

L'annexe AFB «Remises en garantie» : un outil permettant de réduire le risque de contrepartie lors de la conclusion d'opérations sur produits dérivés



Gilles Kolifrath
Responsable
du service juridique
des opérateurs de marché
BNP

Le caractère aléatoire des contrats sur instruments financiers à terme ⁽¹⁾ rend parfois l'évaluation des pertes difficile et plus spécialement encore en cas d'inversion de la courbe des taux. Le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque lié à la défaillance du cocontractant, est le risque ultime contre lequel il faut se prémunir dans les relations commerciales. Dans la mesure où ces instruments sont négociés de gré à gré (*over-the-counter*), il n'existe pas de système de garantie de place pour les couvrir. Le rôle des sûretés en matière d'instruments financiers à terme revêt donc dans ce contexte un caractère essentiel.

Jusqu'à la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (ci-après «la Loi») qui vise à introduire en droit français la directive dite «services en investissement» ⁽²⁾, notre droit des sûretés était inadapté à la mise en place des contrats dits de «collatéralisation», puisqu'une couverture efficace du risque de contrepartie suppose des sûretés appropriées, ajustables et non susceptibles d'être remises en cause en cas de défaillance ou d'ouverture d'une procédure de «faillite» du constituant de la garantie.

La place de Paris, qui jusqu'à présent était en retard par rapport aux principales places financières étrangères pour la mise en place de contrats de couverture ou d'appels de marge, dispose dorénavant d'un dispositif législatif adapté et protecteur pour couvrir les risques résultant de la conclusion d'opérations sur produits dérivés ainsi que d'un dispositif contractuel facilement utilisable et performant.

L'article 52 de la Loi vient en effet modifier en profondeur et avec force le régime des sûretés en matière d'instruments financiers à terme. Il permet désormais aux intervenants des marchés d'instruments financiers de prévoir des remises, en pleine propriété, à titre de garantie ainsi opposables aux tiers sans formalités, de valeurs, titres, effets ou sommes d'argent pour tenir compte de l'évolution de la valeur de leurs opérations.

C'est sur la base de cette nouvelle disposition qu'a pu être élaboré le nouveau texte de place qui se présente sous la forme d'une annexe à la convention-cadre AFB relative aux opérations de marché à terme (ci-après «la Convention») publiée en 1994 par l'Association française des banques (AFB).

Ceci correspondait au souhait de nombreux établissements de crédit et autres entreprises ⁽³⁾, de disposer d'un contrat de place soumis au droit français, afin de pouvoir standardiser la négociation de leurs contrats d'appels de marge, d'autant plus que l'International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) a déjà publié depuis 1994 quatre versions soumises à différentes lois d'un tel contrat ⁽⁴⁾.

L'annexe Remises en garantie à la convention-cadre AFB relative aux opérations de marché à terme (ci-après «l'Annexe») qui a été publiée en juin dernier est un contrat qui repose sur des dispositions juridiques nouvelles **(I)** et un texte technique issu de la pratique des marchés sur instruments financiers à terme **(II)**.

I Un contrat qui repose sur des dispositions juridiques nouvelles

La Loi vise à assurer une totale sécurité en matière d'appels de marge. Elle modifie les dispositions générales applicables au droit des sûretés et au droit de la faillite. Un avis juridique de place renforce de surcroît la sécurité juridique des utilisateurs de l'Annexe.

A *Les dispositions de l'article 52 au regard du droit des sûretés et du droit de la faillite*

1. L'article 52 et le droit des sûretés

L'alinéa 4 de l'article 52 de la Loi étend aux opérations de gré à gré régies par une convention-cadre un système spécial de sûreté des opérations sur instruments financiers par remise en pleine propriété à titre de garantie de certains actifs.

Jusqu'à l'adoption de la Loi, le régime des sûretés afférent aux produits dérivés était caractérisé par une inadéquation quant aux exigences du marché. En effet, les risques relatifs à ces produits variant quotidiennement, des ajustements

ments étaient donc nécessaires selon la même périodicité. Le formalisme qui devait alors être respecté lors de la constitution de nantissements de valeurs mobilières rendait en pratique ces ajustements inapplicables (5). L'ancien article 29 de la loi n° 81-3 du 3 janvier 1983, remplacé par l'article 102 de la Loi, disposait que le nantissement de ces valeurs ne pouvait être valablement constitué et opposable aux tiers que lorsque le débiteur avait signé une déclaration de constitution de gage précisant le nombre, la nature des titres et le montant de la dette gagée. Les valeurs ainsi gagées devaient ensuite être virées sur un compte spécial bloqué chez l'intermédiaire teneur de compte et faire l'objet d'une attestation de gage par ce dernier au profit du créancier gagiste. Cette mécanique était toutefois incompatible avec le principe d'une réévaluation quotidienne. Mais au-delà de ces exigences de forme, il y avait surtout des problèmes quant à l'application des dispositions des articles 2078 (6) du Code civil et 93 (7) du Code de commerce. De toute façon, les procédures d'exécution prévues dans ces articles n'étaient pas d'un grand secours lorsque le débiteur était en redressement judiciaire et que toute procédure d'exécution était interdite par l'article 47 de la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires (ci-après la Loi de 1985) (8).

Face à ces inconvénients, les praticiens préconisaient l'utilisation du gage-espèce, un outil simple et efficace relativement adapté à la vie des affaires pour la couverture des opérations sur produits dérivés. En effet, le gage-espèce, c'est-à-dire le dépôt de fonds (en francs ou en devises) sur un compte bloqué au nom du créancier gagiste, permettait de contourner ces difficultés, puisque le titulaire de ce compte pouvait exercer son droit de propriété en tant que titulaire du compte en cas de défaillance du débiteur et compenser les sommes dues au titre du gage-espèce avec les obligations dues au titre de la Convention.

En application des dispositions de l'article 52, les parties recevant des actifs en garantie deviennent donc propriétaires et peuvent les prêter ou les vendre, à condition de rendre des actifs de même nature et en même quantité à l'échéance du contrat. Les droits du créancier sont constitués sans autre formalité que la remise qui s'exerce par la dépossession de ces actifs. Le corollaire de cette remise étant pour les espèces et les titres, le virement ou la livraison de ces actifs sur un compte ouvert au nom du créancier. Des garanties pourront alors être constituées rapidement en fonction de la valorisation des transactions de chacune des parties.

