

# Titrisation : les nouvelles opportunités offertes par l'UEM



Gilles Thieffry\*

Avocat aux barreaux de Paris et de New York



Jonathan Walsh\*

Solicitor

Associés, Norton Rose

## ÉTAPES DU PASSAGE À L'EURO

Il est désormais acquis que la monnaie unique devrait sans tarder devenir une réalité pour nombre de pays de l'Union européenne ; les scénarios prévoyant un réajustement du calendrier initialement fixé (1) se raréfient au profit d'analyses considérant la monnaie unique comme un événement certain dont il est nécessaire de prévoir les conséquences (2), l'introduction de cette nouvelle monnaie risquant en effet, ainsi que l'ont souligné plusieurs auteurs, de susciter certaines difficultés, tant sur les plans pratique que juridique (3).

Le scénario dit du «big bang» (suppression subite des monnaies nationales) évoqué dans le Livre vert de la Commission en mai 1995 ayant été rejeté, un consensus a finalement été trouvé sur une transition vers l'euro divisée en plusieurs phases. Nous sommes actuellement dans la deuxième phase durant laquelle les États tentent de satisfaire les critères de convergence afin de pouvoir participer à la troisième étape qui est celle de l'introduction à proprement parler de l'euro. L'introduction de la monnaie unique est elle-même divisée en deux temps. Au début de la période dite de transition (c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> janvier 1999 au 31 décembre 2001 au plus tard), l'euro remplacera les écus existants à un taux de un pour un, ainsi que les monnaies nationales des États participants, qui deviendront de simples sous-divisions de l'euro. Cependant, l'euro n'existera alors que sous une forme scripturale, les paiements continuant à s'effectuer au sein de l'Union économique et monétaire dans les monnaies nationales. Il faudra attendre le 1<sup>er</sup> janvier 2002 avant que n'apparaissent des moyens de paiement physiques exprimés en euros, ce qui provoquera alors la disparition physique des billets et pièces libellés en monnaies nationales le 1<sup>er</sup> juillet 2002 au plus tard (4).

Même si certains problèmes restent encore à résoudre, il est grand temps, à présent que la décision du passage vers la monnaie unique a été prise au niveau politique dans la plupart des pays de l'Union européenne, d'en envisager les

aspects positifs ainsi que d'évaluer les formidables opportunités économiques qui vont voir le jour, notamment du fait de la disparition de la fluctuation des taux de change entre les monnaies européennes. Le nouvel espace économique européen ainsi créé va être le théâtre de nombre de bouleversements et de développements, parmi lesquels figure l'essor fort probable de la titrisation.

## ÉTAT ACTUEL DE LA TITRISATION DE CRÉANCES EN EUROPE

Schématiquement, la titrisation consiste, pour une entreprise, à céder des créances qu'elle détient sur sa clientèle à une entité ad hoc (5). Cette entité finance l'acquisition de ces créances par l'émission de titres sur le marché des capitaux. L'actif de l'entité est constitué des créances ainsi acquises et de la trésorerie qu'elles génèrent, tandis que son passif comprend les valeurs mobilières émises en représentation de ces créances. Il est donc essentiel pour le fond ou la société émettrice créée à cet effet : *Special Purpose Vehicle* (SPV), d'établir une certaine adéquation entre le principal et les intérêts des créances à recouvrer, et le principal et les intérêts des valeurs mobilières émises (les intérêts provenant des créances cédées étant souvent toutefois supérieurs aux intérêts à verser aux porteurs de titres). Les investisseurs seront remboursés de leur mise de fonds initiale à l'arrivée à échéance des créances. La titrisation est d'autant plus bénéfique pour la société cédante que le coût des capitaux ainsi apportés, qui est reflété par le taux d'intérêt lié à la qualité des débiteurs des créances, et non au crédit de la société cédante, est inférieur au coût de ses autres sources de financement direct.

En théorie, quasiment tous les types de créances sont titrisables, à condition d'avoir un remboursement (*cash-flow*) relativement stable et sûr ainsi qu'un niveau de risque prévisible, et qu'un contrôle du crédit et des autres critères permettant d'évaluer la qualité de la créance ait préalablement eu lieu (certaines législations telles que la loi française inter-

\* Les auteurs tiennent à remercier Charlotte de Panafieu pour son aide dans les recherches nécessaires à la rédaction de cet article.

disent d'ailleurs le transfert, et par là même la titrisation, de créances douteuses ou litigieuses). Pour être viable économiquement, la titrisation doit comprendre un nombre relativement important de créances homogènes ; les créances doivent cependant être suffisamment diversifiées pour minimiser le risque de crédit et les autres risques qui pèsent sur le portefeuille (afin d'éviter, par exemple, une trop forte concentration des créances sur un seul type de client ou sur une seule région géographique). La détermination des créances titrisables devra aussi conduire à la vérification de facteurs tels que l'absence de clause interdisant le transfert de la créance ou interdisant son recouvrement par une personne autre que le créancier original, ou encore la prohibition de la publication d'informations relatives au débiteur.

Les parts et les créances ainsi que les risques qu'elles représentent sont évalués par des agences de notation selon une évaluation, le *rating*, qui revêt une importance particulière dans la mesure où les investisseurs n'ont ni le temps ni les moyens de disposer de renseignements complets sur le fonds ou le SPV ainsi que sur la structure de titrisation dans lesquelles ils investissent. Ces *ratings* serviront fréquemment à déterminer le rendement sur investissement que les porteurs de parts seront prêts à accepter (6).

Les avantages de la titrisation sont multiples, car elle constitue pour une entreprise à la fois un mode de refinancement et un outil de gestion de bilan. En effet, d'une part, la société peut accroître ses liquidités en bénéficiant de fonds immédiatement disponibles, et d'autre part, elle ne diversifie ses sources de crédit ni en souscrivant un nouvel emprunt auprès d'une banque, ni en émettant des obligations, ce qui lui permet ainsi d'élargir la gamme de ses créanciers. Elle peut également bénéficier d'un accès indirect aux marchés de capitaux alors que sa taille ou son *rating* ne le lui permettraient pas directement. De plus, la titrisation engendre une meilleure gestion du bilan car elle correspond à une restructuration du passif et par là même à une amélioration des ratios de structure financière (7).

Cependant en pratique, la titrisation est actuellement relativement réduite en Europe, surtout en comparaison avec le volume d'activité généré aux États-Unis, pour deux raisons essentielles tenant :

- aux législations de certains États peu favorables à ce type d'opération ;
- au risque de taux de change : à l'échelle européenne, la titrisation de créances implique, pour atteindre une dimension suffisante, des opérations sur plusieurs marchés, c'est-à-dire dans plusieurs devises. Or, les fluctuations inévitables des monnaies européennes entre elles imposent de se couvrir contre des évolutions qui pourraient être défavorables, et impliquent par conséquent de se prémunir contre le risque de change. Cette indispensable couverture rend l'opération de titrisation plus complexe et tend à isoler les marchés nationaux, ce qui explique en partie son état encore quelque peu embryonnaire en Europe, notamment en comparaison avec des pays forts développés dans ce domaine tels que les États-Unis. Ceci est d'autant plus exacerbé par la quasi impossibilité d'utiliser des créances libellées dans une devise pour couvrir des créances douteuses libellées dans une autre.

Le risque de change qui se trouve fréquemment au cœur des opérations de titrisation en Europe provient des écarts entre les monnaies (*currency mismatch*), du fait de ce que les créances cédées et les titres créés pour financer l'acquisition de ces créances sont exprimés dans des devises

différentes. L'hypothèse des conséquences néfastes d'une évolution défavorable du taux de change se retrouve particulièrement lorsque le taux de change entre la monnaie dans laquelle est exprimée la créance et la monnaie dans laquelle a été issu le titre négociable évolue de telle sorte que le recouvrement de la créance ne permet pas de remplir les engagements souscrits lors de l'émission auprès des porteurs de titres. Il est donc essentiel que l'entité qui a émis les titres ait prévu une couverture qui lui permette de se prémunir contre une possible variation défavorable des monnaies entre elles. De cette couverture dépend le *rating* qui sera attribué à l'investissement dans le fonds ou le SPV par une des agences de notation (8).

Un exemple d'opération de couverture «classique» («swap» de devises et contrat «au comptant» et «à terme») permettra probablement de comprendre plus aisément les précautions d'usage lors d'une titrisation. L'une des solutions fréquemment retenues en Europe consiste en effet à utiliser plusieurs contrats au comptant et à terme ou une combinaison de swap de devises avec des contrats au comptant et à terme. Lorsque l'obligation est émise dans une devise différente de celle dans laquelle est exprimée la créance, ce type de couverture revient à convertir l'obligation au taux comptant dans la devise de la créance et à acquérir le montant ainsi estimé. Simultanément, la somme requise pour rembourser les obligations à échéance est achetée à terme par l'intermédiaire d'un contrat d'échange à terme (*forward exchange agreement*). À l'échéance de ce contrat, l'émetteur livre le montant de devises établi dans le contrat d'échange à terme et acquiert le montant convenu de l'autre devise. Cette dernière est alors utilisée pour rembourser les titres venus à échéance.

