

Guide pratique d'un contrat de pension : le TBMA ISMA GMRA 2000

ORIANE CHÉNEAU
Juriste financier
Barep



FLORENCE TRUSSANT-PUEL
Juriste financier
BNP Paribas Asset Management



Les opérations de pension livrée sont régies en droit anglais par le PSA ISMA, un contrat de place rédigé par deux associations professionnelles, l'ISMA et le TBMA. Publié en octobre 2000, le TBMA ISMA GMRA 2000 offre l'avantage d'un contrat souple et adaptable aux besoins des co-contractants à l'opération de pension. Cependant, cette liberté n'ouvre-t-elle pas aux parties la possibilité de déterminer de manière discrétionnaire l'étendue de leurs obligations ?

Inspirées des pratiques financières développées sur le marché monétaire anglais il y a plus d'un siècle, les opérations de pension livrée constituent aujourd'hui un marché vaste et très hétérogène¹.

La pension livrée est une opération de cession de titres, définie par le Code monétaire et financier dans son article L432-12 comme une « opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de créances, moyennant un prix convenu, cède des valeurs, des titres ou effets [...] et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second les rétrocéder pour un prix et à une date convenus ».

L'intérêt financier de telles opérations varie selon la position de celui qui s'y engage. Le cédant des titres peut obtenir des liquidités sans recourir à un prêt bancaire classique et le cessionnaire peut, notamment, acquérir des titres qu'il n'a pas pu acheter à bon prix sur le marché.

A l'instar des principales opérations de marché conclues de gré à gré, la conclusion d'opération de pension est accompagnée de la signature d'une convention-cadre de place² élaborée par un ou plusieurs organismes

professionnels. Toute convention-cadre a pour vocation de faciliter la conclusion d'opérations financières par l'élaboration d'une norme contractuelle standard que les parties peuvent modifier, de manière marginale, en fonction de leurs particularités³. La convention-cadre de place qui régit les pensions livrées en France est le contrat-cadre dit « AFTB »⁴.

La convention-cadre la plus largement utilisée jusqu'à présent en Europe pour les opérations de pensions livrées internationales (ou *repos*) est la convention TBMA ISMA (ex PSA ISMA), dite GMRA (*Global Master Repurchase Agreement*), qui a été publiée conjointement par deux associations professionnelles, l'ISMA (*International Securities Market Association*) et le TBMA (*The Bond Market Association*). La dernière version de la convention GMRA a été approuvée par le Gouverneur de la Banque de France le 19 mars 2001, ce qui conduit à la considérer comme un contrat de place en France⁵. L'établissement d'une norme contractuelle internationale constitue une entreprise ardue. Afin de respecter au mieux les usages du marché, le contrat PSA ISMA datant de 1992 a fait l'objet d'améliorations qui ont conduit à l'élaboration de versions successives en 1995, puis en

1 Vingt-et-un millions d'opérations de *repos* ont été conclues dans le monde au cours de l'année 2001, source : site internet de l'ISMA.

2 Sur ce sujet, Thierry Bonneau, « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », in *Droit Bancaire et financier*, mélanges AEDBF, Tome II, *Banque Éditeur*, 1999.

3 *Droit des marchés financiers*, par Hubert de Vauplane et Jean-Pierre Bornet, *Litec*, 2001.

4 La convention AFTB a été élaborée sous l'égide de l'Association du Forex et des trésoriers de banque (AFTB), approuvée par le Gouverneur de la Banque de France le 15 décembre 1994, publiée au Bulletin officiel de la Banque de France en janvier 1995 en version française et en

février 1995 en version anglaise.

5 L'obligation de recourir à la conclusion d'une « convention-cadre approuvée par le Gouverneur de la Banque de France », autrefois imposée aux parties par l'article 12V de la loi 93-1444 du 31 décembre 1993, modifiée par la loi n° 94-678 du 8 août 1994 pour bénéficier du régime favorable du *close out netting* (cf J.-M. Bossin et D. Lefranc, *Le régime juridique des opérations de pension*, *Banque & Droit* mai-juin 1995, p. 3) a été abandonnée depuis l'adoption de la loi n° 2001-1520 du 15 mai 2001 dite loi « NRE » au profit d'une formulation plus souple : il faut que la convention « respecte les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale ».

octobre 2000. L'objet du présent article est d'analyser des apports de la dernière version de la convention-cadre GMRA (le « GMRA 2000 »).

Le GMRA 2000 est un contrat souple qui présente l'avantage essentiel de s'adapter aisément aux besoins des parties (I). Cette souplesse doit cependant demeurer sous haute surveillance afin de ne pas aboutir à une exécution du contrat par la partie non-défaillante qui pourrait être qualifiée de discrétionnaire (II).

I Un contrat souple et adaptable aux besoins des parties

La nouvelle rédaction du contrat GMRA 2000 offre aux parties un nombre d'options accru pour faciliter l'exécution de leurs opérations de pension en élargissant le champ d'application du contrat (1.1) et en permettant aux parties de moduler, en fonction de leur besoin de protection, la sanction prévue, notamment, en cas de non-livraison des titres par l'une d'entre elles (1.2).