Le transfert de propriété en garantie n'est pas une nouveauté, puisque ce procédé a déjà été instauré par d'autres textes, le plus connu étant sans doute celui de la pension qui permet de réaliser une opération de financement en cédant des titres avec un engagement de rétrocession à terme pour un prix convenu (9). Mais on peut citer également le tout nouveau mécanisme de l'article 104 de la Loi qui prévoit que les prêts de titres peuvent être garantis par des remises qui deviennent définitivement la propriété du prêteur en cas de défaillance de l'emprunteur, ou encore le cas des dépôts de titres ou d'espèces en garantie des positions sur le marché international de France qui sont acquis à la chambre de compensation ou à l'adhérent dès leur constitution.

On pourra s'interroger sur la nature juridique des remises de l'article 52. Il semble que l'analyse retenue par une grande partie des auteurs repose sur la notion de sûreté-proprété, voire sur celle de transfert fiduciaire (10). En effet, le gage ne saurait sans doute s'appliquer car, si les remises

d'espèces en garantie sont translatives de propriété en raison de la fongibilité des espèces, tel n'est pas le cas pour les valeurs mobilières et les titres de créance négociables dont l'inscription en compte ne transfère pas leur propriété au teneur de compte (11).

La Loi ne dispose par ailleurs d'aucune restriction quant à la nature des actifs qui peuvent être remis en garantie. Il ne semble pas qu'il faille restreindre le champ d'application très large de ce texte. On pourra tout de même s'interroger sur la possibilité de remettre certains actifs qui sont difficiles à valoriser ou qui peuvent avoir une grande volatilité. On relèvera également une certaine imprécision ou généralité quant à la terminologie employée : que recouvre la notion d'effets ? Les sommes d'argent comprennent-elles les devises ? La notion de valeur englobe-t-elle l'or et les métaux précieux ? Ces interrogations relèvent toutefois semble-t-il, plus de considérations intellectuelles que d'une réelle inquiétude en la matière.

On notera aussi que l'article 52 énonce que les créances et les dettes relatives à ces remises sont compensables avec celles afférentes aux opérations sur instruments financiers dans le cadre du mécanisme de compensation prévu à l'alinéa 1 de l'article 52. On pourra donc penser, et c'est une possibilité que le législateur considère implicitement, que la remise, à titre de garantie en pleine propriété, n'est pas une opération sur instruments financiers. La qualification de la réalisation de la remise à titre de garantie en compensation ne serait pas surprenante en soi, puisque c'est cette qualification de compensation qui avait été retenue par une jurisprudence récente comme mode de réalisation des remises d'espèces en garantie (12). Cette qualification a l'avantage de préciser le sort de l'excédent éventuel des remises sur la créance impayée, puisque si la résiliation est une compensation, l'excédent non compensé devra en principe et sauf convention contraire, être restitué au débiteur défaillant. C'est ce qui est prévu dans l'Annexe.

2. L'article 52 et le droit de la faillite

L'article 52 alinéa 5 de la Loi indique que les dispositions de la loi sur le règlement amiable du 1^{er} mars 1984 et celles de la Loi de 1985 ne font pas obstacle à l'application des dispositions de l'article 52 (13). Cet article prévoit, comme nous l'avons déjà indiqué en son alinéa premier, la compensation (selon les modalités d'évaluation prévues par la Convention) des dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers lorsqu'elles sont régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale (la Convention de l'AFB) ou internationale (la convention ISDA par exemple). L'article 52 alinéa 4 de la Loi prévoit également que les dettes et créances relatives à des remises et celles afférentes aux dites opérations sont compensables (conformément aux dispositions du premier alinéa de l'article 52).

Les principales difficultés liées aux mécanismes de résiliation et de compensation, en cas de défaillance de l'une des contreparties à la Convention et donc à l'Annexe, sont bien connues et tenaient pour l'essentiel de certaines dispositions de la Loi de 1985 précitée. L'article 33 de cette loi dispose en effet que le jugement ouvrant la procédure emporte de plein droit l'interdiction de payer toutes créances nées antérieurement au jugement d'ouverture. La compensation étant en droit français une méthode de paiement et d'extinction des obligations, des incertitudes planaient sur la conformité de ce mécanisme puisque la compensation intervenant dans le cadre du calcul du

solde de résiliation d'opérations nées antérieurement au jugement d'ouverture était ainsi susceptible d'être remise en cause par le juge. L'article 24 de la loi n° 94-475 du 10 juin 1994 a heureusement donné valeur législative au paiement par compensation en intégrant dans l'article 33 de la Loi de 1985. Les dispositions de l'article 52 ne peuvent par conséquent que nous conforter en matière de compensation des remises avec les opérations réalisées au titre de la Convention.

Citons aussi les dispositions des articles 37 et 56 de la Loi de 1985, qui énoncent respectivement qu'aucune résiliation ou résolution du contrat ne peut résulter du seul fait de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire et que le jugement d'ouverture ne rend pas exigibles les créances non échues à la date de son prononcé, toute clause contraire étant réputée non écrite. Ces articles soulevaient la difficulté bien connue dite du *cherry picking* permettant à l'administrateur judiciaire d'exiger la continuation des seules opérations favorables à l'entreprise en redressement judiciaire, et posaient la question de savoir s'il était possible de résilier un contrat au seul motif de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire.

Une difficulté supplémentaire existait encore, dans le régime de l'article 107-6° de la Loi de 1985 (14) et seul le droit de rétention du gage-espèce entrouvrirait une porte de sortie pour le créancier gagiste.

On pourra donc déduire du texte de l'article 52 que le législateur a explicitement confirmé les législations antérieures de 1993 et 1994 en écartant expressément toutes les dispositions des articles de la Loi de 1985 cités ci-dessus et de la loi du 1^{er} mars 1984 précitée lors de la réalisation d'opérations sur instruments financiers à terme avec appels de marge. Il semble aussi que le législateur a voulu mettre fin au risque de l'annulation des remises effectuées en période suspecte sur la base de l'article 107-6 de la Loi de 1985 susvisée. On remarquera pourtant que les dispositions de l'article 52 sont en retrait par rapport à celles relatives à la pension-livrée (15). Il ne semble pas qu'il faille s'émouvoir outre mesure de cette rédaction. Conformément aux débats parlementaires, l'idée du législateur en la matière a bien été de vouloir mettre fin à la nullité systématique des nantissements constitués en période suspecte et la rédaction finalement adoptée remplit totalement ce rôle (16).

Le mécanisme de résiliation anticipée et de compensation dérogatoire du droit commun des procédures collectives permet donc à la Convention et à son Annexe de garantir le paiement du solde de résiliation résultant de la compensation des opérations par un transfert de propriété de certains actifs financiers (17).