Il est important néanmoins de noter que ce type de couverture comporte souvent un risque résiduel, si minime soit-il. Ainsi, dans l'exemple précédemment cité, il est en pratique impossible de simultanément vendre les titres, convertir les sommes dans la ou les devises des créances, acheter le montant nécessaire au remboursement ultérieur et conclure un ou des contrats à terme afin de couvrir le remboursement des titres venus à échéance. D'autre part, le coût de telles transactions est élevé.

La mise en œuvre d'une couverture fiable est indispensable dans la mesure où elle est une condition sine qua non d'un bon *rating*. L'efficacité de la couverture sera ainsi dûment prise en considération par les agences de notation lors de leur évaluation du risque lié à l'investissement. Le risque de change ne sera donc pas supporté directement par les investisseurs, mais est pris en compte lors de l'élaboration de la structure et se répercute par conséquent indirectement sur l'évaluation des titres.

On peut donc comprendre que la titrisation à l'échelle européenne est actuellement très délicate à mettre en œuvre tant du fait de la fragmentation du portefeuille de créances titrisables que du risque de fluctuation des devises (9). Estimer dans un premier temps la nature des créances en différenciant les créances certaines de celles qui sont douteuses ou litigieuses, puis insérer dans l'opération une couverture qui permette de prendre en compte les évolutions à moyen terme des différentes devises européennes est d'une telle complexité que l'attrait de l'ensemble de l'opération s'en trouve considérablement réduit.

La suppression du risque de fluctuation des taux de change et l'introduction d'une monnaie unique pourrait, en conséquence, conduire à l'avènement de ce que les opéra-

teurs financiers et les avocats ont longtemps souhaité : une titrisation complète de créances d'origine européenne sans couverture de change, libellées dans une devise unique. Dans la mesure où les créances seront transférables librement et libellées dans la même devise, le SPV pourrait en théorie être capable d'accueillir toutes les créances achetées dans un portefeuille fongible. L'impact de cette évolution sur les juridictions européennes ne devra pas être sous-estimé.

L'Europe pourrait enfin concurrencer réellement le marché des États-Unis dans la mesure où :

- l'achat et la vente de portefeuille de créances pourraient être standardisés et ne demanderaient qu'un travail réduit de la part du conseil local ;
- les points précis juridiques et comptables (tel que le surdimensionnement des créances allemandes) pourraient être «arbitrés» en incluant d'autres valeurs provenant de portefeuilles différents (par exemple, en Angleterre, les créances peuvent être vendues à des prix substantiellement plus faibles que leur valeur nominale) ;
- toutes avances de fonds pourraient être effectuées dans une seule devise (en évitant ainsi des calculs complexes de limitations liés à l'existence de plusieurs devises conformément aux paramètres «d'emprunts» évalués pour chacun des portefeuilles) ;
- le volume des créances pourrait être augmenté par l'agrégation de créances rassemblées dans plusieurs pays, permettant ainsi à des entités émettrices disposant d'un grand nombre de petites entreprises éparées d'assembler des portefeuilles jusqu'à un montant leur permettant d'accéder à la titrisation et d'en supporter le coût ;
- les créances pourraient se compenser (les pertes, les gains, les défaillances, les dilutions, etc.) au niveau de la SPV et faciliter ainsi les calculs de majoration.

Ces difficultés actuellement rencontrées par la titrisation devraient être remises en question par l'avènement de l'euro. Il semble en effet plausible que l'introduction de la monnaie unique favorisera le développement de la titrisation (I). Certaines interrogations juridiques relatives au passage à l'euro sont à étudier (II) ; l'importance de ces interrogations ne doit cependant pas être surestimée et il ne semble pas que l'essor probable de la titrisation s'en trouvera particulièrement affecté.

## I Essor prévisible de la titrisation du fait de l'introduction de la monnaie unique

Le facteur majeur grâce auquel les opérations de titrisation devraient considérablement s'amplifier est la suppression des variations de taux de change (2), facteur qui doit être associé à la possibilité, depuis la convention de Rome de 1980, de choisir la loi applicable au contrat (1).

### 1 *Utilisation de la convention de Rome pour soumettre la titrisation à une loi favorable*

L'obstacle au développement de la titrisation, né de la réticence de certaines législations nationales, peut aisément être surmonté. En effet, la convention de Rome «sur la loi applicable aux obligations contractuelles» permet de soumettre l'ensemble de l'opération de titrisation à la loi d'un

État ayant une législation favorable à ce type d'opération. Pour bénéficier totalement de la convention de Rome, il conviendra de soumettre à la même loi, non seulement le contrat de cession entre le cédant-originateur et le cessionnaire – SPV, mais encore la relation cédant-originateur et son client – débiteur cédé (10).

La convention offre la possibilité d'un tel choix de la loi applicable au contrat. En effet, dans les cas où certains contrats ont des liens avec plusieurs systèmes juridiques différents (comme par exemple lorsque les parties au contrat sont des individus domiciliés ou des entreprises établies dans des États différents, ou lorsque la prestation objet du contrat s'effectue dans un État différent de celui où sont localisées les parties), la convention de Rome pose comme principe que les parties sont libres de déterminer le système juridique de leur choix à l'ensemble ou à une partie du contrat [art. 3(1)], sous réserves des dispositions impératives du système juridique d'un pays avec lequel le contrat a un lien étroit. Il n'est par ailleurs pas nécessaire que le système juridique en question soit choisi en fonction d'un lien quelconque, physique ou géographique, avec les parties ou le contrat.

En matière de titrisation, l'utilisation de la convention de Rome pourrait simplifier considérablement le choix de la loi applicable aux opérations de titrisation ainsi que l'achat, par l'entité émettrice, des diverses créances qui vont constituer son actif. A l'heure actuelle, les créances sous-jacentes, détenues par des entreprises situées dans des pays différents (ou sur des clients situés dans des pays différents), sont souvent soumises, dans la pratique, aux régimes divers particuliers de chacun de ces pays. Si ces créances étaient toutes soumises, par la volonté du créancier et des débiteurs concernés, à un régime de droit unique (c'est-à-dire, à la loi d'un pays choisi par les parties), comme le permet l'article 3(1) de la convention de Rome, la cession de ces créances à un tiers (par exemple, le SPV créé pour les besoins de l'opération de titrisation) pourrait être effectuée au titre d'une loi de titrisation issue du même régime de droit. La convention de Rome permettrait ainsi d'uniformiser le mécanisme de la cession de créances en appliquant un seul et même régime à l'achat des créances par l'entité ad hoc, et ce quel que soit le lieu de la cession ou l'origine géographique de la créance.

Plusieurs éléments peuvent cependant soustraire certains aspects du contrat à la loi choisie par les parties. Deux exceptions parmi celles qui figurent dans la convention (11) pourraient a priori trouver à s'appliquer en matière de titrisation. La première concerne l'hypothèse d'un contrat exclusivement interne [art. 3(3)] ; cette exception ne semble pas pouvoir être retenue en l'espèce dans la mesure où les opérations de titrisation spécifiquement envisagées dans le cadre de cet article sont internationales et européennes par nature, donc ne pouvant être rattachées à un système juridique particulier (bien qu'il faille se garder de céder des créances sous-jacentes provenant des contrats pouvant être considérés comme étant purement internes). La deuxième exception concerne le droit de la consommation : l'application de la loi choisie par les parties est écartée au profit de la loi du for lorsque sont en jeu des règles impératives relatives à la protection des consommateurs. Cette exception ne doit cependant être considérée comme un frein éventuel au développement de la titrisation que dans la mesure où ces règles relatives à la protection du consommateur concernent n'importe quel type d'opérations et trouveront à s'appliquer en dehors même de toute utilisation de la convention de Rome.

La convention trouve donc toute son application lors de titrisations à l'échelle européenne. Le contrat puise sa nature internationale dans le fait que les créances proviennent de pays différents et que les titres sont ensuite achetés par des investisseurs de nationalités diverses. La titrisation pourra par conséquent être soumise à une législation choisie par les parties. Afin de profiter de l'avènement de la monnaie unique et de la suppression du taux de change, et dans un souci de simplification de l'opération, l'entité ad hoc gagnera à être placée sous un régime européen ayant un cadre réglementaire favorable à la titrisation.