1.1 Élargissement du champ d'application du contrat

Le GMRA 2000 élargit la gamme des titres éligibles aux opérations de pension (A), assouplit les conditions des opérations conclues pour compte de tiers (B) et enfin, régit désormais les opérations de pensions à terme (C).

A - Extension des titres sous-jacents à l'opération de pension

La précédente version du GMRA, datant de 1995, stipulait que les seuls titres régis par le contrat sont les *gross paying securities*; c'est-à-dire les titres dont le coupon, lors de son versement, ne fait l'objet d'aucune retenue à la source. Les rédacteurs du contrat-cadre avaient décidé d'exclure expressément les pensions portant sur des *net paying securities* (titres susceptibles d'une retenue à la source), les *US Treasury instruments* (UST ou obligations du Trésor américain) et les *equities* (actions) ⁶.

L'ISMA, en ne donnant toutefois aucune garantie sur la sécurité juridique de telles opérations, avait publié des annexes spécifiques au contrat GMRA 1995, destinées à régir les pensions sur *net paying securities* et *equities*, ainsi qu'une clause régissant la mise en pensions de titres UST.

Sous l'empire du GMRA 2000, les restrictions relatives à la nature des titres échangés ont disparu. Cette liberté nouvelle demeure toutefois assortie d'un risque juri-

dique. En effet, les parties qui souhaiteraient remettre en pension ou recevoir des titres qui ne sont pas *gross paying*, se doivent d'étudier précisément le contexte de telles opérations afin de déterminer leur éventuel impact juridique et fiscal. En effet, le risque fiscal d'une retenue à la source, s'il n'est pas envisagé dans le calcul de la rentabilité économique de l'opération de pension, remettrait en cause l'intérêt financier de cette dernière. Par ailleurs, le régime particulier de certains titres doit être pris en considération par les parties à l'opération de pension. Ainsi, un cocontractant situé en France doit être conscient que le régime de « neutralité fiscale ⁷ » accordé par la loi française ne s'applique pas aux opérations de pension portant sur des titres susceptibles de faire l'objet, pendant la durée de l'opération, du détachement d'un droit à dividende, du paiement d'un intérêt soumis à la retenue à la source ou du paiement d'un intérêt ouvrant droit à un crédit d'impôt ⁸.

S'agissant des opérations de pension sur actions, les parties doivent prendre en compte la survenance éventuelle d'opérations sur les titres (ou OST). L'annexe « action » du GMRA 2000 prévoit que l'opération de pension devra prendre fin en de telles hypothèses. C'est pourquoi ce risque de résiliation anticipée des opérations sur actions doit être prévu par les parties, notamment parce qu'il rend plus complexe la gestion administrative de telles opérations. En outre, la loi française oblige les parties à mettre fin à l'opération de pension si survient un OST, par exemple cas d'amortissement du capital ⁹ de la société dont les titres sont échangés.

B - Assouplissement des conditions des pensions conclues pour compte de tiers

L'*Agency annex* régit les opérations de pension qui sont conclues au nom et pour le compte d'un tiers. Le régime spécifique édicté par l'*Agency annex* s'applique notamment aux hypothèses de la gestion d'actifs ou de trusts. En effet, les *Opcvm* figurent parmi les intervenants les plus actifs sur le marché des pensions. L'*Agency annex*, apparue lors de la publication du contrat GMRA en 1995, a fait l'objet de modifications par voie d'*addendum* dans la version de la convention-cadre publiée en 2000. L'*addendum* n'aura vocation à s'appliquer que si les parties le prévoient expressément lors de la conclusion du contrat. Dans sa nouvelle version, l'*Agency annex* autorise les *pooled transactions*, aussi dénommées par la pratique, *block trades* ¹⁰ (transactions en blocs). Désormais, une opération de pension livrée conclue par un mandataire peut en réalité être conclue au nom de plusieurs mandants agissant simultanément (*pooled principals* ¹¹). Leur identité est divulguée au cocontractant, à moins que les parties n'en décident autrement. Dans un second temps, le

6 C'est pour des raisons d'ordre fiscal que les titres « *net paying* » étaient exclus du champ d'application du contrat. En ce qui concerne les *US Treasury Instruments* (UST), leur exclusion du GMRA avait pour but d'éviter tout conflit d'intérêts avec le contrat-cadre PSA MRA, contrat de place américain soumis au droit de l'Etat de New York qui régit les pensions sur UST. Enfin, la complexité du régime juridique des actions avait conduit à ne pas les inclure dans le champ d'application du contrat; voir « L'approbation de la convention-cadre de PSA-ISMA sur les pensions », Jacques Pickering, *Banque stratégies* n° 142, octobre 1997, p. 11 à 13.

7 Le régime de neutralité fiscale a été instauré en faveur des opérations de pensions livrées par la loi du 31 décembre 1993. La loi précise que, pour l'application du Code général des impôts, les titres sont réputés ne pas avoir été cédés. Sur ce sujet: « Les cessions temporaires de titres », *Banque Éditeur*, chapitre 5 « Le régime fiscal des cessions temporaires

de titres » p. 85. « Les cessions temporaires de titres », par Pierre Gissinger, Hubert Blanc-Juvan, Hervé Ekué, *Banque Éditeur*, 2001.