B Un avis juridique de place renforçant la sécurité juridique des utilisateurs de l'Annexe

1. Un avis renforçant la sécurité juridique des utilisateurs de l'Annexe

L'AFB a décidé, pour renforcer la sécurité juridique des appels de marge réalisés par l'intermédiaire de son Annexe, de s'appuyer sur un avis juridique sans réserves d'un cabinet d'avocats indépendants internationalement reconnu. Dans son souci de satisfaire les contreparties internationales et de promouvoir l'utilisation de celle-ci, l'AFB a en réalité

souhaité obtenir deux avis différents, un en langue française à l'attention des contreparties domestiques et un en langue anglaise, ce dernier étant une adaptation du premier destiné aux contreparties étrangères (18).

L'obtention de cet avis constitue une nouveauté puisque jusqu'à présent l'AFB n'avait jamais fait appel à un cabinet d'avocats pour assurer les utilisateurs de ses contrats de l'absence de problèmes juridiques. Cette technique est pourtant une pratique courante de l'ISDA puisque celle-ci utilise les services de cabinets d'avocats indépendants depuis une dizaine d'années.

L'avis du cabinet d'avocats a été suscité sur deux questions fondamentales. La première est relative à la validité au regard du droit français, d'une part, des dispositions de l'article 7 de la Convention se rapportant à la résiliation des transactions régies par la Convention, suite à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire, de liquidation judiciaire ou de toute autre procédure équivalente et, d'autre part, des dispositions de l'article 8 de la Convention qui permet d'établir un solde net de résiliation en faveur de la partie non défaillante (19). La seconde se rapporte aux dispositions de l'Annexe et plus particulièrement celles selon lesquelles les parties conviennent des modalités de remise en pleine propriété d'actifs financiers pour tenir compte de l'évolution de la valeur des transactions de référence.

L'avis en langue française se prononce par conséquent dans un premier temps, après un bref rappel des principes de la Convention, sur la validité de ces articles 7 et 8 au regard du droit français. Cet avis reprend également les dispositions de l'article 46 de la Loi pour disposer que les instruments financiers à terme sont valides alors même qu'ils feraient l'objet de dispositions législatives spéciales pour autant que leur cause et leur objet soient licites. Il précise que nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent d'opérations à terme, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil lors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence (20). Enfin, il stipule qu'en application de l'alinéa 3 de l'article 52 de la Loi, les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation prévues par les conventions-cadres visées par les deux premiers alinéas de cet article sont opposables aux créanciers saisissants. Toute opération de résiliation, d'évaluation et de compensation effectuée en raison d'une procédure civile d'exécution est réputée intervenir avant ladite procédure.

L'avis donne, dans un second temps, une opinion favorable sur la possibilité d'effectuer des remises d'actifs financiers sans formalités, conformément aux termes de l'Annexe. Les actifs remis le sont en pleine propriété à titre de garantie pour tenir compte de l'évolution de la valeur des opérations visées par la Convention et conformément à l'article 52 de la Loi. Les stipulations de l'article 9 de l'Annexe, qui disposent que les dettes et créances relatives aux remises et celles afférentes aux transactions de la Convention sont compensées à la date de résiliation, sont conformes à l'article 52 de la Loi et sont donc opposables et valables. Ces dispositions sont applicables nonobstant les termes de la Loi de 1985 et celles de la loi de 1984 sur le règlement amiable.

2. Un avis renforçant la sécurité juridique lors de l'utilisation du mécanisme de l'article 52 de la Loi

L'objectif de l'avis juridique rendu à l'AFB est aussi de conforter les contreparties utilisant un contrat d'appels de marge autre que l'Annexe mais qui reposera sur le méca-

nisme de l'article 52 de la Loi. Ceci peut être le cas par exemple lorsqu'au niveau international une partie effectue des appels de marge en utilisant un des *Credit support documents* publiés par l'ISDA (21).

La possibilité de conclure un contrat d'appels de marge en pleine propriété soumis à un droit étranger ne sera valable, lorsqu'il est conclu avec une contrepartie étrangère, que si le droit applicable à la contrepartie, et plus particulièrement le droit applicable à la faillite de celle-ci, reconnaît la possibilité d'effectuer des remises de titres ou d'espèces en pleine propriété et aussi la possibilité de résilier et de compenser les sommes dues au titre d'un contrat-cadre avec les sommes dues au titre du contrat d'appels de marge.

L'avis juridique nous apporte en la matière des éléments intéressants et plus particulièrement quant à la conservation à l'étranger des actifs constituant la garantie. Les conditions de création d'une garantie constituée à l'étranger sur un bien situé à l'étranger sont régies par la loi d'autonomie choisie par les parties. Il conviendra par conséquent, en pratique, de se référer aux droits anglais, japonais ou de l'État de New York qui régissent les contrats ISDA. Les conditions d'opposabilité d'une garantie constituée sur des avoirs situés à l'étranger sont régies par la loi du lieu de situation de ces avoirs, donc la loi étrangère si ces avoirs sont conservés à l'étranger. Les remises effectuées à l'étranger devront correspondre à l'équivalent en droit français de remises en pleine propriété à titre de garantie de valeurs, effets ou sommes d'argent visés par l'article 52 de la Loi. Lorsqu'une société française ayant consenti une garantie à l'étranger sur des titres conservés à l'étranger fait l'objet d'une procédure de «faillite» en France, les conditions d'opposabilité et donc d'efficacité de la garantie devront se plier aux dispositions de la loi française régissant cette «faillite» en France. L'avis juridique définitif viendra sans doute préciser et compléter les points sus-mentionnés.

Il est tout de même indispensable, pour une partie française souhaitant effectuer des appels de marge avec une contrepartie étrangère, de vérifier préalablement à la signature que les dispositions du contrat sont valables et opposables, même en cas de faillite de la contrepartie.

II Un texte technique issu de la pratique des marchés sur instruments financiers à terme

L'Annexe est un texte technique qui se veut à la fois plus simple et plus précis que les différentes versions élaborées par l'ISDA et qui devrait être très facilement utilisable par tous les signataires d'une Convention, sans états d'âmes particuliers. Il conviendra d'aborder sa négociation avec des idées simples et précises.