L'intérêt pratique d'utiliser la convention de Rome peut s'illustrer en soulignant très brièvement les inconvénients actuels liés aux lois sur la titrisation issues de certains systèmes juridiques, comme par exemple le régime français. En France, le cadre légal (12) qui entoure la titrisation reste restrictif. La titrisation repose sur un fonds commun de créances (13) (en grande partie similaire à un fonds commun de placement) qui peut acheter des créances auprès des établissements de crédit, de la Caisse des dépôts et consignations et des entreprises d'assurance. Depuis la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 «sur la modernisation des activités financières» (14), les fonds communs de créances peuvent acquérir des créances et émettre de nouvelles parts après l'émission initiale. Ils peuvent donc aujourd'hui acheter des créances postérieurement à leurs constitutions grâce à l'émission de parts nouvelles. Le fonds est géré par une société de gestion spécialement créée à cet effet, et ses actifs sont détenus par un dépositaire (établissement de crédit). Seules les créances qui ne sont ni immobilisées, ni douteuses ou litigieuses peuvent être titrisables. Les créances douteuses ou litigieuses sont celles qui, au sens de la Commission bancaire, ont un caractère contentieux, c'est-à-dire qui nécessitent une procédure judiciaire pour leur recouvrement, ou sont celles qui présentent un risque global ou certain de non-recouvrement total ou partiel (15). Une fois les créances acquises, le fonds émet des parts (ayant un régime financier apparenté à celui des obligations) (16). La pratique a démontré que le frein majeur au développement de la titrisation en France provient de l'impossibilité d'acheter des créances directement auprès des entreprises. L'autre facteur réduisant l'attrait de la titrisation française provient de ce que le régime des parts est apparenté à des obligations alors même que juridiquement ces parts ne sont pas en soi des obligations (d'autant qu'elles ont été émises par une entité dépourvue de personnalité juridique), ce qui nuit à la possibilité pour des investisseurs étrangers d'investir sur le marché français (17).

A l'inverse, certains pays européens comme l'Allemagne ou l'Angleterre sont bien plus favorables à ce type d'opérations. L'un des avantages principaux du système allemand repose sur la facilité de la cession de créances, dans la mesure où la simple définition par le contrat des montants dus ainsi que des dates de paiement suffit à rendre la cession valide. La titrisation reposant essentiellement sur une cession de créances s'en trouve donc grandement facilitée. L'Angleterre est également l'un des pays européens les plus avancés en termes de titrisation. Il pourrait donc être judicieux de soumettre l'ensemble de l'opération de titrisation à l'un de ces deux systèmes. Le fait que le Royaume-Uni, selon toute vraisemblance, ne participera pas au lancement de l'Union économique et monétaire avant 2002 ne constitue en rien un obstacle au choix du droit anglais, puisque la loi désignée n'a pas besoin d'avoir un lien particulier avec le contrat.

L'un des obstacles principaux à l'utilisation de la convention de Rome à l'heure actuelle reste, en pratique, la structure même des groupes de sociétés européennes. En effet, de par l'histoire, il est habituel (et logique) que chacune des sociétés d'un groupe de sociétés utilise dans ses relations avec ses clients ses propres contrats soumis au droit local. Toute utilisation de la convention aux fins de titrisation rendrait nécessaire une restructuration fondamentale des contrats de facturations au niveau européen afin d'uniformiser la loi applicable aux différents contrats donnant lieu aux créances destinées à être cédées (18). L'introduction de l'euro pourrait en être l'élément instigateur lorsque l'on connaît les économies substantielles de financement qu'une titrisation représente pour un groupe de sociétés. En effet des portefeuilles de créances qui ne pouvaient pas être unifiés le seront demain, rendant possibles des titrisations hier impossibles. De même, le développement des titrisations pan-européennes permettra probablement l'amélioration de certaines législations (19) qui ne sont pas favorables à ces structures. En ce sens, on peut espérer que la législation française en matière de cession de créances sera simplifiée.

En effet, non seulement la possibilité de création de portefeuilles de créances conséquents, mais encore la disparition de problèmes de couverture de change militent en faveur d'une telle simplification.

## **2 Disparition des fluctuations de taux de change en Europe et essor de la titrisation**

Ainsi qu'il a brièvement été évoqué précédemment, l'introduction de la monnaie unique va supprimer à partir de 1999 tout risque de change à l'intérieur de la zone euro. L'établissement d'une parité définitive fixant la valeur des monnaies nationales par rapport à l'euro rendra inutile de se prémunir contre les fluctuations des monnaies dans les transactions au sein de l'Union économique et monétaire. La devise du contrat pourra indifféremment être l'une des monnaies nationales (jusqu'en 2002) ou l'euro, sachant toutefois que les monnaies nationales n'auront cours que dans leur État d'émission et non dans d'autres pays membres et ne seront qu'une sous-division de l'euro. La suppression de la gestion du risque de change devrait ainsi, en théorie, considérablement simplifier et élargir le champ potentiel des opérations de titrisation.

Il faut néanmoins signaler que si l'absence de risque de change correspond à une disparition du risque de perte due à l'évolution défavorable des monnaies entre elles, elle représente également l'impossibilité de réaliser des gains en spéculant sur le différentiel de taux de change. Pour la société titrisante, la suppression des taux de change constitue une formidable opportunité, puisqu'elle rend inutile, dans la structure de titrisation, un système de couverture prenant en compte l'évolution probable des monnaies sur plusieurs années (*active hedging*).

L'essor de la titrisation ne pourra se produire que si toutes les parties à l'opération (l'entreprise, le fonds ou le SPV émetteur de titres et les investisseurs) trouvent un avantage dans la disparition de la volatilité des taux. L'entreprise qui cède les créances titrisables semble au premier abord être le grand bénéficiaire de ce changement. En effet, les inconvénients majeurs supportés par les entreprises, liés notamment à la conversion en euros, à la gestion des arrondis et à la

modification de la comptabilité, ne sont pas causés par la disparition des taux mais par la transition même vers la monnaie unique. En revanche, l'euro permettra une titrisation européenne et ouvrira donc cette source de financement à de nombreuses entreprises qui ne pouvaient pas en bénéficier jusqu'à présent.

L'euro profitera également à l'entité émettrice. La création d'une zone à monnaie unique aura pour conséquence que le fonds ou le SPV pourra acquérir un nombre plus important de créances et placer les titres émis auprès d'un éventail plus large d'investisseurs. De plus, l'ensemble de la titrisation sera soumis à un coût bien moindre, tant du fait de la simplification des opérations que de la réduction des couvertures nécessaires (seule la banque assurant le risque de crédit rentrera en compte, celle couvrant le risque de taux de change étant désormais inutile) (20). La diminution des dépenses générées par l'opération au niveau du fonds ou du SPV pourrait en théorie avoir des répercussions sur l'entreprise, en réduisant également les coûts que représente la titrisation, notamment en termes de surdimensionnement. De plus, la création d'un marché, qui devrait être aussi liquide que celui du dollar, sera une raison supplémentaire d'essor du marché de la titrisation.

## II Problèmes juridiques susceptibles d'être posés en matière de titrisation par l'introduction de l'euro

Les deux problèmes juridiques principaux qui se posent concernent la question de la continuité des contrats en cours (1) et le statut de l'euro en tant que monnaie de paiement durant la phase de transition (2). Ces interrogations ne concernent pas uniquement la titrisation mais se retrouvent de façon générale posées par le passage à la monnaie unique et vont à ce titre avoir des conséquences sur la titrisation.

### 1 La continuité des contrats en cours

Vraisemblablement, et malgré nombre d'opinions contraires, l'avènement de l'euro n'aura pas d'influence sur la continuité des contrats en cours et l'insertion dans ces contrats de clauses de continuité est inutile, voire nuisible.

#### A. L'absence de conséquences liées à l'introduction de l'euro sur la continuité des contrats en cours.

Le problème de la continuité des contrats en cours se pose lors du passage à l'euro, dans la mesure où certains contractants pourraient songer à résilier ou à renégocier les contrats auxquels ils sont parties du fait du changement de monnaie. Les contrats pour lesquels pourront se poser la question de la continuité seront ceux encore en cours en 1999 (21). Ce problème concerne directement les opérations de titrisation dans la mesure où certaines créances qui pourront être cédées seront issues d'engagements souscrits avant l'arrivée de l'euro (en tant que monnaie scripturale ou monnaie à part entière). Le changement de devises est-il susceptible de remettre en cause la cession de créance, voire l'existence même de la créance ?

Il est actuellement presque unanimement admis que l'introduction de l'euro ne devrait rien changer à l'équilibre du contrat initial, cette position ayant d'ailleurs été rappelée tant dans le Livre vert que dans les conclusions du Conseil européen de Madrid (22). Certains opérateurs sur les marchés financiers ainsi que certains juristes estimaient que le Livre vert et les Conclusions du sommet de Madrid laissaient néanmoins planer une marge d'insécurité, mais il semble que ce scepticisme n'a plus lieu d'être, tant en raison de la promulgation du Règlement du Conseil européen n° 1103/97 du 17 juin 1997 «fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro» (23) qu'en raison d'études approfondies de certains juristes (24). Le contrat continue de plein droit, que ce contrat ait été initialement conclu en écus ou en monnaie nationale, et au sein de pays participant à l'euro ou au sein de pays tiers (25). Par principe, en effet, en ce qui concerne les monnaies nationales, la loi monétaire (*lex monetae*) procède d'un acte de souveraineté et s'impose par conséquent à tous (26).