8 Voir l'article L. 432-13 du Code monétaire et financier.

9 En vertu de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, article 209.

10 *Addendum to Agency Annex for multiple principal transactions This addendum applies where a party wishes to enter into an Agency Transaction on behalf of more than one Principal. The Agency Annex shall apply to such a Transaction subject to the modifications and additional terms and conditions contained in paragraphs 2 to 7 below.*

11 *Where the Agent acts on behalf of more than one Principal, the parties may agree that, as regards [all (but not some only)] outstanding Transactions with those Principals, or with such of those Principals as they may agree (« Pooled Principals », such Transactions being « Pooled Transactions »), any Margin Transfers are to be made on an aggregate net basis.*

mandataire (agent) se charge de répartir le fruit ou la perte résultant de l'exécution de la pension, proportionnellement à l'engagement de chaque mandant. De la même manière, les échanges de marge sont effectués de manière globale avec répartition ultérieure par l'agent. Dans de telles hypothèses, et afin de minimiser la fréquence des appels de marge, il peut être préconisé de fixer un seuil d'appel de marge relativement élevé.

Il convient de souligner l'incertitude engendrée par un tel mécanisme concernant le « risque de contrepartie », c'est-à-dire le risque de la défaillance du cocontractant. Si une défaillance des *pooled principals* intervient au moment où un transfert de titres ou de liquidités est attendu par leur cocontractant, avant que l'agent (mandataire) n'ait pu procéder à la répartition des obligations respectives de chaque principal (mandant), la contrepartie des *pooled principals* se trouve fragilisée car elle aura des difficultés à identifier son débiteur. En pratique, celui qui contracte avec des *pooled principals* devra anticiper une telle défaillance, et le cas échéant obtenir que le mandataire se porte garant au nom de ceux qu'il représente pour la bonne exécution de l'opération de pension, particulièrement dans les moments de transition, où la part respective de chaque *pooled principal* n'est pas précisément déterminée.

C - Le PSA ISMA 2000 régit désormais les opérations de pension livrée à terme ou *forward transactions*

Alors qu'elles n'étaient pas régies par la précédente version du contrat GMRA, les *forward transactions*, ou opérations de pension à terme, font désormais l'objet de plusieurs stipulations dans le GMRA 2000. Les *forward transactions* sont définies comme des opérations dont l'exécution effective débute au minimum trois jours après la date de leur conclusion¹².

La souplesse du GMRA 2000 s'illustre ici par le fait que ces opérations ne sont pas incluses de plein droit dans le champ d'application du contrat. Les parties peuvent décider, le cas échéant, de le faire par le biais d'une disposition optionnelle figurant en annexe au contrat.

L'intérêt pratique des opérations de pension à terme réside dans la possibilité qu'ont les opérateurs de marché de négocier des opérations à un jour donné, sur des titres qu'ils ne possèdent pas effectivement en portefeuille. Inclure ces opérations dans le cadre d'un contrat assure aux parties une sécurité juridique accrue. De plus, les rédacteurs du GMRA 2000 ont évité l'écueil qui consiste à obliger les parties à fixer de manière immuable les conditions financières d'une

opération qui ne serait exécutée qu'à l'issue d'un certain délai. En effet, les parties peuvent convenir de déterminer exactement la nature des titres qui font l'objet de la pension seulement deux jours ouvrés avant la date de cession des titres (*purchase date*), qui marque le commencement de l'opération. Un second intérêt du GMRA 2000 est d'offrir aux parties la possibilité de préserver l'équilibre financier de l'opération de pension à venir par le recours aux mécanismes de *adjustment* et du transfert de marges. Pour l'application des deux méthodes, la valeur de marché des titres est comparée à celle qui a été prise en compte pour le calcul du prix de la pension. Si la valeur des titres a subi une variation telle, qu'elle en vient à modifier l'équilibre économique de l'opération future, les parties peuvent choisir de procéder à un *adjustment*¹³. Elles vont alors modifier le prix d'achat ou le nombre de titres échangés au cours de l'opération de pension, et ce, avant la *purchase date*. L'opération ainsi remodelée fait l'objet de l'émission d'une nouvelle confirmation. Par ailleurs, le GMRA 2000 prévoit que les parties peuvent pallier les variations à la hausse ou à la baisse de valeur des titres en procédant à des échanges de marges, même avant que l'opération de pension n'ait effectivement débuté. La partie qui subit un risque reçoit alors de l'autre partie une soulte, par le biais d'une livraison de marge, qui fait l'objet d'une confirmation.

1.2 Les parties peuvent bénéficier d'une protection renforcée en déterminant l'échelle des sanctions en cas de mauvaise exécution du contrat

Si une partie souhaite imposer de strictes sanctions à son cocontractant en raison de la méfiance qu'elle éprouve à l'égard de celui-ci, elle dispose désormais de deux nouvelles options prévues par le GMRA 2000 : elle peut ajouter au contrat une nouvelle condition suspensive d'exécution (A), et ériger en cas de défaut la non-livraison des titres (B).