A L'Annexe, mode d'emploi

1. Rappel des principes et des interrogations sur la technique des appels de marge

Il est utile de commencer par rappeler la finalité des appels de marge. Cette technique, qui est déjà utilisée dans les contrats de prêt de titres (sur actions) et de pension livrée

(sur obligations) consiste pour une partie à remettre en garantie des actifs (qui par définition se déprécient le moins possible) à la partie qui s'avère, avec l'évolution des conditions de marché, potentiellement créancière de l'autre partie au titre des différentes opérations conclues entre elles. Un calcul périodique du risque global (*mark to market*) permet d'ajuster la garantie constituée grâce à des remises complémentaires ou à des restitutions totales ou partielles de la garantie. Une des idées fortes de l'article 52 de la Loi est justement de permettre la remise en pleine propriété, à titre de sûreté, d'actifs autres que des liquidités. On pourra remarquer toutefois que cette possibilité n'est pas très utilisée en pratique et que souvent les établissements pratiquant des appels de marge feront usage de liquidités ou de titres du Trésor (obligations assimilables du Trésor ou leurs équivalents à l'étranger). Afin de ne pas priver les utilisateurs de l'Annexe des possibilités offertes par cet article, il a été prévu de pouvoir remettre en garantie tous les actifs énumérés par cette Loi (à l'exclusion des actions), même si on s'interroge parfois, comme nous l'avons vu ci-dessus, sur la définition qu'il faut retenir de certaines de ces catégories d'actifs.

On comprend aisément que l'idée sous-jacente à la réalisation d'appels de marge est de pouvoir garantir l'ensemble des opérations (et donc des produits) et de couvrir la totalité des succursales avec lesquelles on traite. C'est bien évidemment sur ces principes que s'appuie l'Annexe. Toutefois, ce n'est pas un paradoxe que de constater qu'une fois encore «*L'œuvre de l'esprit est supérieure à la technique*». En effet, de nombreux établissements qui pratiquent les appels de marge en France ou à l'étranger n'ont pas de systèmes informatiques adaptés au calcul de la valorisation de la totalité de «transactions» conformément à la définition de la Convention. Bien souvent une modélisation de ces systèmes, gérés par un *back-office* ou un département informatique et financier, doit être réalisée en fonction de normes de risque en constante évolution, ou de la création de nouveaux produits «exotiques». Le fait pour des établissements de crédit de travailler avec des systèmes de *back-office* centralisés pour des raisons d'économies d'échelle fait également que, bien souvent, les contrats d'appels de marge sont signés entre les établissements principaux des deux parties, ce qui exclut les différentes filiales (22). Enfin, la valorisation des opérations n'est que très rarement effectuée quotidiennement, avec le plus souvent des seuils de déclenchement (*franchise* ou *Threshold*) qui évitent aux parties d'effectuer des Remises (pour reprendre la terminologie de l'Annexe) en dessous de ces seuils. On constate donc aujourd'hui que bien souvent, malgré la signature d'une telle Annexe, la couverture du risque ne peut être que partielle. Gageons toutefois qu'avec la multiplication de la signature de ce type de contrat, la technique reprendra une partie de son retard sur l'œuvre de l'esprit.

2. La mécanique des appels de marge telle qu'elle ressort de l'Annexe

A l'instar des contrats d'appels de marge ISDA, l'Annexe de l'AFB est un document qui a été rédigé pour faciliter sa négociation. L'Annexe se décompose en onze articles. L'article 1 contient, comme dans la Convention, une série de définitions qui viennent compléter celles de la Convention alors que les contrats d'appels de marge ISDA ont renvoyé les définitions en fin de contrat. L'article 11 comprend entre autres les paramètres variables à négocier. Il sera

donc très facile pour chaque partie d'utiliser le corpus commun publié par l'AFB et de faire retaper par exemple l'article 11-3 «paramètres variables» en complétant les différents paramètres utilisés au cas par cas.

Le préambule de l'Annexe énonce trois grandes notions autour desquelles s'articulent les onze articles de celles-ci : le principe du transfert en pleine propriété d'actifs de l'article 52 de la Loi, l'affectation de ces actifs à la garantie de toutes les sommes qui peuvent être dues au titre des transactions régies par la Convention et la compensation des dettes et créances relatives aux remises avec celles relatives aux transactions de la Convention.

L'article 1 «Définitions» véhicule des concepts chers aux utilisateurs et aux négociateurs de contrats : le montant qui permet d'arrondir les remises (arrondi), la date à laquelle est réalisée la valorisation des transactions (date de calcul), la devise dans laquelle est convertie cette valorisation (devise de référence), le montant à hauteur duquel une partie accepte de ne pas être couverte de son risque sur l'autre partie (franchise), le montant au-delà duquel une partie est tenue d'effectuer une remise (montant minimum de transfert applicable à une partie)...

On pourra souligner l'importance particulière de deux définitions. La notion de garantie spécifique en premier lieu est une notion qui, pour les utilisateurs de contrats d'appels de marge ISDA, est similaire au concept d'*Independent Amount*, bien que la garantie spécifique soit plus restrictive dans l'Annexe. L'*Independent Amount* permet en effet à une partie de «surcouvrir» son risque pour tenir compte de différentes situations, comme par exemple le délai de livraison, la nature de la contrepartie, la volatilité d'une ou plusieurs transactions, alors que la garantie spécifique permet uniquement de tenir compte de l'évolution de la valeur d'une ou plusieurs transactions de référence. Dans l'hypothèse où une partie utilisera une garantie spécifique, elle devra prendre soin de compléter l'article 11-3 en précisant le fonctionnement de celle-ci (par exemple une valorisation des transactions majorée de dix pour cent pour les options de change), les modalités de mises en place (intégration dans la mécanique de calcul du risque net) ainsi que les modes de gestion (par exemple méthode de valorisation des actifs financiers retenus). On pourra d'ailleurs s'interroger sur la qualification juridique de cette garantie spécifique si celle-ci n'était pas intégrée dans le calcul du risque net. S'agirait-il alors d'une simple sûreté, d'un dépôt ? Cela paraît improbable, même si le législateur a pris soin de préciser que les remises étaient prévues pour tenir compte de l'évolution de la valeur des opérations. La notion de remise en second lieu est une des clés de voûte de ce contrat. Elle reprend la terminologie de l'article 52 de la Loi, en prévoyant le transfert en pleine propriété de différents actifs. Il est intéressant de constater que cette définition relève d'une notion dynamique, en précisant qu'une remise intervient, soit lors de la constitution, soit lors de la restitution d'une garantie. On pourra peut-être regretter qu'il ait été jugé opportun d'intégrer dans l'Annexe une définition de la garantie qui recouvre, elle, une notion statique de la remise (les actifs reçus par le bénéficiaire dans le but de garantir ses obligations au titre de la Convention), alors qu'il aurait certainement été possible de fusionner ces deux notions en une seule, ce qui aurait gagné à plus de clarté et aurait contribué à appréhender plus facilement le texte de l'Annexe lors de sa première lecture. On retiendra donc que la remise est dynamique (j'effectue une remise)

alors que la garantie est statique (je suis le bénéficiaire d'une remise déjà effectuée).