L'un des arguments avancé initialement contre le principe de la continuité des contrats provient des dispositions existant dans le droit de certains pays, selon lesquelles l'une des parties au contrat peut unilatéralement en suspendre l'exécution lorsque survient un événement imprévisible bouleversant l'équilibre initial de ce contrat. Il semble cependant que les mécanismes permettant cette remise en cause du contrat ne trouvent pas à s'appliquer en l'espèce, ainsi que le démontrent les quelques exemples suivants.

A titre d'illustration, les droits français et anglo-saxon auraient pu suggérer plusieurs modes de résolutions potentiels en optant pour l'imprévision, la force majeure ou la *doctrine of frustration*. Or, en ce qui concerne l'imprévision, un arrêt de principe a limité son champ d'application en interdisant aux tribunaux de modifier les conventions des parties en considérant le temps ou les circonstances (27). De même, la théorie de la force majeure (28) ne saurait valablement être invoquée dans la mesure où il serait difficile de prétendre que l'avènement de la monnaie unique constitue un événement imprévisible (29). Reste la théorie anglo-saxonne dite de la *doctrine of frustration* qui permet de mettre fin à un contrat si les obligations qui en découlent deviennent irréalisables, ou si l'exécution de l'obligation diffère radicalement de celle initialement prévue au contrat (cette doctrine ne trouvant pas à s'appliquer lorsque l'exécution d'un contrat devient simplement plus difficile ou plus onéreuse) : le passage à l'euro ne peut être invoqué pour mettre en jeu la *doctrine of frustration* dans la mesure où il n'appartient pas aux tribunaux d'évaluer les conséquences économiques de l'Union économique et monétaire, mais uniquement d'évaluer si les obligations contractées sont radicalement changées ou impossibles à remplir. De plus, la *doctrine of frustration* n'est en aucun cas susceptible de remettre en cause l'application de la *lex monetae* reconnue notamment par les tribunaux anglais (30).

Ces quelques exemples tentent d'illustrer que l'introduction de l'euro ne devrait pas remettre en cause les contrats précédemment conclus, sous réserve toutefois du respect de la liberté contractuelle, préconisée par le sommet de Madrid, et par le Règlement n° 1103/97 du Conseil «fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro» (31). Le débiteur cédé ne peut pas refuser de payer en invoquant le simple fait du passage à l'euro. Il semblerait par conséquent que la titrisation de créances, de même que tout autre contrat ne se trouve pas, sur ce point spécifique, particulièrement affectée par le passage à l'euro.

## **B. L'opportunité de l'insertion de clauses de continuité.**

Si l'on admet que les contrats sont poursuivis de plein droit, il n'est pas nécessaire, ni même souhaitable, d'introduire des clauses précisant leur continuation en dépit du changement de monnaie.

Par mesure de prudence, nombre de commentateurs voyaient d'un œil favorable l'introduction de clauses ad hoc (32). Il semblerait par ailleurs que certaines banques dans les pays amenés à participer à l'Union économique et monétaire aient été favorables à ce type de clause (33). Il a ainsi été jugé opportun en Italie que les banques insèrent dans leurs rapports avec la clientèle des clauses d'information par lesquelles les parties déclarent avoir pris connaissance que l'exécution des obligations contractuelles ainsi souscrites pourra avoir lieu non dans la devise prévue mais en euro, afin d'éviter toute conséquence de l'introduction de l'euro sur le lien contractuel (34). Il semble toutefois que la position en la matière ait évolué et que la plupart des opérateurs concernés n'estiment plus que de telles clauses soient nécessaires (35).

Ce changement de position est le bienvenu. En effet, comme il a été rappelé précédemment, l'introduction de l'euro ne devrait absolument pas modifier les contrats en cours, ces derniers devant continuer de plein droit, sauf accord exprès des parties. L'idée même de l'introduction d'une clause ad hoc risque, au contraire, de créer une certaine insécurité juridique puisqu'elle tend à imposer une interprétation différente des contrats dépendant de l'insertion ou non d'une telle clause. L'insertion de clauses ad hoc risque par conséquent de conduire à une interprétation littérale du contrat, détachée de l'intention initiale des parties et de l'équilibre général du contrat, et peut-être à ce titre dangereuse (36). Le principe doit donc rester celui de la continuité automatique du contrat nonobstant le passage à la monnaie unique et, pour la titrisation de créances, la validité de la cession et la possibilité de recouvrement de la créance malgré l'absence d'une telle clause.

## **2 L'euro comme monnaie de paiement pendant la phase de transition**

Pendant la phase de transition, l'euro ne sera qu'une monnaie scripturale qui coexistera avec les monnaies nationales, elles-mêmes étant de simples sous-divisions de l'euro. En tant que devise supranationale, l'euro aura vocation dès 1999 à être utilisé de façon permanente sur les marchés financiers (37). En revanche, cette utilisation sera une simple faculté et non une obligation pour les agents non financiers (entreprises et ménages) en vertu du principe dit de «ni interdiction, ni obligation» exposé dans les conclusions du conseil de Madrid. Ainsi, un opérateur privé dont la créance a été cédée lors de l'opération de titrisation pourra toujours imposer à son créancier un paiement en monnaie nationale, conformément à ce qui avait initialement été prévu au contrat (38). Le fait qu'un débiteur puisse continuer à imposer à son créancier un paiement en monnaie nationale peut-il constituer un obstacle au développement européen de la titrisation ?

Il semble à première vue que la réponse à cette question soit négative. En effet, l'établissement de la parité par l'intermédiaire de l'euro entre les monnaies en 1999 aura pour conséquence de supprimer leur convertibilité extérieure c'est-à-dire que le cours des devises les unes par rapport aux

autres sera définitivement fixé. Les monnaies nationales deviendront le substitut de l'euro dans chacun des États membres, ces diverses devises ne représentant par conséquent que les expressions différentes d'une monnaie identique sur le plan économique (39). L'équivalence juridiquement contraignante qui existera dès lors entre les monnaies nationales et l'euro devrait donc supprimer toute préférence pour la détention d'actifs dans une devise plutôt que dans une autre, dans la mesure où toute tentation de spéculation entre les monnaies sera devenue vaine. Plus encore, les monnaies nationales n'existeront pendant cette phase que pour faciliter la transition, mais elles n'auront plus de signification particulière et ne correspondront alors plus à la valeur économique qui était la leur avant 1999 (40). Cet état de fait sera non seulement une réalité juridique mais encore un fait économique, conséquence immédiate du statut de la Banque centrale européenne et du rôle des Banques centrales nationales des pays participants à l'Union économique et monétaire (conformément au protocole annexé au traité de Maastricht concernant la Banque centrale européenne et le système européen des banques centrales). En effet dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les politiques monétaires des banques centrales seront «fusionnées» sous le contrôle et la direction de la Banque centrale européenne. De même, certaines réserves et une partie des actifs-passifs des banques centrales participantes seront transférées à la Banque centrale européenne, si bien que les devises nationales, devenues du jour au lendemain, une expression juridique de l'euro, auront une réalité économique couvrant la zone dans son ensemble et non plus seulement le territoire national de la devise. La différence fondamentale entre l'Union monétaire et un système de parités fixes entre devises réside dans ce point précis (41).

Dans le domaine de la titrisation, le fait que le paiement puisse avoir lieu en euro ou en monnaie nationale ne devrait par conséquent pas affecter le fonds émetteur des valeurs mobilières. Cette indifférence est d'autant plus souhaitable qu'une préférence envers des transactions en monnaie nationale devrait parfois subsister, tout du moins en ce qui concerne les particuliers dans leurs opérations quotidiennes (42), entraînant de ce fait un clivage entre opérateurs financiers et non financiers (43).

L'avènement de la monnaie unique représente donc une gigantesque opportunité pour la titrisation de créances car il permettra à l'entité émettrice d'opérer malgré l'absence de pouvoir libérateur exclusif de l'euro pendant la période de transition et malgré la diversité d'origine des créances. En effet, il a été vu précédemment que grâce à la convention de Rome, le régime de la cession de créances peut être uniformisé et soumis à une seule et même loi quelle que soit l'origine géographique de la créance et la devise dans laquelle elle est exprimée. En outre, l'établissement irréversible de la parité entre les monnaies des pays participants et l'euro signifie en termes pratiques que l'entreprise qui décide de céder ses créances peut continuer à facturer ses clients dans la monnaie nationale pendant la période de transition ; le fonds ou le SPV recevra des créances de différentes origines, mais émettra des titres soit en une seule devise, l'euro, soit dans une devise telle que le dollar rendant alors nécessaire une seule et unique couverture de change.