A - Nouvelle condition suspensive d'exécution

Le GMRA 2000 offre aux parties une option nouvelle, qui rappelle le contrat élaboré par l'ISDA¹⁴ sur produits dérivés. Les parties, si elles l'ont choisi au moment de la conclusion du contrat, disposent d'un mécanisme de condition suspensive d'exécution. Elles peuvent prévoir que l'existence d'un fait qui pourrait être qualifié de cas de défaut par le contrat¹⁵ (si une notification ad hoc était délivrée) autorise la partie potentiellement non défaillante à suspendre immédiatement l'exécution de ses obligations¹⁶. Les parties décri-

12 A) *Forward Transactions: a Transaction in respect of which the Purchase Date is at least (three) Business Days after the date on which the Transaction was entered into and not yet occurred.*

13 On peut souligner ici que la notion d'« *adjustment* » figure par ailleurs au sein de l'article 4 du contrat GMRA, mais ici elle est employée dans un sens plus large car elle comprend aussi la notion de *repricing* (définie aussi à l'art. 4).

14 Le contrat ISDA a été publié par l'International Swaps Dealers Association. Depuis, 1986, il est destiné à régir principalement les opérations sur produits dérivés conclues de gré à gré (OTC), telles que les échanges (swaps) les options et combinaisons de ce type d'opération. Le contrat ISDA constitue la référence en matière de convention-cadre internationale.

15 La survenance d'un événement qualifié de « cas de défaut » par le contrat GMRA, autorise la partie non défaillante, sur simple notification, d'une part à provoquer la déchéance du terme de toutes les opérations en cours d'exécution afin de les résilier (*close-out*) et, d'autre part, à compenser les dettes qui sont dues réciproquement entre les parties (*netting*). En droit français, le bénéfice du régime protecteur du « *close out netting* » est soumis

à l'obligation, pour les parties, de signer une convention-cadre de place. Ce mécanisme dit de « résiliation-compensation » accorde aux créanciers qui en bénéficient, en vertu de la loi 93-1444 du 31 décembre 1993, le droit de s'affranchir des règles imposées par la procédure collective. Dans un cadre législatif strictement délimité, le cocontractant d'une entité en faillite peut faire échec à la règle de continuation des contrats par l'administrateur judiciaire et déroger à l'ordre des paiements qui constitue l'essence de la procédure de redressement judiciaire (Article 33 de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 modifiée par la loi n° 94-475 du 10 juin 1994).

16 Paragraph 6 (j): *If the parties have specified in annex 1 hereto that this paragraph 6 (j) shall apply, each obligation of a party under this Agreement (other than an obligation arising under paragraph 10) is subject to the condition precedent that none of those events specified in paragraph 10 (a) which are identified in Annex 1 hereto for the purposes of this paragraph 6 (j) (being events which, upon the service of a Default Notice, would be an Event of Default with respect to the other party) shall have occurred and be continuing with respect to the other party.*

vent dans l'annexe modificative au contrat le ou les événements susceptibles de déclencher la suspension de l'exécution du contrat sans préavis par la partie non défaillante. Les événements qui seront considérés par les parties comme particulièrement graves ou comme les plus susceptibles de se produire seront choisis au sein de la liste des cas de défaut décrits par le GMRA 2000, tels que, notamment, le défaut de paiement du prix d'achat ou prix de rachat des titres mis en pension, le non-respect des obligations des parties au titre de la marge, ou la violation d'une déclaration effectuée en vertu du contrat. La condition suspensive d'exécution instaurée par le GMRA 2000 permet à une partie qui souhaiterait réagir rapidement face à la faute de son cocontractant d'être dispensée d'envoyer une notification de défaut. Ainsi, la partie non défaillante peut gagner un temps précieux dans le processus de résiliation-compensation des opérations de pension en cours entre les parties, qui constitue la sanction du GMRA en cas de la survenance d'un cas de défaut. La difficulté qui subsiste lors de l'utilisation du mécanisme de la condition suspensive est la détermination du moment exact où s'est produit le défaut, qui prend habituellement date certaine grâce à l'envoi d'une notification par la partie non-défaillante. Or, l'enjeu de la détermination de la date de défaut est particulièrement important car elle marque le commencement de la période qui sert de base aux calculs des sommes dues respectivement par les parties, suite à la résiliation des opérations de pension.

B - La non-livraison des titres : un choix possible entre le *mini close-out* et le véritable cas de défaut

La sanction de la non-livraison de titres a fait l'objet de débats au sein des institutions représentées à l'ISMA, comme en témoignent les versions successives du GMRA (datant respectivement de 1992, 1995 et 2000). Dans la version de 1992, la non-livraison des titres est sanctionnée par la résiliation du contrat pour cas de défaut.

En 1995, le contrat a été modifié pour tenir compte de la protestation de certains opérateurs de la place qui considèrent que la non-livraison des titres fait partie des aléas de la pratique et ne peut constituer en soi un indice fiable de la mauvaise santé financière d'une contrepartie.