L'objet de l'Annexe énoncé à l'article 2 est d'affecter à la garantie des obligations résultant de la Convention, des remises d'actifs financiers selon les modalités de ladite Annexe (23). Il est important de constater qu'il faudra compléter l'article 11-3 pour inclure dans le périmètre de l'Annexe les transactions couvertes par une remise qui sont appelées les transactions de référence. Il est possible de rédiger la clause de manière très large en spécifiant par exemple, «*toutes les transactions au titre de la Convention*» ou en indiquant plus restrictivement par exemple et à titre non limitatif «*les échanges de conditions d'intérêt ou de devises*».

L'article 3 permet de définir les actifs financiers susceptibles de constituer une garantie. Cet article reprend les catégories d'actifs définis à l'article 52 de la Loi et renvoie à l'article 11-3 pour déterminer les actifs éligibles ainsi que leurs coefficients de pondération. Il n'y a pas de règle immuable pour établir le pourcentage de ces coefficients, celui-ci relève de l'appréciation de chaque partie et ne fait en général pas l'objet d'une âpre négociation. Comme nous l'avons déjà dit, l'Annexe n'a pas prévu la possibilité de remettre des actions à titre de garantie. En effet, l'utilisation de celles-ci entraîne certaines difficultés relatives à la vie des titres (vote aux assemblées, offre publique par exemple) voire de possibles difficultés afférentes au régime fiscal qui leur est applicable. Dans l'hypothèse également où les parties souhaiteraient utiliser des actifs autres que les titres définis à l'Annexe (valeurs mobilières autres que les actions, titres de créances négociables, bons du Trésor ou tous instruments financiers étrangers équivalents) ou des sommes d'argent à titre de remise, il conviendra de prévoir à l'article 11-3, en plus du coefficient de pondération applicable, la méthode de valorisation des actifs employés. L'article 3 énonce également que c'est la partie qui constitue la garantie qui choisit (sauf convention contraire) parmi les actifs éligibles ceux qu'il remettra à titre de garantie. En sens contraire, il est prévu que c'est la partie destinataire de la remise qui décide des actifs qui sont restitués.

L'article 4 s'intitule «Valorisation des transactions de référence et de la garantie» et prévoit que chaque agent de calcul (il n'est pas nécessaire de désigner un agent de calcul tiers, chaque partie peut effectuer ses calculs ; il est également possible que les deux parties utilisent le même agent de calcul) détermine la valorisation des transactions de référence ou le risque net et la remise déjà effectuée (valeur pondérée de la garantie). Ce calcul est réalisé sauf convention contraire, sur la base des transactions en portefeuille le jour ouvré précédant la date de calcul. En cas de constatation d'une différence entre ces différentes valorisations (ce qui est presque toujours le cas, au moins quant à la valorisation des transactions de référence) on appliquera la méthode de réconciliation de ces différences telle qu'elle est exposée aux articles 11-1 et 11-2 de l'Annexe. Il est intéressant de constater que l'article 4-1 prévoit qu'il est possible de tenir compte, en plus de la valeur des transactions de référence, de toutes les sommes exigibles et non versées au titre de la Convention (par exemple un paiement non effectué au titre de la Convention et ne constituant pas un cas de défaut, un virement ordonné mais non exécuté, etc.). Il n'est pas certain toutefois que cette prise en compte puisse intervenir facilement.

L'article 5 prévoit la mise en place des remises en cas d'accord sur la valorisation des transactions de référence. Les

différents cas qui peuvent se produire (envisagés du côté de la partie en risque, c'est-à-dire ayant un risque net positif) sont résumés dans un tableau synoptique à l'article 11-4. Il est tenu compte, pour établir ces remises, de la garantie et de la franchise applicables à chaque partie. On tiendra compte ensuite du montant minimum de transfert applicable à chaque partie et la remise sera également arrondie selon la convention d'arrondi prévue à l'article 5-4 et conformément au montant prévu à l'article 11-3. La remise sera convertie dans la devise de référence. Il est prévu également à l'article 5-4 que les parties désireuses de ne pas être couvertes de leurs risques sur l'autre partie pourront fixer à l'article 11-3 une franchise d'un montant illimité (les remises étant alors effectuées unilatéralement par une seule partie). L'article 5-2 prévoit également que les agents de calcul notifient les parties de toute remise devant être effectuée et que chaque remise s'accompagne d'un avis permettant son identification.

Sous la rubrique «Conservation et gestion de la garantie» de l'article 6, on trouvera plusieurs types de dispositions : la notion de pleine propriété des actifs transférés qui permet au bénéficiaire d'en disposer, la possibilité de désigner un conservateur en cas d'utilisation de titres étrangers, des dispositions fiscales, le principe de l'indemnisation des sommes d'argent constituant une garantie, et enfin le principe de substitution des titres qui permet à une partie (le constituant) de substituer des titres par d'autres, sous réserve que la valeur pondérée de la garantie après substitution soit au moins égale à la valeur pondérée de la garantie avant substitution.

L'article 7 prévoit la restitution de la garantie à l'échéance des transactions. L'article 8 énonce que tout manquement à effectuer une remise constitue un cas de défaut de paiement qui pourra entraîner la résiliation et la compensation desdites transactions au titre de la Convention. L'article 9 dispose qu'en cas de défaut de la contrepartie, il sera possible d'effectuer une compensation entre les obligations dues au titre de l'Annexe et celles dues au titre de la Convention. L'article 10 comprend une série de déclarations au titre desquelles chaque partie réitère les déclarations faites au titre de l'article 6 de la Convention. L'article 11-3 paramètres variables permet enfin de définir les paramètres applicables et de modifier toutes dispositions de l'Annexe qui ne seraient pas paramétrables, mais est-ce bien souhaitable ?

B Exemples pratiques de négociation de clauses de l'Annexe

1. Conseils avant d'aborder la négociation

Il n'y a pas de recettes miracles lorsque l'on négocie les termes de l'Annexe ou d'un contrat d'appels de marge. Il faut tout de même garder à l'esprit que l'Annexe a été rédigée pour être utilisée par tous types de contreparties sans a priori en avantager l'une ou l'autre.

Il convient bien évidemment pour chaque entité désireuse d'entrer dans un mécanisme d'appels de marge de prendre soin de vérifier si les textes qui la régissent ne sont pas contraires à de tels appels (24). Il paraît utile de rappeler également que la signature de la Convention est un préalable à la négociation de l'Annexe. Il est évidemment possible de négocier les deux textes conjointement. Si les parties aiment en général standardiser leurs contrats afin de retrouver les mêmes clauses avec toutes leurs contreparties, il ne semble pas nécessaire, voire même impossible de reproduire les

mêmes paramètres techniques (montant minimum de transfert, franchise, etc.) avec tous ses clients.