La neutralité pour le fonds ou le SPV d'un paiement en euro ou en monnaie nationale est en outre renforcée par le fait que cette faculté d'option du débiteur ne trouve à s'exercer que pendant les trois années de transition. Il est d'ailleurs fort

probable que la fréquence d'utilisation de l'euro augmente durant cette période. Il semble par conséquent que la meilleure solution pour l'entité qui a émis les valeurs mobilières consiste à ouvrir plusieurs comptes en devises différentes de manière à recevoir des paiements provenant d'États membres différents. Le paiement effectué dans une monnaie nationale jouit d'un pouvoir libératoire à l'encontre du débiteur, tout comme le paiement effectué en euro s'il a été convenu par les deux parties. Le fonds ou le SPV pourra ensuite, s'il le souhaite, convertir ces monnaies nationales en euro au taux de conversion préétabli dans le cadre du Règlement qui sera promulgué en application de l'article 109 I(4) du traité de Maastricht. La conversion entre deux monnaies nationales devra toutefois s'effectuer en passant par une conversion préalable en euro, afin d'éviter les écarts d'arrondis.

Il semble que l'un des seuls obstacles à l'accroissement des titrisations proviendrait des problèmes des structures des groupes européens de sociétés qui, jusqu'à présent, auront autorisé chacune de leurs filiales à émettre des factures à

leurs clients respectifs dans le cadre de contrats soumis à la loi du pays dans lequel elles se trouvent.

Cet obstacle peut néanmoins être surmonté par une centralisation de facturation au sein d'une entité coordinatrice.

L'introduction de l'euro apparaît à même de promouvoir un développement nouveau de la titrisation en Europe. Ce développement est d'autant plus souhaitable que, d'une part, il procure aux entreprises un nouveau mode de financement et d'autre part, il peut ouvrir, à moyen terme, la titrisation à des entreprises de taille moyenne qui n'y avaient pas accès jusqu'à présent (44). De plus, la titrisation devrait pouvoir bénéficier des opportunités présentées par la convention de Rome pour tirer parti de la suppression de la fluctuation des taux de change au sein de la zone euro. Cependant, le développement des opérations financières dans le cadre de l'Union économique et monétaire ne pourra probablement se réaliser réellement que lorsqu'aura eu lieu l'harmonisation des législations réglementant les marchés financiers (45). ■

(1) Il est d'ailleurs intéressant de noter qu'un tel rééchelonnement, s'il était envisagé, poserait des problèmes pratiques de mise en œuvre dans la mesure où le calendrier est inséré dans le traité de Maastricht à l'article 109. La modification de ce calendrier ne serait possible qu'avec une révision du traité même. Aux termes de l'article 109 J 4, le 1<sup>er</sup> janvier 1999 est la date ultime pour le commencement de l'Union économique et monétaire et aucun aménagement de ce calendrier n'est prévu. La détermination des pays qui devraient adhérer à la monnaie dès cette date, sera précisée le plus tôt possible en 1998. Les États candidats cherchent à satisfaire les critères de convergence depuis la mise en application du traité en 1993. Il semblerait que tous les pays de l'Union européenne à l'exception de l'Italie et de la Grèce puissent être retenus. Sur une des hypothèses des États participant à l'euro, voir Derek Riley, «L'euro, réflexions autour d'un scénario vraisemblable», *Revue du Marché commun et de l'Union européenne*, n° 406, mars 1997, p. 175. Voir également sur ce point, Étienne Douat, «Contraintes juridiques découlant de la marche vers l'euro», *JCP* 1997 ed G I 3994, dressant un état de la participation à l'UEM, État par État.

(2) Sur des hypothèses prévoyant un rééchelonnement du calendrier, voir par exemple Julian Callow, «Outlook for EMU. Update on prospects for EMU», *Euro economics*, mars 1996, ou Stephen Timewell «EMU gets the wobbles» *The Banker* 1996, mars, 24 ; à l'inverse, sur les possibilités que la monnaie unique soit mise en place ainsi qu'il avait initialement été prévu, voir Philip Eade «The shape of things to come», *Euromoney* 1996, novembre, 69-70, 72-74 ; ou Michael Blanden, «Reach for the stars», *The Banker* 1996, décembre, 45 ; ou Peter Lee, «The quest for EMU market share», *Euromoney* 1997, avril, 50 ; ou encore Derek Riley, article précité. Sur les conséquences de la conviction chez les investisseurs de la mise en place de l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 1999, voir Jean-Charles Bertrand et Michel-André Levy, «Euro, impact sur l'évaluation des marchés de taux internationaux», *Option finance* n° 452, p. 34 et s.

(3) Ces difficultés risquent surtout de se présenter pendant la phase de transition, notamment en ce qui concerne l'adaptation des entreprises au nouveau système. Pour ne mentionner que les exemples les plus fréquemment cités : problèmes de mise à jour et de conversion de la comptabilité, paiement des salaires, des impôts, gestion des arrondis de conversion. Sur ces points, voir Sandra Bienvenu, «Pour une transition optimale vers l'euro entre 1999 et 2002. Propositions de la CCIP», *JCP* 1997, Act, n° 43 ;

- sur les conséquences comptables en particulier, voir le dossier réalisé par Benoît Lebrun dans *Option finance* n° 408, p. 30-31 (1<sup>re</sup> partie) et n° 412, p. 26-27 (2<sup>e</sup> partie). Voir également Marie-Josèphe Brosse, «Traitement comptable des coûts liés au passage à la monnaie unique : la position du CNC», *Option finance* n° 438, p. 31 ;

- sur le traitement fiscal des charges liées au passage à l'euro, cf. *Francis Lefebvre*, FR4097, p. 3 et s., contenant notamment l'avis du CNC sur cette question. Voir aussi François Vidal, «Les incertitudes fiscales de l'euro», *Option finance* n° 437, p. 16 et s., et Dominique Villemot et Jean-Michel Barbier, «Les conséquences fiscales en France du passage à l'euro», *Option finance* n° 435, p. 26 et s.

Voir aussi, «Bank of England Report, Practical issues arising from the

introduction of the euro, 428 business days to go before January 1999», *Issue n° 4*, 24 avril 1997 ; pour une vision plus pessimiste, voir Kieran Higgins, «EMU will bring 18 months of hell», *Corporate finance* 1996, 142, 23-31.

Certains soulignent en outre que la plupart des interrogations juridiques sont dues au fait que l'Union économique et monétaire est un projet essentiellement économique. «La politique et l'économie dictent en premier leurs propres lois. Le résultat sera qu'en retour le droit privé peinera à apporter sa contribution à un système qui se construit dans l'indifférence de sa propre logique [...]. Cette position inconfortable devait cesser en 2002». François Grua, «Fiction et réalité dans le passage à l'euro», *D.* 1997, chron. p. 130.

(4) Au vu de ces différentes phases, on peut se demander si la solution du «big bang» n'aurait pas été finalement préférable. Un tel choix aurait très probablement créé certains problèmes, mais ces derniers n'auraient duré que pendant les quelques semaines de transition. La solution retenue qui consiste en l'utilisation de moyens de paiement en monnaie nationale jusqu'en 2002 peut avoir pour conséquence d'occulter aux yeux du public la réalité du passage à l'euro. Pour une présentation détaillée des différentes phases du passage à l'euro telles que définies par les autorités européennes, voir Étienne Douat, étude précitée, note 1. Pour un aperçu de la façon dont le passage à l'euro est préparé en France, voir «Le passage à l'euro entre dans sa phase opérationnelle», *MTF-L'Agefi* n° 87, janvier-février 1997, p. 15 et s. décrivant les activités des groupes de travail mis en place, ainsi que les orientations du rapport Simon-Creysse. Sur les groupes de travail, voir aussi «Passage à l'euro : les groupes de travail sur les rails»... Voir également *MTF-L'Agefi* n° 89, mars-avril 1997, p. 6 et s., qui reproduit le schéma de Place bancaire et financière, définissant les principes généraux du cadre opérationnel du passage à l'euro pour les établissements de la Place. Sur l'état d'avancement de la préparation des entreprises à l'UEM, voir Lucille Chevillard, «Euro : situations contrastées pour les entreprises européennes», *Option finance* n° 441, p. 16.

(5) Cette entité peut soit prendre la forme d'une structure proche d'un fonds commun de créances dans les droits français et belges, soit être un «Special Purpose Vehicle» ou SPV (structure spécialement créée aux fins de l'opération) dans le droit anglo-saxon. Pour les besoins de cette étude, l'entité émettrice sera indifféremment dénommée «entité émettrice», «fonds» ou «SPV». Sur le mécanisme de la titrisation, cf. Ripert et Roblot, «Traité de droit commercial», *LGDJ*, n° 24451 et s.

(6) Pour une description détaillée des avantages et inconvénients de la titrisation de créances, voir Steven L. Schwarcz «The global alchemy of asset securitisation», *International Finance Law Review*, may 1995, 30-34 ; et James Bresslaw, «Securitisation: old dog new tricks», *Practical law for companies*, octobre 1994, 29-35 ; sur l'utilisation croissante de la titrisation, Helena Morissey, «Securitisation plays a new role in corporate finance», *International Securitisation Report* 22, february 1997, 25-28.