Pour ces raisons, le GMRA 1995 a instauré le mécanisme du *mini-close-out* qui évite la sanction radicale prévue en cas de survenance d'un véritable cas de défaut,

mais permet à la partie en attente des titres d'agir pour récupérer son dû.

- Le *mini close-out* : quels enjeux ?

Le *mini close-out* est un mécanisme de sanction de la non-livraison des titres à la date de conclusion de la pension ou à son échéance (*purchase date* ou *repurchase date*). Le *mini close-out* permet, comme son nom l'indique, à la partie non-défaillante de sanctionner la non-livraison de titres attendus sans pour autant déclencher la résiliation de toutes les opérations en cours avec l'autre partie. La partie qui n'a pas reçu ses titres dispose au titre du *mini close-out* de plusieurs possibilités : elle peut demander remboursement de ce qu'elle a déjà versé ou, si elle est en risque, elle peut demander le versement d'une marge en rapport avec l'opération concernée. Elle peut aussi, sur notification écrite, demander la résiliation pure et simple de l'opération litigieuse.

- La solution du GMRA 2000 : souplesse entre sécurité des parties et tolérance de la pratique

Le GMRA 2000 adopte une position médiane, qui prend en compte les divergences exposées ci-dessus. Les parties peuvent, en cas de non-livraison des titres, décider de rester sous le régime désormais classique du *mini close-out*. Si elles ne le souhaitent pas, elles peuvent préciser en annexe au contrat que si des titres ne leur sont pas livrés, elles disposeront de l'alternative entre *close-out-netting* et *mini close-out*.

Dès lors, les parties peuvent décider de faire de la non-livraison des titres un véritable cas de défaut, autorisant la partie non-défaillante à résilier puis à compenser les opérations qui sont en cours avec la partie défaillante, afin d'en retirer un solde unique, dit « solde net »¹⁷. En outre, le contrat GMRA 2000 fixe désormais précisément la date de détermination de la *default valuation time*.

- Éclaircissement de la période de référence d'évaluation des titres ou *default valuation time* en cas de non-livraison des titres

La base de calcul des pertes provoquées par la survenance d'un cas de défaut est constituée par l'évaluation des titres dont la livraison n'a pas été effectuée ou *default market value*¹⁸. Or, le moment choisi pour l'évaluation des titres

¹⁷ Le *Global Netting* : l'article L. 431.7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles réglementations économiques, Étude par Franck Auckenthaler, JCP E n° 42.

¹⁸ GMRA 1995 : Paragraph 2 Definitions « Default Market Value » with respect to nay Securities on any date :

(i) in the case of Securities to be delivered to the Defaulting Party; (ii) (aa) if the non-Defaulting Party has between the occurrence of the relevant Event of Default and the Default Valuation Time (as defined below) sold Securities forming part of the same issue and being of an identical type and description to those Securities and in substantially the same amount as those Securities, the net proceeds of sale (after deducting all reasonable costs, fees and expenses incurred in connection therewith) and (iii) (bb) failing such sale before the Default Valuation Time, the Market Value of such Securities at the Default Valuation Time; (ii) in the case of Securities to be delivered by the Defaulting Party; (iv) (aa) if the non-Defaulting Party has between the occurrence of the relevant Event of Default and the Default Valuation Time purchased Securities forming part of the same issue and being of an identical type and description to those Securities and in substantially the same amount as those Securities, the cost of such purchase (including all reasonable costs, fees and expenses incurred in connection therewith), and (bb) failing such purchase before the Default Valuation Time, the amount it would cost to buy such Securities at the Default

Valuation Time at the best available offer price therefor (and where different offer prices are available for different delivery dates, such offer price in respect of the earliest available such delivery date) on the most appropriate market, together with all reasonable costs, fees and expenses that would be incurred; in connection therewith (calculated on the assumption that the aggregate thereof is the least that could reasonably be expected to be paid in order to carry out the Transaction), in each as determined by the non-Defaulting Party; and for this purpose the « Default Valuation Time » means with respect to any Securities(A) if the relevant Event of Default occurs during normal business hours on a day which is a dealing day in the most appropriate market for Securities of the relevant description (as determined by the non-Defaulting Party), the close of business in that market on the following dealing day;*

(B) in any other case, the close of business on the second dealing day in that market after the day on which the relevant Event of Default occurs; Where the amount of any Securities sold or purchased as mentioned in (i) (aa) or (ii) (aa) above is not identical to that of the Securities to be valued for the purposes of this definition, the Default Market Value of those Securities shall be ascertained by dividing the net proceeds of sale or cost of purchase by the amount of the Securities sold or purchased so as to obtain a net unit price and multiplying that net unit price by the amount of Securities to be valued.

revêt une grande importance, particulièrement lors des périodes d'agitation des marchés, en raison des variations qui peuvent intervenir assez rapidement sur le cours des titres. Dès lors, la définition de la *default valuation time*¹⁹, (période au cours de laquelle les titres non livrés sont évalués) prend une place capitale aux yeux des professionnels.