Il faut aussi s'assurer que l'on est en mesure de valoriser les transactions. Il convient ainsi de vérifier si les opérations conclues ou à conclure sont valorisées avec des modèles satisfaisants et relativement proches de ceux utilisés par la contrepartie. Il est nécessaire ensuite de s'assurer que cette valorisation peut être réalisée pour la totalité du portefeuille sur une base régulière et enfin, pour les gros portefeuilles de transactions, de s'assurer que les systèmes informatiques utilisés sont suffisamment rapides pour calculer une valorisation globale dans un délai raisonnable, sous peine d'effectuer ces calculs la nuit. Enfin, il est important de tenir compte des remises lors de la valorisation des transactions sans oublier par exemple un éventuel détachement de coupon. Il est bien sûr possible aux termes de l'Annexe de s'en remettre à un tiers pour effectuer ces calculs.

En pratique, il est recommandé de procéder à des tests de valorisation et de confronter les résultats de ceux-ci avec ceux de sa contrepartie. Il est possible parfois de s'apercevoir que les deux portefeuilles ne sont pas tout à fait identiques (oubli d'une opération par exemple). Ce risque est d'autant plus grand quand on inclut les transactions conclues par l'intermédiaire de ses succursales étrangères.

Une des idées simples lorsque l'on vise à réaliser des appels de marge, est de garder à l'esprit que les actifs remis à titre de garantie doivent être le plus intangible possible. Il est préférable, en effet, d'éviter de procéder à des appels de marge complémentaires pour tenir compte uniquement des variations des remises.

Il conviendra également de s'assurer du traitement fiscal des appels de marge en fonction de la nature des remises effectuées, sachant que l'article 53 de la Loi (25) prévoit un régime de neutralité fiscale calqué sur celui du prêt de titres (26). Il ressort en effet des débats parlementaires (27) que l'objectif du législateur a été d'assurer la neutralité fiscale des transferts de titres en pleine propriété à titre de garantie afin de faciliter le bon fonctionnement des marchés portant sur instruments financiers (28).

Dans l'hypothèse enfin, où des éléments d'extranéité interviennent (contrepartie étrangère, utilisation de titres étrangers par exemple), il faudra désigner éventuellement un ou plusieurs établissements étrangers afin d'opérer la conservation des actifs financiers constituant la garantie et surtout de prendre les avis juridiques et fiscaux nécessaires afin de pouvoir être assuré de la mise en œuvre des dispositions de l'Annexe.

2. Comment réduire son risque lors de la négociation

Une bonne négociation repose sur une bonne compréhension de l'Annexe. Commençons donc par exposer quelques mécanismes de base du fonctionnement de celle-ci.

Une des avancées de l'Annexe en matière de contrats d'appels de marge réside dans l'attention portée à faire état du signe applicable lors de toutes les étapes du calcul de la valorisation des transactions de référence.

Une autre disposition avantageuse consiste en l'introduction dans l'Annexe de la notion d'écart toléré. Cet écart permet, lorsque les deux parties vont comparer leurs risques nets respectifs, d'accepter une différence de valorisation dont le montant maximum est fixé à l'article 11-3. Cet écart est en général dû à des différences de méthodes de calcul. Il est donc très important, comme nous l'avons déjà souligné, de

pouvoir effectuer des tests préalables avec chaque contrepartie avant de déterminer cet écart toléré et de signer l'Annexe.

La méthode de valorisation des transactions de référence de l'Annexe repose sur la notion de «partie en risque», c'est-à-dire celle qui a un risque net positif. On en déduit a contrario que l'autre partie a un risque net négatif. Il est alors fait application de la franchise applicable et du montant de la garantie déjà versée. Ce n'est qu'après avoir déterminé le risque net que l'on tient compte du montant minimum de transfert, puis de l'arrondi. Par contre, on ne tiendra pas compte des garanties spécifiques (*Independent Amounts* dans les contrats ISDA) dans ce calcul.

L'Annexe règle la réconciliation de la valorisation des transactions de référence de la manière suivante. Premièrement, lorsque l'écart constaté (qui est la valeur absolue de la somme algébrique des risques nets des parties) est inférieur à l'écart toléré, il y a ajustement automatique des risques nets. Si les risques nets de chaque partie sont de même signe, les parties considèrent qu'ils sont égaux à zéro. On pourra remarquer que l'AFB a effectué un choix qui, s'il peut paraître discutable, a le mérite de régler le différent. Cette solution peut être modifiée si nécessaire à l'article 11.3. Si les risques nets de chaque partie sont de signes contraires, chaque partie considère que la valeur absolue de son risque net est identique et égale à la moyenne des valeurs absolues des risques nets déterminés et qu'elle est affectée de son signe initial. Deuxièmement, lorsque l'écart constaté est supérieur à l'écart toléré, il y a réévaluation des risques nets. Chaque partie détermine d'abord un risque net provisoire. Si les risques nets provisoires sont de même signe, aucune remise provisoire n'est effectuée. Si les risques nets provisoires sont de signes contraires, la méthode adoptée est la même que celle utilisée lorsque l'écart constaté est inférieur à l'écart toléré. Chaque partie détermine alors de manière définitive son risque net. En cas d'accord sur la valeur absolue de leurs risques nets, la partie la plus diligente notifie le complément de la remise à effectuer à l'autre partie en tenant compte de la remise provisoire. A défaut d'accord des parties sur la valeur absolue de leurs risques nets, chaque partie désigne trois intervenants de premier rang du marché des opérations sur instruments financiers à terme considéré et leur demande de fournir des cotations pour les valeurs des transactions de référence sur lesquelles ils sont en désaccord.

La méthode de règlement du désaccord sur la valorisation de la garantie repose sur le calcul de la moyenne arithmétique des valorisations respectives de chaque partie. Cette méthode simple permet en effet de trancher un éventuel litige.

On pourra aussi remarquer que l'Annexe prévoit l'option d'intégrer ou non à la valeur pondérée de la garantie, lorsque celle-ci est constituée de sommes d'argent, la fraction courue de l'indemnité d'immobilisation.

L'Annexe prévoit enfin d'arrondir les remises selon la convention suivante : elle intervient pour le multiple entier immédiatement supérieur à l'arrondi lorsqu'elle vise à constituer une garantie et pour le multiple entier immédiatement inférieur à l'arrondi, lorsqu'elle vise à restituer partiellement une garantie. La restitution totale d'une garantie intervient sans application de l'arrondi dans l'Annexe.