(7) Il ne faut cependant pas omettre de signaler qu'à coté de ces nombreux aspects bénéfiques, la titrisation de créances n'est pas exempte de risques. Pour fonctionner, la titrisation se fonde sur la solvabilité de l'émetteur de titres, afin que les investisseurs soient protégés. Or cette

solvabilité est menacée par plusieurs facteurs dont notamment : le risque de crédit (risques que les créances ne soient finalement pas recouvrables), le risque de taux d'intérêt (risque d'une inadéquation entre le taux d'intérêt des créances et celui des valeurs mobilières), le risque de liquidité (risque d'un retard de paiement des créances affectant le remboursement du principal et des intérêts des titres), ou encore le risque de réinvestissement (tenant au remboursement anticipé des créances ayant un fort taux d'intérêt et l'impossibilité pour le fonds ou le SPV d'investir cette somme avec la même rentabilité). Ces risques sont en grande partie minimisés par le choix même des créances titrisées, par l'émission de titres spécifiques qui supportent les risques de défaillance du débiteur, par une garantie externe accordée par une banque, une société d'assurance (*mono-line insurers*) ou par un surdimensionnement (montant des créances cédées supérieur au montant des parts émises). Par ailleurs, la mise en œuvre de la titrisation représente un coût non négligeable, les coûts provenant non seulement des dépenses directes (avocats, banquiers et rémunération de la banque assurant la couverture) mais aussi de frais indirects issus de la vente des créances au fonds ou au SPV à un prix inférieur à la valeur nominale de la créance (ce différentiel pouvant être relativement important dans la mesure où la valeur des créances reçues par l'entité émettrice doit être supérieure à la valeur des titres qu'elle a émis afin de protéger les investisseurs et les banques).

(8) Sur le rating accordé par les agences de notation, voir par exemple «Ratings Performance 1996, Stability and transition», *Standards & Poor's*, february 1997.

(9) Voir «Advantages of multi-seller conduits», *Corporate Finance Guide to Securitization* 1996-1997, p. 5-8.

(10) Il convient de noter que la validité et l'interprétation du contrat de base est, dans le cadre de l'article 10(1) de la convention de Rome, soumise à la loi applicable choisie par les parties. L'article 12(1) de la convention précise que les obligations entre le cédant et le cessionnaire d'une créance sont régies par la loi qui, en vertu de la convention s'applique au contrat qui les lie (donc, par application de l'article 3(1), la loi choisie librement par le cédant et le cessionnaire). En revanche, l'article 12(2) de la convention précise que c'est la loi qui régit la créance cédée qui détermine le caractère cessible de la créance, les rapports entre cessionnaire et débiteur, les conditions d'opposabilité de la cession au débiteur et le caractère libératoire de la prestation faite par le débiteur. La loi régissant la créance cédée pouvant également être choisie librement par le créancier et le débiteur cédé (sauf dans les cas prévus plus loin) au titre de l'article 3(1) de la convention, il suffirait que le créancier cede des créances sous-jacentes (et futur «originateur» d'une opération de titrisation) ait préalablement fait soumettre toutes les créances destinées à être cédées à la loi d'un pays qui dispose d'une législation adéquate en matière de titrisation. Notons néanmoins que l'étude approfondie de l'interaction entre les articles 12(1) et 12(2) de la convention de Rome, ainsi que des considérations d'ordre réglementaire, dépassent le cadre de cet article. Pour une présentation détaillée de ces dispositions, voir P. Mayer, «Droit international privé», *Montchrestien*, p. 541 et s.

(11) Les exceptions qui permettent d'écarter la loi choisie par les parties s'appliquent lorsque le contrat est purement interne (art. 3(3)) ; ou lorsque sont en jeu les intérêts des consommateurs (article 5) ou des salariés (art. 6) ; ou enfin lorsqu'existent des règles impératives dites internationales, c'est-à-dire des règles qui trouvent à s'appliquer quelle que soit par ailleurs la loi applicable au contrat (art. 7), les tribunaux pouvant alors appliquer leur propre droit comme celui de pays tiers. Sur les règles générales d'application de la convention de Rome, voir P. Mayer précité, Pippa Rogerson, «The Rome convention on contractual liability», *New Law Journal*, 1991, 281-282, 359-361 ; ou Mark Hulleat-James, «International contract: which law applies?», *Practical Law for Companies*, 1994, 5(2), 25-31 ; et Jens Rinze, «The scope of party autonomy under the 1980 Rome Convention on the Law Applicable to Contractual Obligations», *Journal of Business Law* 1994, jul., 412-430.

(12) Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988, remaniée deux fois en 1993 par la loi n° 93-6 du 4 janvier 1993 et la loi n° 93-114 du 31 décembre 1993 ; décret n° 89-158 du 9 mars 1989, décret n° 93-589 du 27 mars 1993 et rectification au *JO* du 17 avril 1993 p. 6368.

(13) Sur la nature et le fonctionnement des fonds communs de créances, Ripert et Roblot précités, n° 22451.

(14) *JO* 4 juillet 1997.

(15) *Recueil de la Commission bancaire* «Dispositions applicables aux banques».

(16) Pour plus de précisions sur la titrisation en France, voir *Édition Formation entreprise*, «Titrisation 1996», 30 et 31 mai 1996. Pour une description approfondie des contraintes juridiques entourant l'opération de titrisation en France, et des techniques utilisées jusqu'ici pour assouplir ce cadre juridique rigide (notamment l'utilisation de l'art. 12-3 de la loi bancaire ou le recours à un organisme étranger), voir Hervé Touraine, «La titrisation de créances commerciales, contraintes et techniques juridiques», *Banque & Droit* n° 50, p.3 et s.

(17) La nature juridique des valeurs mobilières émises par le fonds est

ambiguë, notamment du fait que le régime des obligations s'applique aux titres émis par des entités dotées de la personnalité morale. Qui plus est, d'un point de vue fiscal, le revenu tiré des parts mobilières est assimilé à un revenu provenant d'obligations, alors que du point de vue du fonds, le titre émis ne peut s'apparenter à une obligation. Ces incertitudes font qu'il est difficile de caractériser les revenus et pertes provenant des valeurs mobilières émises par le fonds tant au regard des traités réglant les problèmes de double imposition que dispositions de droit fiscal d'autres États ; il peut enfin être difficile de classer les valeurs mobilières en question pour les besoins de certaines restrictions applicables à des catégories particulières d'investisseurs n'ayant pas la nationalité française. Voir sur ce point J. Norton, M. Dupler et P. Spellman, «International Asset Securitisation», *Lloyd's of London Press Ltd*, 1995, p. 191. Sur le régime juridique des parts de fonds communs de créance, voir Ripert et Roblot précité, n° 1743, et Bonneau, «Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil», *Revue trimestrielle*, 1991, 1.

(18) Voir note 10.

(19) Pour un effort vers l'élaboration d'un texte de loi uniforme concernant le transfert de créances et englobant la titrisation, voir les travaux de la *CNUCID*, qui propose notamment la création d'une entité internationale chargée d'enregistrer les transferts (*CNUCID* : legal aspects of receivables financing, 29 avril 1994, A/CN. 9/397).

(20) Ce point rejoint l'argument fréquemment cité selon lequel les banques vont être les «grandes perdantes» de l'euro.

(21) Date à compter de laquelle les opérations des banques centrales, les transactions interbancaires et les nouvelles émissions d'obligations des États ne se feront plus qu'en euros.

(22) Le Livre vert précise ainsi (p. 65) que «ni le lancement de l'Union monétaire, ni l'introduction de l'écu ne constituent une perturbation fondamentale des facteurs économiques de nature à justifier la renégociation des millions de contrats existants» ; et les conclusions du Conseil européen de Madrid des 15 et 16 décembre 1995 font remarquer que : «le remplacement des monnaies nationales par l'euro ne devrait pas affecter en soi la continuité des contrats», que «les montants exprimés en monnaie nationale seront convertis en euro en appliquant le taux de conversion fixé par le Conseil», que «pour les titres et emprunts à taux fixe, ce remplacement ne modifiera pas en soi le taux d'intérêt payable par le débiteur, sauf disposition contraire prévue dans le contrat».

(23) *JOCE L* 162 19 juin 1997. Pour une analyse du règlement dans son ensemble, voir Anne Charvériat, «Passage à l'euro : l'UE propose les premières règles», *Option finance* n° 461, et Sandra Bienvenu et François Arnaud, «Aperçu rapide sur le règlement CEE n° 1103/97 du 17 juin 1997 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro», *JCP ed G*, Act, n° 30.

(24) La Banque d'Angleterre vient de publier une notice dans laquelle elle rappelle expressément la continuité des contrats en cours. Bank of England Report. *Practical issues arising from the introduction of the euro*, 24 avril 1997. Voir également en ce sens les interventions de P. de Lapasse (p. 45 et s) et d'Antoine Maffel, (p. 53 et s), lors des 7<sup>es</sup> rencontres juridiques de la BNP du 29 janvier 1997, collection «Les entrepreneurs».

