



HAL
open science

La gestion du risque de contrepartie en matière des dérivés de gré à gré : approche juridique

Guerric Brouillou

► **To cite this version:**

Guerric Brouillou. La gestion du risque de contrepartie en matière des dérivés de gré à gré : approche juridique. Droit. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2018. Français. NNT : 2018PA01D056 . tel-02046183

HAL Id: tel-02046183

<https://theses.hal.science/tel-02046183>

Submitted on 22 Feb 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne
Droit – Economie – Sciences sociales
U.F.R de Droit des affaires (05)

**LA GESTION DU RISQUE DE CONTREPARTIE EN MATIÈRE DE
DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ**
Approche juridique

Thèse pour le Doctorat en Droit privé
présentée et soutenue publiquement le 28 novembre 2018
par

Guerric BROUILLOU-LAPORTE

Directrice de thèse :

Madame Myriam ROUSSILLE
Professeur à l'Université du Mans

Membres du Jury :

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE
Professeur Émérite à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Madame Anne-Catherine MULLER
Professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Monsieur Antoine GAUDEMET
Professeur à l'Université Paris 2 Panthéon-Assas (Rapporteur)

Madame Pauline PAILLER
Professeur à l'Université de Reims (Rapporteur)

L'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne n'entend apporter aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LISTE DES ABREVIATIONS

Act. proc. coll.	Actualité des procédures collectives
AFEI	Association française des entreprises d'investissement
AJDA	Actualité juridique du droit administratif
AMF	Autorité des marchés financiers
anc.	ancien
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
Art.	Article
Ass. Plén.	Assemblée Plénière
BCF	Bulletin comptable et financier
BICC	Bulletin d'information de la Cour de cassation
BRDA	Bulletin rapide de droit des affaires
BRI	Banque des règlements internationaux
BOI	Bulletin officiel des impôts
Bull. ANSA	Bulletin de l'Association nationale des sociétés par actions
Bull. civ.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambres civiles
Bull. COB	Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse et produits financiers
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
C. assur.	Code des assurances
C. civ.	Code civil
C. com.	Code de commerce
C. conso.	Code de la consommation
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
C. rur.....	Code rural
Cah. dr. entr.	Cahiers du droit de l'entreprise
Cass. ass.	Arrêt de la Cour de cassation rendu en assemblée plénière

Cass. civ.	Arrêt d'une chambre civile de la Cour de cassation
Cass. com	Arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation
Cass. soc.	Arrêt de la chambre sociale de la Cour de cassation
Cass. crim.	Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation
CCP	Chambre de compensation centrale
CCH	Code de la construction et de l'habitation
CE	Arrêt du Conseil d'État
Cf.	<i>Confer</i>
CGCT	Code général des collectivités territoriales
CGI	Code général des impôts
chron.	chronique
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CMF	Conseil des marchés financiers
CNC	Conseil national de la comptabilité
CNCT	Conseil national du crédit et du titre
CNUDCI	Commission des Nations Unies pour le droit commercial international
COB	Commission des opérations de bourse
Coll.	Collection
Comp.	Comparer
Concl.	Conclusions
Contrats-conc.-consom.	Contrats, concurrence, consommation
CPC	Code de procédure civile
C. prop. int.	Code de la propriété intellectuelle
D.	Recueil Dalloz
D. Aff.	Dalloz Affaires
Defrénois	Répertoire du notariat Defrénois
DH	Dalloz hebdomadaire
Dir.	Direction
DP	Dalloz périodique
DPCI	Droit et pratique du commerce international
Dr. et patrimoine	Droit et patrimoine
Dr. et procédure	Droit et procédure