Après ces brefs rappels des dispositions de l'Annexe, rappelons que l'idée maîtresse en matière d'appels de marge est de couvrir son risque de contrepartie en totalité et en temps réel. Il conviendra en conséquence, lors de la négociation du paragraphe 13, de s'assurer que les transactions de

référence mentionnent toutes les transactions conclues ou à conclure au titre de la Convention.

En principe si le contrat d'appels de marge est bilatéral, il faudra spécifier que les parties susceptibles d'être bénéficiaires d'une garantie sont les parties A et B.

Afin de simplifier les modalités de fonctionnement, on pourra sans doute se dispenser d'inclure le montant non réglé dans les transactions de référence ainsi que les indemnités d'immobilisation dans le calcul de la détermination de la valeur pondérée de la garantie.

Comme nous l'avons déjà souligné, il est tout à fait souhaitable d'effectuer des remises en versant des sommes d'argent ou en livrant des titres d'État. Le coefficient de pondération pourra alors être de 100 %. Il n'est par contre pas nécessaire en pratique de modifier les dispositions de l'article 3.2 de l'Annexe (29).

Il conviendra aussi de spécifier que la date de calcul intervient tous les jours ouvrés si l'on souhaite valoriser sa position de manière quotidienne et réduire la franchise et le montant minimum de transfert à zéro, si l'on veut réduire son risque au minimum. Toutefois, afin de ne pas bloquer le fonctionnement de l'Annexe, il semble souhaitable de déterminer l'arrondi et l'écart toléré à un million de francs par exemple. Il n'est pas nécessaire non plus, par mesure de simplification, de prévoir une garantie spécifique. On pourra remarquer également que certaines parties introduisent une franchise différente en fonction de la notation de leur contrepartie. Il conviendra toutefois d'aborder ce type de disposition avec prudence.

Il faudra encore remplir les paramètres plus administratifs du paragraphe 13 : identification de la Convention signée, conservateur éventuel, adresse à laquelle les notifications doivent être envoyées, etc.

On pourra enfin noter que ces recommandations peuvent, sous réserve d'une certaine adaptation (30), être utilisées pour négocier les *Credit Support documents* publiés par l'ISDA (31). Il est intéressant d'ailleurs de rappeler que l'ISDA a publié en 1994 un guide d'utilisation expliquant les concepts ainsi que les mécanismes des appels de marge du *Credit Support Annex* régi par le droit de l'État de New York (32). Un autre guide d'utilisation a aussi été publié par l'ISDA en 1996 pour expliquer le *Credit Support* régi par le droit japonais (33) alors qu'un projet de guide d'explication des *Credit Support Documents* régi par le droit anglais vient d'être diffusé par l'ISDA (34). Ces trois guides sont des documents de travail précieux lorsque l'on aborde la négociation d'un *Credit Support Document* avec une contrepartie étrangère. Mais il pourra peut-être être tentant aujourd'hui d'utiliser un contrat encore plus simple en la matière, à savoir l'Annexe publiée par l'AFB.

*
* *

Si les opérateurs de marché sont de plus en plus préoccupés par les risques qu'ils prennent quotidiennement dans le cadre de leurs activités (35), ils devraient être rassurés, car avec l'article 52 de la Loi, la France a complété son dispositif juridique dans le but d'assurer une sécurité encore plus grande aux acteurs du marché sur instruments financiers à terme (36).

L'Annexe permet en effet de réaliser en toute sécurité juridique des remises en pleine propriété à titre de garantie et sans formalités, en tenant compte de l'évolution de la valorisation des opérations sur instruments financiers à terme

conclus avec une contrepartie. Cette Annexe est aussi un document utile qui se révélera sans doute très souple à l'usage. Elle permettra d'utiliser un très grand nombre d'actifs financiers qui pourront être remis pour garantir les obligations résultant au titre de la Convention, y compris les valeurs mobilières à l'exception des actions. Un régime de neutralité fiscale vient de surcroît renforcer la sécurité juridique de ces appels de marge.

Il est vrai aussi que si les différentes «affaires» des marchés financiers à terme (37) incitent aujourd'hui à la plus grande prudence dans la gestion des risques, les normes prudentielles qui s'imposent aujourd'hui sont également un facteur important qui milite en faveur de l'utilisation des contrats d'appels de marge. Tant le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire de la Banque de règlements internationaux au niveau du G 10, que la Commission européenne, avec notamment la directive sur l'adéquation des fonds propres,

entendent instituer des règles strictes sur ce plan dans des délais assez brefs.

L'Annexe adoptée par l'AFB va donc permettre aux intervenants français et aux nombreux acteurs étrangers (38) de pouvoir sécuriser à grande échelle et de manière plus systématique leurs opérations qu'ils contracteront avec une contrepartie française. Gageons finalement que l'avis juridique d'un cabinet d'avocats qui sera prochainement diffusé par l'AFB viendra encore renforcer l'utilisation de l'Annexe avec des contreparties françaises et étrangères. Il est clair par conséquent qu'aujourd'hui la place financière de Paris a, non seulement rattrapé son retard, mais a aussi sans doute pris une longueur d'avance grâce à son dispositif législatif adopté l'année dernière et à la publication de son contrat d'appels de marge sur instruments financiers à terme, dont la version anglaise (39) pourra être utilisée avec des contreparties étrangères en toute sécurité. ■

(1) La notion d'instruments financiers à terme est définie à l'article 3 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. On pourra d'ailleurs s'interroger sur l'imprécision de cette énumération à la Prévert.

(2) Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mars 1993 ; *JOCE*, n° L 141/27, 11 juin 1993.

(3) La Banque nationale de Paris a signé des contrats d'appels de marge avec des «supra nationaux», des grandes entreprises commerciales, des banques, etc.

(4) Le *Credit Support Annex* soumis au droit de l'État de New York, au droit anglais, au droit japonais ainsi qu'un *Credit Support Deed* soumis au droit anglais.

(5) S. Mouy et H. de Vauplane, «Gage sur titres : une réforme innovante», *Banque* n° 573, septembre 1996. S. Mouy et H. de Vauplane, «La réforme du nantissement des titres dématérialisés», *Banque & Droit*, n° 48 juillet-août 1996.