(25) Les pays ne prenant pas part à l'Union regroupent les États situés hors de l'Union européenne et les États membres préservant leur monnaie nationale, soit qu'ils bénéficieront d'une dérogation, soit qu'ils feront jouer une clause de sortie de la monnaie unique. Le droit international public impose aux États tiers à l'Union économique et monétaire de reconnaître les pleins effets à la loi monétaire nouvelle, tant en ce qui concerne le remplacement de l'écu par l'euro que l'existence de la nouvelle monnaie et ses liens avec les anciennes monnaies ; les États de l'Union européenne sont en outre liés par les dispositions du Titre VI du traité relatif à la politique économique et monétaire. Sur la question de l'application des règles européennes par un tribunal étranger, notamment américain, pour déterminer les modalités de conversion en euro des obligations contractuelles initialement libellées dans une devise nationale, voir «Euro, les problèmes juridiques en suspens», *Option finance* n° 421, ainsi que le rapport Hannoun, publié en juillet 1996 sous l'égide de l'Association française de banques.

(26) Voir Charles Proctor and Gilles Thieffry, «EMU, Business as usual in financial markets. A legal analysis of the impact of EMU on financial obligations», *Norton Rose* 1996, p. 10-11. Voir aussi Sandra Bienvenu et Françoise Arnaud, article précité note 23.

(27) Affaire dite du Canal de Craponne du 6 mars 1876, DP 1876, 1.193.

(28) Selon laquelle les parties peuvent être libérées de leurs obligations contractuelles lorsque survient un événement imprévisible, irrésistible et extérieur aux parties empêchant la réalisation de l'obligation projetée.

(29) Le même raisonnement s'applique en matière de clauses de *hard-ship* ; ces clauses visent à remédier à un déséquilibre fondamental dans le contrat provoqué par un événement dont la survenance n'était pas raisonnablement prévisible au moment de la conclusion du contrat.

(30) Pour plus de précisions, voir Charles Proctor and Gilles Thieffry,

«EMU, Business as usual in financial markets. A legal analysis of the impact of EMU on financial obligations», op. cit. 7.

(31) *JOCE L* 162 19 juin 1997.

(32) L'Association française des banques avait ainsi considéré que «pour éviter des problèmes de renégociation, et dans le pire des cas, des problèmes de résolution ou de résiliation, il était urgent de mettre au point d'ores et déjà des dispositions contractuelles garantissant la continuité des contrats étant précisé que ces modèles de clause, qui devront bien entendu être adoptés au cas par cas, ne pourront être proposés et insérés que dans les contrats à venir» (Association française des banques, Comité juridique du 2 février 1996).

(33) Notamment en Allemagne et en Italie ; en revanche, au Pays-Bas les banques estiment que ces clauses ne sont pas nécessaires, et en Belgique elles y sont opposées. La question est encore à l'étude au Danemark. Voir Jean-Michel Bossin, «Le passage à la monnaie unique et les contrats de produits dérivés de gré à gré», in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 175.

(34) Voir par exemple Enrico Granata, «La continuité des contrats dans les différentes phases du passage à la monnaie unique», in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 135.

(35) Voir notamment *Bank of England Report*. «Practical issues arising from the introduction of the euro», 24 avril 1997. Cependant, sur l'opportunité d'insérer des clauses d'information ou des clauses visant les taux d'intérêt variables, voir Sandra Biennu et Françoise Arnaud, article précité note 24, ainsi que P. de Lapasse, intervention lors des 7<sup>es</sup> rencontres de la BNP, précité note 22 : certains préconisent en effet d'insérer des clauses de continuité dans le cas de contrats mentionnant des taux de référence qui n'auront plus cours après le passage à la monnaie unique. C'est cependant une erreur de parler de «clauses de continuité» dans un tel cas car le débat porte alors sur l'administration du contrat et non sur sa validité.

(36) Voir Françoise Sweerts, «Le passage à l'euro et la continuité des contrats», in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 131.

(37) Conseil de Madrid, point 5 énonçant que «L'utilisation de l'euro sera encouragée sur les marchés de devises».

(38) Cette simple faculté d'opter pour un paiement en euro ôte à ce dernier son pouvoir libérateur car la possibilité d'un refus suppose que tout paiement en euros doit spécialement avoir été convenu entre les parties. Voir R. Libchaber, «L'euro et la théorie juridique de la monnaie», in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 15 et s. ; et B. Courbis, op. cit. p. 46-47.

(39) Article 2 du Règlement 109 L 4. Cette interprétation est toutefois discutée et l'on peut attribuer d'autres status juridiques à l'euro pendant la phase transitoire ; on peut en effet considérer 1) soit que l'euro se substitue aux monnaies nationales, 2) soit que les monnaies nationales res-

tent les seules monnaies officielles, l'euro n'ayant qu'un statut de monnaie additionnelle, ou encore 3) que la transition est un système purement dualiste dans lequel l'euro et les monnaies nationales ont un statut juridique équivalent.

La première solution semble néanmoins la plus souhaitable et la seule conforme au traité («L'euro remplace les monnaies nationales»). Sur le remplacement immédiat des monnaies nationales par l'euro dès la période transitoire, voir P. de Lapasse, «L'euro et les monnaies nationales pendant la phase transitoire», in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 53-55. Voir aussi Dominique Carreau, «La nature juridique de l'euro», 7<sup>es</sup> rencontres juridiques de la BNP p. 13 et s.

(40) Le statut délicat de l'euro comme monnaie de paiement pendant la période de transition avait conduit certains pays dont la France à préférer le scénario du «big bang», grâce auquel l'euro aurait immédiatement eu toutes les fonctions traditionnelles d'une monnaie (monnaie de compte et de paiement) et serait tout de suite devenu une monnaie à part entière.

(41) En conséquence, il est économiquement difficile d'imaginer des spéculations entre les anciennes devises nationales pendant la période de transition.

(42) Cette préférence pourrait notamment être liée à la difficulté à donner à l'euro une fonction d'évaluation. En effet, la fonction d'évaluation d'une monnaie relève de la valeur que les individus lui confèrent, valeur qui est essentiellement psychologique : «L'euro et la théorie juridique de la monnaie au cours de la phase transitoire», R. Libchaber in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 18-19 : «... loin d'être juridique [la fonction d'évaluation] ressortit avant tout à un processus mental : évaluer, c'est couler le sentiment d'une certaine valeur dans une expression utilisable par tous, expression dépourvue de valeur en soi mais qui fait également l'objet d'un sentiment de valeur».

(43) Certains auteurs voient dans cette différence entre les utilisateurs un risque d'instabilité de l'euro ; voir notamment B. Courbis, «L'euro face aux pratiques monétaires : les aléas de la transition 1999-2002», in «Les aspects juridiques du passage à l'euro», op. cit. p. 39 et s., qui définit un système monétaire stable comme comprenant une seule forme de compte et plusieurs formes de paiements, par opposition à la période de transition qui connaîtra plusieurs formes de comptes (l'euro et les monnaies nationales) et une seule forme de paiement légale libellée en monnaie nationale.

(44) Sur la possibilité, sur le marché américain, pour des entreprises de taille moyenne, de pouvoir titriser leurs créances, voir CSFI, «Selling loans», *The Banker* 1995, 145 (829), 13.

(45) Sur la nécessité d'harmoniser les marchés, Allister Wilson, «Fifteen-part harmony», *The Banker* 1995, septembre, 17 et Gilles Thieffry, «Regulation and the euro», *The London Financial News*. 23-29 juin 1997.

## Bibliographie

### 1. Sur l'Union économique et monétaire

#### • Rapports et séminaires

*Bank of England Report*. Practical issues arising from the introduction of the euro, Issues 2, 3 and 4.

EMU and Securities settlement, *London Investment Banking Association*, 9 August 1996.

*Centre interprofessionnel de recherches en droit bancaire*, «Les aspects juridiques du passage à l'euro», Actes du séminaire de Lyon, Université Jean Moulin Lyon 3-12 avril 1996.

*Rapport du groupe de travail du CNPF* constitué à la demande du directeur du Trésor sur : «Les conséquences de la monnaie unique pour les entreprises», mars 1997.

*Euromoney legal training*, The euro, what you should do now, 25 avril 1997.

*CNUCID*, legal aspects of receivables financing, 29 April 1994 - A/CN.9/397.

Charles Proctor and Gilles Thieffry, «EMU, Business as usual in financial markets. A legal analysis of the impact of EMU on financial obligations», *Norton Rose* 1996.

MTF - *L'Agefi* n° 87, «Le passage à l'euro entre dans sa phase opérationnelle.»

MTF - *L'Agefi* n° 89, Schéma de place bancaire et financier.

*Rapport Simon* de la CCIP, les enjeux concrets du passage à l'Union économique et monétaire, septembre 1995.

*Rapport Simon* du 05.12.1996 à l'assemblée générale de la CCIP.