Une faiblesse du GMRA 1995 a été mise en lumière sur ce point lors de la crise financière qui s'est déroulée en Argentine durant l'hiver 2001. L'imprécision du contrat a été exploitée par certains établissements financiers locaux, entraînant d'importantes pertes financières pour leurs contreparties françaises en raison de la dévaluation de la devise locale. En effet, selon la lecture que l'on adopte, le point de départ de la *default valuation time* peut se situer, soit à la date d'échéance de la pension, soit au moment de la délivrance de la notification relative au *mini close-out*. Ces deux dates ne sont pas systématiquement identiques et peuvent même se situer à plusieurs semaines d'intervalle. Or, un important écart de valeur de rachat des titres en raison de la variation des cours ou de la modification du statut de l'émetteur entre la date de notification et la date de l'échéance de la pension peut entraîner un déséquilibre entre les obligations des parties. Le GMRA 2000 prévoit désormais que la période de référence pour le calcul de la valeur des titres débute au moment où la notification de défaut est adressée à la partie défaillante²⁰. Cette clarification est un apport déterminant dans la sécurité juridique et financière des opérations de pension conclues sous l'égide du GMRA 2000.

II Une exécution discrétionnaire du contrat au profit de la partie non-défaillante ?

En cas de survenance d'un événement qualifié de cas de défaut, la partie non défaillante est protégée par le système de résiliation-compensation organisé par le contrat. En effet, la partie non défaillante, peut, sous certaines conditions, se dispenser d'envoyer une notification de défaut (2.1), déterminer unilatéralement les dettes respectives des parties (2.2), ou enfin réclamer le montant

qu'elle considérera comme légitime au titre des pertes indirectes qu'elle aura subies en raison de la survenance du cas de défaut (2.3).

2.1 La partie non-défaillante tente de notifier le cas de défaut ou signe une notification spéciale de défaut

L'envoi d'une notification de défaut constitue un acte décisif en raison des conséquences que le contrat lui attache. En effet, la notification de défaut déclenche le processus de résiliation-compensation (*close-out netting*) et donne date certaine à l'événement qualifié par le contrat de cas de défaut. Or, certaines entités en faillite ont adopté des stratégies qui consistaient à éviter par tous moyens de recevoir une telle notification (téléphone décroché, fax occupé...). Des sociétés coréennes ont utilisé ce genre de pratiques lors du krach boursier. Afin de faire face à ces comportements déloyaux, le GMRA 2000 a prévu le mécanisme de la *special default notice* ou notification spéciale de défaut²¹. La partie non défaillante qui n'a pas réussi à faire parvenir à son cocontractant une notification de défaut, alors qu'elle a tenté de l'envoyer par au moins deux des moyens prévus par le contrat (courrier, télex, fax, messagerie électronique telle que Swift ou e-mail) est réputée « avoir fait tout son possible » au sens du contrat. Elle dispose dès lors d'un recours : elle peut signer une *special default notice*.

Par ce biais, la partie non défaillante a la possibilité de s'abstenir d'envoyer une notification classique sans que cela lui soit dommageable puisque la signature d'une *special default notice* a les mêmes effets que l'envoi effectif d'une notification « physique ».

En pratique, il semble que l'obligation de moyens imposée à la partie non défaillante pour l'envoi d'une notification « classique » soit relativement légère au regard des conséquences liées à la *special default notice*. Afin d'éviter une application discrétionnaire du contrat, il apparaît souhaitable de modifier le GMRA 2000 par l'ajout d'une clause en annexe du contrat, en mettant à la charge de la partie non défaillante, par exemple, l'obligation de produire la preuve d'efforts répétés pour envoyer la notification de défaut.

19 « Default Valuation Time » means in relation to an Event of Default, the close of business in the Appropriate Market on the fifth dealing day after the day on which that Event of Default occurs, or, where that Event of Default is the occurrence of an Act of Insolvency in respect of which under paragraph 10 (a) no notice is required from the non-Defaulting Party in order for such event to constitute an Event of Default, the close of business on the fifth dealing day after the day on which the non-Defaulting Party first became aware of the occurrence of such Event of Default.

20 Le GMRA 2000 prévoit un régime d'exception pour la faillite : la partie non-défaillante n'a pas à envoyer de notification de défaut. Dès lors, la « *default valuation time* » débute au moment où celle-ci a pris connaissance de la faillite de son co-contractant.

21 Paragraph 14 (c): If: (i) There occurs in relation to either party an event which, upon the service of a Default Notice, would be an Event of Default; and (ii) The non-Defaulting Party, having made all practicable efforts to do so, including having attempted to use at least two of the methods specified in sub-paragraph (b) (ii), (iii) or (v), has been unable to serve a Default Notice by one of the methods specified in those sub-paragraphs (or such of those methods that are normally used by the non-Defaulting Party when communicating with the Defaulting Party) the non-Defaulting Party may sign a

written notice (a « Special Default Notice ») which -

(aa) specifies the relevant event referred to in paragraph 10 (a) which has occurred in relation to the Defaulting Party;

(bb) states that the non-Defaulting Party, having made all practicable efforts to do so, including having attempted to use at least two of the methods specified in sub-paragraph (b) (ii), (iii) or (v), has been unable to serve a Default Notice by one of the methods specified in those sub-paragraphs (or such of those methods that are normally used by the non-Defaulting Party when communicating with the Defaulting Party);

(cc) specifies the date on which, and the time at which, the Special Default Notice is signed by the non-Defaulting Party; and

(dd) states that the event specified in accordance with sub-paragraph (aa) above shall be treated as an Event of Default with effect from the date and time so specified.

