuré dans l'acte de garantie de passif.

D'un point de vue plus financier, Coverland observait que ces garanties de taux étaient pour elle des instruments de couverture, et que dès lors, le remboursement de son endettement transformait ceux-ci en de purs instruments de spéculation, ce qui ne correspondait pas à son activité.

La cour de Versailles approuve le tribunal de Nanterre d'avoir débouté Coverland de sa demande en considérant «qu'il est constant que les contrats de garantie de taux plafond et plancher conclus entre les parties ne contiennent aucune stipulation liant ces conventions aux contrats de prêts ou d'ouverture de crédit». En conséquence, selon la cour, ces contrats «ne sont pas nécessairement les accessoires d'autres contrats, notamment de contrats de prêts, même s'ils sont conclus entre sociétés mère et filiale», «ils ne peuvent être considérés comme tels que l'effet de la volonté des parties, clairement manifestée». Dès lors, le jugement du tribunal de Nanterre du 21 octobre 1994 doit être confirmé. Cette confirmation permet donc de reprendre l'analyse développée par ce tribunal quant à la nature juridique des options de taux. En effet, dans sa décision précitée, le tribunal de Nanterre a considéré que les contrats de garantie de taux sont des «contrats *sui generis*, de nature purement financière, assis sur des montants notionnels (qui) possèdent la particularité d'être utilisables soit en tant qu'instruments de couverture soit, en l'absence ou par suite de la disparition des lignes de crédit associées, en tant qu'instruments de spéculation pouvant, en toute hypothèse, jouer alternativement au bénéfice de l'une ou de l'autre partie ; qu'ils ne comportent aucune clause expresses permettant d'établir entre eux un lien formel d'indivisibilité juridique et ne nécessitent, pour être applicables, aucune convention complémentaire de quelque nature que ce soit ; qu'ils sont donc autonomes et à finalités variables». En effet, on peut considérer que même si des contrats de garantie de taux comportent un lien manifeste avec l'endettement contracté par leur bénéficiaire, ce lien n'entraîne aucune indivisibilité juridique. Autrement dit, ces contrats constituent des instruments financiers indépendants, négociables sur le marché interbancaire sur la base d'une valeur et d'une cotation publiée chaque jour dans la presse financière. Aux termes de l'article 3 de la loi MAF du 2 juillet 1996, ces contrats figurent parmi les instruments financiers à terme. Par ailleurs, on notera que la cessation anticipée des contrats

de garanties de taux suppose nécessairement une manifestation expresse de volonté, concrétisée, selon la convention type AFB, par leur «liquidation financière», à l'initiative de l'une ou l'autre partie. En définitive, comme l'a constaté le tribunal de Nanterre, Coverland s'est engagé dans une opération financière sophistiquée «sans percevoir l'ensemble des implications des conventions qu'elle signait».

Si cette décision doit être approuvée, il convient d'en tirer les conséquences pratiques. Par exemple, dans les opérations d'*asset swaps* ou dans celles combinant des produits dérivés (*swaps* ou autres) et des opérations bancaires classiques (notamment des prêts), il importe dorénavant de lier contractuellement les deux opérations si l'on souhaite assurer leur gestion coordonnée. Ainsi, en ce qui concerne les cas de résiliation anticipée, il pourra être souhaitable de faire référence, notamment dans le contrat relatif au produit dérivé, aux cas de défaut du prêt, de telle façon que l'exigibilité anticipée du prêt entraîne automatiquement celle du produit dérivé. De même, compte tenu de l'autonomie reconnue aux opérations portant sur produits dérivés, ces opérations, lorsqu'elles sont réalisées avec une société filiale pour gérer un risque de taux ou de change lié à un emprunt garanti par la maison mère, ne bénéficient pas de cette garantie, sauf disposition contraire. En conséquence, si une garantie est mise en place pour ces *swaps*, elle devra donner lieu à autorisation spécifique du conseil d'administration (ou de surveillance) de la maison mère.

(21) Trib. com. Paris, 8 octobre 1992, *RDBB* n° 42, mars/avril 1994, p. 91

(22) Cass. com. 26 mai 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 971, § 316.

(23) L'additif à la convention cadre AFB définit les *cap* de la manière suivante : «une opération de garantie de taux plafond est une opération par laquelle le vendeur s'engage contre paiement d'une prime par l'acheteur à verser à celui-ci un différentiel à la date ou aux dates de paiement du différentiel indiquées dans la confirmation, si le taux variable est supérieur au taux plafond». La définition du *floor* est symétrique.