7<sup>es</sup> rencontres juridiques de la BNP, «Banque et entreprises : l'euro, monnaie unique», 29 janvier 1997, collection «Les entretiens».

«Les aspects juridiques du passage à la monnaie unique», étude réalisée par le barreau de Paris et la conférence des bâtonniers, *JCP* 1996 ed G, Act, n° 43.

#### • Articles

ABN Amro, «EMU country analysis: introduction», *Euromoney* 1996, Dec, 120-121.

Jeremy Adams, «What if EMU is a non-starter?», *CF* 1996, 143, 44-45.

Colin Bamford, «The change to a single currency : legal problems and solutions», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 1996, May, 219-223.

Sandra Biennu, «Pour une transition optimale vers l'euro entre 1999 et 2002 - Propositions de la CCIP», *JCP* 1997, Act, n° 2.

Sandra Biennu et Françoise Arnaud, «Aperçu rapide sur le règlement CEE n° 1103/97 du 17 juin 1997 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro», *JCP* 1997 ed G, Act n° 30.

Mary Bloem, «EMU country analysis», *Euromoney* 1996, Dec, 122.

Michael Blanden, «Reach for the stars», *The Banker* 1996, December, 45-46.

Martine Dinne, «Path of conversion», *The Banker* 1995, March, 14-15.

Etienne Douat, «Contraintes juridiques découlant de la marche vers l'euro», *JCP* 97 ed G, I. 3994.

Wulf H. Doser, «EMU/Single currency : what does it mean for Europe?», *JIBL* 1996, 503-509.

Philip Eadez, «The shape of things to come», *Euromoney* 1996, November, 69-70, 72, 74.

Ruth Finch, «EMU matters», *Law Society Gazette* 1996, 12 September, 14.

Laurence Gormley and Jacob De Haan, «The democratic deficit of the European Central Bank», *ELR* 1996, 21(2), 95-112.

Francois Grua, «Fiction et réalité dans le passage à l'euro», *Recueil Dalloz* 1997, chron. 130-132.

Henry Harrington, «Party Poopers», *The Banker* 1996, September, 12-13.

Kieran Higgins, «EMU will bring 18 months of hell», *CF* 1996, 142, 23-24, 26-31.

Dr. Thomas F. Huertas, «The euro : economic effects and legal challenges», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, February 1996, 53-55.

Jan Kalf, «The agenda is set», *The Banker* 1996, May, 12-13.

Peter Lee, «Building a euro market», *Euromoney* 1997, February, 10-12.

Peter Lee, «The quest for EMU market share», *Euromoney* 1997, April, 50-54.

Dorothy Livingston and Bill Hutchings, «Legal issues arising from the introduction of the euro», *JIBL* 1997, 2, 63-66.

Shahram Nikpour, «Europe's Big Bang», *The Banker* 1996, April, 90-92.

Jo Owen, «Single currency, a fear in the future», *The Banker* 1997, May, 28-30.

Hugh S. Pigott, «The legal framework for the introduction of the euro», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, February 1997, 71-74.

Jorn Piskorn «Legal arrangements in the Treaty of Maastricht for the effectiveness of the economic and monetary union», *CML Rev.* 1994, 31(2), 263-291.

Derek Riley, «L'euro : réflexions autour d'un scénario vraisemblable», *Revue du marché commun et de l'Union européenne*, 1997, mars, 175-191.

David Sayer, «Heading for a shock», *The Banker* 1997, March, 27-28.

Stephen Timewells, «EMU gets the wobbles», *The Banker* 1996, March, 24-29.

Alister Wilson, «Fifteen-part harmony», *The Banker* 1995, September, 15-17.

Geoffrey Yeowart, «Commission publishes blueprint for euro legal framework», *IFL Rev.* 1997, January, 37-40.

• Articles de presse

Lionel Barber, «Shape of currency crises to come», *FT* 11 Jan. 1997.

Jean-Charles Bertrand et Michel André Levy, «Euro, impact sur l'évaluation des marchés de taux internationaux», *Option finance* n° 452.

Graham Bishop, «Let the City loose in Europe : the square mile could dominate the new markets opened by the EMU», *The Independent on Sunday*, 30 March 1997.

Graham Bowley, «Lawyers warn on dangers of loophole», *FT* 3 Dec. 1996.

Marie-Josèphe Brosse, «Traitement comptable des coûts liés au passage à la monnaie unique : la position du CNC», *Option finance* n° 438, p. 31.

Janet Bush «Clarkes says euro is not EU's economic panacea», *The Times* 3 Feb. 1997.

Anne Charvériat, «Passage à l'euro : L'UE propose les premières règles», *Option finance* n° 461.

Lucille Chevallard, «Euro : situations contrastées pour les entreprises européennes», *Option finance* n° 441.

Geoffrey Garrett, «The political economy of the European economic and monetary union. The transition to monetary union in Europe is fraught with difficulties», *FT* 2 Feb. 1996.

George Graham and Gillian Tett, «EMU debate enters "nitty-gritty land"», *FT* 9 Aug. 1996.

Benoît Lebrun, «L'introduction de la monnaie unique, les conséquences comptables du changement», *Option finance* n° 408 et 412.

Peter Martin, «Europe : and the consequences were...» *FT* 25 Feb. 1997.

Gillian Tett, «Preparing for EMU : everything you ever wanted to know about the euro», *FT* 12 Nov. 1996.

Gillian Tett and James Blitz, UK, «Bank's EMU plan asks questions of City», *FT* 10 May 1996.

Gilles Thieffry, «Regulation and the euro». *The London Financial News*, 23-29 June 1997.

François Vidal, «Les incertitudes fiscales de l'euro», *Option finance* n° 437.

Dominique Villemot et Jean-Michel Barbier, «Les conséquences fiscales en France du passage à l'euro», *Option finance* n° 435.

## 2. Sur la titrisation de créances

Ian Bell, «Securitisation of Credit Card Receivables : New Bank of England Rules», *JIBL* 1992, 297-299.

James Bezsslaw, «Securitisation : old dog, new tricks», *PLC* 1994, 5(9), 29-35.

Centre study of financial innovation, «Selling loans», *The Banker* 1995, 145 (829), 13.

Mark Daley, «Securitisation : where next ?», *IBL* 1995, 23(2), 71-72.

Hans-Jürgen Fritz, «German leases take securitisation route», *International Securitisation Report* 21, December 1996, 15-17.

Richard Langstaff and Hans-Jurgen Fritz, «Curtain rises on Germany securitisation», *CF* 1996, 145, Supp GTS 12-13.

Olivier Lefebvre, «Cadre réglementaire et conditions économiques du développement des marchés de valeurs mobilières», *Revue de la Banque*, 1994, 544-546.

Christopher Lewis, «Asset repackaging wins further followers», *IFL Rev.* 1996, 15(1), 23-29.

Philippe Maystadt, «La réforme des marchés financiers à parachever», *Revue de la Banque*, 1994, 509-511.

Helena Morissey, «Securitisation plays a new role in corporate finance», *International Securitisation Report* 22, February 1997, 25-28.

Joseph J. Norton, Mitchell S. Dupler, Paul R. Spellman, «International Asset Securitisation», *Lloyd's of London Press Ltd*, 1995.

Ivan Peteers, «Completion of securitisation in Belgium», *International Securitisation Report* 22, February 1997, 12-13.

Ripert et Roblot, «Traité de droit commercial», *LGDJ*.

Steven L. Schwartz, «The global alchemy of assets securitization», *IFL Rev.* 1995, 14(5), 30-34.

Société générale, «Advantages of multi-sellers conduits», *Corporate Finance Guide to Securitization* 1996/1997, New ways to put your assets to work, 5-8.

Hervé Touraine, «La titrisation de créances commerciales, contraintes et techniques juridiques», *Banque & Droit* n° 50.

Kathleen Tyson-Quah, «Cross-border securities collateralisation made easy», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 1996, April, 177-184.

Jonathan Walsh, «Securitisation by German banks : the regulator speaks», *International Securitisation Report* 21, December 1996, 18-21.

Philip Wood, «Finance, Derivative, Securitisations, Set-off and Netting», *Sweet & Maxwell*, 1995.

## 3. Sur la convention de Rome

Dr Claudio Del Giudice, «A truce in the European conflict of laws», *Law Society's Gazette* 1991, number 31, 4 September, 19-20,27.

Mark Hulleat- James, «International contracts : which law applies ?», *PLC* 1994, 25-31.

Pierre Mayer, «Droit international privé», *Montchrétien*.

Jens Rinze, «The scope of party autonomy under 1980 Rome Convention to the Law Applicable to Contractual Obligations», *JBL* 1994, Jul, 412-430.

Pippa Rogeron, «The Rome Convention on contractual obligations», *NLJ* 1991, 281-282, 359-36.

Peter Stevenson, «Contracts in the face of conflict», *Law Society's Gazette* 1991, number 22, 12 June.