On the signature of a Special Default Notice the relevant event shall be treated with effect from the date and time so specified as an Event of Default in relation to the Defaulting Party, and accordingly references in paragraph 10 to a Default Notice shall be treated as including a Special Default Notice. A Special Default Notice shall be given to the Defaulting Party as soon as practicable after it is signed.

2.2 La partie non-défaillante évaluée elle-même le montant des pertes qu'elle a subies du fait de la survenance du défaut

La résiliation des opérations de pension en cours d'exécution, qui survient à cause du déclenchement d'un cas de défaut, est organisée par le contrat de la manière suivante : on considère que la *repurchase date* (date de rachat) de chaque opération est immédiatement survenue et les marges dues par les parties deviennent de ce fait immédiatement exigibles. S'ouvre alors la *default valuation time*, au cours de laquelle la partie non défaillante se trouve en charge du calcul des sommes dues respectivement par chaque cocontractant, et notamment de la valeur des titres qui n'ont pas été transférés entre les parties ou *default market value*.

Sous l'empire du GMRA 1995, l'évaluation des titres non livrés est effectuée selon deux critères. Soit la partie non-défaillante se réfère au prix de négociation des titres²², soit elle se réfère au prix de marché des titres. Dans ce dernier cas, le contrat distingue deux hypothèses : si les titres sont dus par la partie défaillante, la base du calcul sera, stricto sensu, la valeur de marché des titres. Dans le cas où les titres seraient dus par la partie non défaillante, la plus haute cotation trouvée sur le marché pertinent servira de base pour le calcul de la *default market value*. Cette nuance permet de rendre plus favorable la situation de la partie non-défaillante par rapport à celle qui a fait défaut.

Or, le GMRA 2000 améliore encore le sort de la partie non défaillante en introduisant une troisième méthode d'évaluation des titres. Le contrat prévoit en effet que, si la partie non défaillante se trouve dans l'impossibilité d'utiliser les deux premières méthodes (prix de négociation, valeur de marché), elle dispose désormais de la faculté d'évaluer les titres à leur valeur nette ou *net value*²³. Cette troisième méthode, en raison de l'avantage qu'elle procure à la partie non défaillante, sera vraisemblablement la plus largement utilisée. Les conditions qui sont imposées par le contrat pour y recourir sont établies comme suit : soit la partie non défaillante n'a pas réussi, tout en essayant de bonne foi de vendre ou acheter des titres équivalents ou

d'obtenir des cotations sur le marché, soit cette dernière a déterminé de bonne foi qu'il ne serait pas raisonnable commercialement de chercher à obtenir des cotations ou d'utiliser des cotations obtenues sur le marché. La définition de ce qui est « raisonnable commercialement », critère qui peut justifier l'impossibilité de recourir aux modes objectifs d'évaluation des titres, reste à l'appréciation de la partie non défaillante. Les motivations de la partie non défaillante pourront par exemple être d'ordre commercial (confidentialité de la défaillance) ou pratique (absence de titres sur le marché en question). Il est intéressant de noter que la méthode dite *net value* est utilisable, en cas d'impossibilité pour la partie non défaillante de recourir aux critères habituels du marché (comme nous l'avons développé plus haut), mais aussi, lorsque la partie non-défaillante n'a pas délivré de *default valuation notice*, par exemple, dans le cas où une notification spéciale de défaut a dû être rédigée, ou lorsqu'une partie à l'opération de pension fait faillite.

Le caractère unilatéral, presque discrétionnaire, de la méthode de la valeur nette peut encore être souligné au regard de la définition de cette notion par le GMRA 2000²⁴. La valeur nette provient de la « juste valeur de marché des titres, déterminée de façon raisonnable par la partie non défaillante²⁵ », suivant « les sources et méthodes qu'elle considère appropriées ». Cette définition laisse une marge relativement importante à la subjectivité de la partie non défaillante. L'obligation de bonne foi, généralement mise à la charge de chaque cocontractant²⁶ interdit à la partie non défaillante tout comportement qui serait déloyal. Néanmoins, il est notable que les dispositions du GMRA 2000 aboutissent au fait que celui qui n'a pas été livré des titres qu'il devait recevoir se trouve dans une position relativement avantageuse puisqu'il peut, si la bonne marche de ses affaires le lui commande, déterminer la valeur des titres qu'il se fera rembourser par la partie défaillante.

2.3 La partie non-défaillante détermine l'étendue des dommages indirects dont elle peut obtenir réparation

La définition des dommages réparables donnée par le GMRA 2000 illustre à nouveau la possibilité pour la

22 Le prix de négociation est le prix de vente ou d'achat de titres équivalents qui auraient été cédés ou acquis par l'une ou l'autre des parties après la survenance de l'Event of Default.