(6) L'article 2078 du Code civil énonce que : «*le créancier ne peut à défaut de paiement, disposer du gage : sauf à lui faire ordonner en justice que ce gage lui demeurera en paiement et jusqu'à due concurrence, d'après une estimation faite par expert, ou qu'il sera vendu aux enchères.*»

(7) L'article 93 du Code de commerce énonce que : «*à défaut de paiement à l'échéance le créancier peut, huit jours après une simple signification faite au débiteur et au tiers bailleur de gage, s'il y en a un, faire procéder à la vente publique des objets donnés en gage.*»

(8) L'article 47 de la loi du 25 janvier 1985 sur le Redressement et la liquidation judiciaire énonce que : «*le jugement d'ouverture suspend ou interdit toute action en justice de la part de tous les créanciers dont la créance a son origine antérieurement audit jugement et tendant : à la condamnation du débiteur au paiement d'une somme d'argent ; à la résolution d'un contrat pour défaut de paiement d'une somme d'argent.*»

(9) J.-M. Bossin et D. Lefranc, «Le régime juridique des opérations de pension», *Banque & Droit*, n° 41 mai-juin 1995.

(10) Cabrillac et Mouly, «Droit des sûretés» ; *Litac* 2^e édition, n° 695. Malaurie et Aynès, «Droit civil, les sûretés, la publicité foncière», *Cujas*, 6^e édition, n° 508.

(11) Simler et Delebecque, «Droit civil, les sûretés et la publicité foncière», *Dalloz* n° 469. Les problèmes liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres. Conseil national du crédit et des titres. Projet de rapport 17 décembre 1996.

(12) Cass. com., 17 mai 1994, *Recueil Dalloz Sirey* 1995, 8^e cahier. Cass. com., 9 avril 1996 *Recueil Dalloz Sirey* 1996, 28^e cahier.

(13) B. Andriani, Linklaters et Paines, «Derivatives Update», July 1996, *New French Law on Netting and Collateral*.

(14) L'article 107-6^e de la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires énonce que sont nuls lorsqu'ils auront été faits par le débiteur depuis la date de cessation des paiements, les actes suivants : «... 7^e Toute hypothèque conventionnelle, toute hypothèque judiciaire ainsi que l'hypothèque légale des époux et tout droit de nantissement constitués sur les biens du débiteur pour dettes antérieurement contractées.»

(15) Article 12-V de la loi 93-1444 du 31 décembre 1993 énonce que : «*les dispositions du présent paragraphe (prévoyant la résiliation de plein droit des opérations de pension en cas de procédure prévue par la loi n° 85-98) sont applicables nonobstant toutes dispositions législatives contraires.*»

(16) La seule possibilité qui s'offrirait au juge de pouvoir remettre en cause une remise en période suspecte en cas de signature de l'Annexe et de constitution d'une telle remise alors que la situation de la contrepartie serait compromise ne devrait pas être rencontrée dans la pratique, si la partie qui a mis en place un système de remise en garantie a pris soin d'effectuer préalablement à la mise en place de ces remises les vérifications d'usage.

(17) F. Auckenthaler, Compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instruments financiers (article

52 de la loi du 2 juillet 1996), *La Semaine juridique JCP* 1996, Ed. E, n° 41.

(18) Projets d'avis juridique du mois d'août 1997 à l'attention de l'AFB sur la convention-cadre AFB relative aux opérations de marché à terme et son Annexe remises en garantie du cabinet De Pardieu, Brocas, Mafféi & Associés.

(19) Antoine Mafféi, «France revisiting its laws governing secured transactions in the derivatives area», *European Financial Services Law*, august/september 1996.

(20) L'article 1965 du Code civil n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari.

(21) J.-M. Bossin et D. Lefranc, «La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré», *Banque & Droit*, n° 54 juillet-août 1997.

(22) G. Bailly, «Le développement du collatéral», *Banque* n° 569, avril 1996.

(23) L'article 2.1 de l'Annexe prévoit : «*En couverture et garantie de ses obligations quelles qu'elles soient, résultant de la Convention, et notamment du complet règlement du solde de résiliation, chacune des parties s'engage à effectuer des remises en faveur de l'autre partie, selon les modalités et conditions de l'Annexe.*»

(24) Ordonnance n° 59-2 du 2 janvier 1959 qui dispose que les collectivités publiques doivent déposer leurs fonds auprès du Trésor.

(25) L'article 53 de la loi du 2 juillet 1996 énonce que le régime du prêt de titres s'applique sous les mêmes conditions, aux remises en pleine propriété, à titre de garantie, de valeurs, titres ou effets, prévues au quatrième alinéa de l'article 52 de cette loi.

(26) BF 5/93 Inf. 683.

(27) *JO*, deb. Sénat, 3 mai 1993, p. 2356.

(28) E. Davoulet et E. Zeller, *Option finance* n° 419, 23 septembre 1996.

(29) L'article 3.2 de l'Annexe prévoit que «*Le constituant choisit librement parmi les actifs financiers spécifiés à l'article 11.3, ceux qui donnent lieu à remise à une date de calcul, à moins que les parties ne soient préalablement convenues de soumettre les actifs en question à l'accord préalable du bénéficiaire. Toutefois, lorsqu'une remise correspond à une restitution de garantie, la partie destinataire de la remise décide parmi les actifs constituant la garantie ceux sur lesquels porte la remise.*»

(30) *The ISDA Credit Support Documents*, ISDA Seminar, 13th January, 1997, Hotel Intercontinental, London

(31) Gilles Kolifirath, L'Annexe AFB remise en garantie, *Droit bancaire et de la bourse*, n° 62 août-septembre 1997 p. 145 et s.

(32) *User's Guide to the 1994 ISDA Credit Support Annex*, ISDA 1270 Avenue of the Americas, Rockefeller Center, Suite 2118, N.Y. 10020.

(33) *User's Guide to the 1996 ISDA Credit Support Annex under Japanese Law*.

(34) *User's Guide to the 1995 ISDA Credit Support Documents under English Law* in draft form dated 30th June, 1997.

(35) R. Hiault, *Agefi*, 13 décembre 1996, «La collatéralisation tend à se généraliser chez les intermédiaires.»

(36) S. Mouy, Banque Paribas and E. Nalbantian, Watson, Farley & Williams, *International Financial Law Review*, septembre 1996, France modernizes collateralization and netting.

(37) P.Y. Chabert, Cleary Gottlieb Steen et Hamilton, «La responsabilité des intermédiaires financiers dans les opérations sur produits dérivés», *Institute For International Research*, juin 1996. H. de Vauplane, Sécurité et responsabilité des opérations sur produits dérivés, *Revue de droit bancaire et de la bourse* n° 52, novembre-décembre 1995.

(38) P. Davenport, JP Morgan, Collateral in the Nordic Derivatives Market, Presentation to ISDA's Nordic Region Swaps and Derivatives Conference, Stockholm, november 1996.

(39) Collateral Annex to the AFB Master Agreement for Foreign Exchange Derivatives transactions.