23 Paragraph 10 (d) (iv) « Net Value » means at any time, in relation with any deliverable Securities or Receivable Securities, the amount which, in the reasonable opinion of the non-Defaulting Party, represents their fair market value, having regards to such pricing sources and methods (which may include, without limitation, available prices for Securities with similar maturities, terms and credit characteristics as the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities) as the non-Defaulting Party considers appropriate, less, in the case of Receivable Securities, or plus, in case of Deliverable Securities, all Transaction Costs which would be incurred in connection with the purchase or sale of such Securities.

24 Qui est donnée au paragraphe 10 (d) iv du GMRA 2000.

25 De plus, l'éventuelle assimilation par le droit français d'un tel mécanisme à une clause de voie parée fragilise la sécurité juridique procurée par le contrat.

26 Pour la France, l'obligation d'exécuter le contrat de bonne foi est dictée par l'interprétation de l'article 1134 du Code civil.

27 Paragraph 10 (j) Subject to paragraph 10 (k) below, neither party may claim any sum by way of consequential loss or damage in the event of a failure by the other party to perform any of its obligations under this Agreement.

(i) Subject to sub-paragraph (ii) below, if as a result of a Transaction terminating before its agreed Repurchase Date under paragraphs 10 (b), 10

(g) (iii) or 10 (h) (iii), the non-Defaulting Party, in the case of paragraph 10 (b), Buyer, in the case of paragraph 10 (g) (iii), or Seller, in the case of paragraph 10 (h) (iii), (in each case the « first party ») incurs any loss or expense in entering into replacement transactions; the other party shall be required to pay to the first party in good faith to be equal to the loss or expense incurred in connection with such replacement transactions (including all fees, costs and other expenses) less the amount of any profit or gain made by that party in connection with such replacement transactions; provided that if that calculation results in a calculation results in a negative number, an amount equal to that number shall be payable by the first party to the other party;

(ii) If the first party reasonably decides, instead of entering into such replacement transactions, to replace or unwind any hedging transactions which the Transaction so terminating, or to enter into in connection with the Transaction so terminating, or to enter in any hedging transactions, the other party shall be required to pay to the first party the amount determined by the first party in good faith to be equal to the loss or expense incurred in connection with entering into such replacement or unwinding (including all fees, costs and other expenses) less the amount of any profit or gain made by that party in connection with such replacement or unwinding; provided; that if that calculation results in a calculation results in a negative number, an amount equal to that number shall be payable by the first party to the other party.

partie non défaillante de fixer unilatéralement les conditions d'exécution du contrat. Le GMRA 2000 énumère limitativement les moyens qui permettent à la partie non défaillante de réparer les torts que lui a causés la survenance d'un cas de défaut. La réparation des dommages indirects (*consequential loss or damage*²⁷) est exclue par le GMRA 1995, comme par le GMRA 2000. Toutefois le contrat, dans sa dernière version, contient deux clauses supplémentaires qui semblent démentir les dispositions du contrat décrites plus haut. Le GMRA 2000 prévoit que lorsqu'une partie a, en raison de la survenance d'un cas de défaut, été amenée à conclure une opération de couverture²⁸ (ou au contraire, à résilier une opération de couverture), tous les frais liés directement à la conclusion d'une telle opération, ainsi que les frais et dépenses annexes qui sont déterminés de bonne foi par la partie non-défaillante doivent lui être remboursés par la partie qui fait défaut. La somme des frais se voit diminuée par tout gain qu'aurait pu réaliser la partie non-défaillante grâce à l'opération en question.

Toutefois, l'abus qui serait commis par la partie non-défaillante serait probablement susceptible de recours sur le fondement de l'article 1152 du Code civil,

28 En pratique, une opération de « couverture » est conclue par l'opérateur de marché en vue de se protéger (« se couvrir ») contre les risques financiers nés de l'opération principale. Il peut s'agir d'une opération de

ouvrant ainsi au juge français la possibilité de qualifier les dispositions du GMRA 2000 de clause pénale. Dès lors, le juge disposerait du pouvoir de réduire le montant réclamé par la partie non défaillante si celui-ci s'avérait manifestement excessif.

En conclusion, la nouvelle version du contrat GMRA, techniquement plus élaborée que la précédente, apporte un certain nombre de réponses aux problèmes des opérateurs, tout en restant imprégnée du cadre juridique anglo-saxon.

Le GMRA 2000 offre désormais à la partie non-défaillante une position particulièrement avantageuse, ce qui rejoint une approche anglo-saxonne des obligations contractuelles.

La nature des conséquences attachées à l'inexécution du contrat par l'une des parties diffère du droit français. Outre une réparation des dommages subis en raison de l'inexécution du contrat, le droit anglais met à la charge de celui qui ne s'exécute pas, sous certaines conditions, une « punition » (*punitive damages*) pour avoir fait défaut. De même, il convient de souligner l'importance de l'exécution de bonne foi du contrat qui est une notion primordiale en droit anglais. ■

même nature que l'opération principale, mais conclue en « sens inverse » ou d'une opération d'un type différent (par exemple, une option sur action qui serait couverte par un prêt de titres).