Dr. sociétés	Droit des sociétés
éd.	édition
EDCE	Études et documents du Conseil d'État
EEE.....	Espace Économique Européen
ESMA.....	<i>European Securities and Markets Authority</i> (Autorité Européenne des Marchés Financiers)
FBE	Fédération bancaire européenne
FBF	Fédération bancaire française
FSB.....	<i>Financial Stability Board</i>
Gaz. Pal.	Gazette du Palais
IFLR	<i>International Financial Law Review</i>
IM	<i>Initial Margin</i> (Marge Initiale)
IR	Informations rapides
ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
ibid.	<i>ibidem</i>
J Cl.	Juris-Classeur
JCP	Juris-Classeur périodique, édition générale
JCP éd. E	Juris-Classeur périodique, édition entreprise
JDI	Journal du droit international (Clunet)
JO	Journal officiel
JOCE	Journal officiel des Communautés européennes
JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
JOAN	Journal officiel, Assemblée nationale, débats
Les Petites Aff	Les Petites Affiches
Matif	Marché à terme international de France
Monep	Marché des options négociables de Paris
MTF	Marchés et techniques financières
NAIC	<i>National Association of Insurance Commissioners</i>
obs	observations
OICV-IOSCO.....	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs – <i>International Organization of Securities Commissions</i>
op. cit	<i>opere citato</i>
ord.	ordonnance

OTC.....	<i>Over The Counter</i> (gré à gré)
préc	précité
préf.	préface
rapp	rapport
rappr.	rapprocher
Rec. Lebon	Recueil des arrêts du Conseil d'Etat (Lebon)
Rép. civ.	Répertoire civil, Encyclopédie Dalloz
Rép. com.	Répertoire commercial, Encyclopédie Dalloz
Rép. international	Répertoire international, Encyclopédie Dalloz
Req.	Arrêt de la chambre des requêtes de la Cour de cassation
Rev. AMF	Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers
Rev. CMF	Revue du Conseil des marchés financiers
Rev. crit. DIP	Revue critique de droit international privé
Rev. dr. unit.	<i>Uniform Law Review</i> / Revue du droit uniforme
Rev. proc. colt.	Revue des procédures collectives
Rev. Risques	Revue Risques
Rev. sociétés	Revue des sociétés
Rev. sc. crim.	Revue de sciences criminelles et de droit pénal
RDAI	Revue de droit des affaires internationales
RDBB	Revue de droit bancaire et de la bourse
RDBF	Revue de droit bancaire et financier (à partir de 2000)
RDC	Revue des contrats
RFDA	Revue française de droit administratif
RU AMF	Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
RGAT	Revue générale des assurances terrestres
RGDA	Revue générale du droit des assurances (à partir de 1996)
RIDC	Revue internationale de droit comparé
RI com.	Revue de jurisprudence commerciale, revue des agréés
RJDA	Revue de jurisprudence de droit des affaires
RLDA	Revue Lamy de droit des affaires
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial

RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
S.	Recueil Sirey
som. com.	sommaires commentés
spéc.	spécialement
TA	Tribunal administratif
TGI	Tribunal de grande instance
Trib. Com.	Tribunal de commerce
Trib. corr.	Tribunal correctionnel
Travaux comité .25- DIP	Travaux du Comité français de droit international privé
Unidroit	Institut international pour l'unification du droit privé
USA.....	<i>United States of America</i> (États-Unis)
V°	<i>verbo</i>
V.....	voir
VM	<i>Variation Margin</i> (Marge de Variation)

SOMMAIRE

(Un plan détaillé figure à la fin du manuscrit)

Introduction

Partie I – La limitation du risque de contrepartie

Titre I – Des techniques à la libre disposition des parties

Chapitre 1 – Les techniques d’origine légale

Chapitre 2 – Les supports contractuels, relais des techniques légales

Titre II – Des techniques imposées aux parties

Chapitre 1 – La technique de la compensation centrale

Chapitre 2 – Les techniques d’atténuation des risques

Conclusion de la première partie

Partie II – La subsistance de risques attachés à la contrepartie

Titre I – Les risques juridiques associés à la contrepartie

Chapitre 1 – La contrepartie en procédure de résolution

Chapitre 2 – La contrepartie à une opération globale

Titre II – Les risques économiques persistant sur la contrepartie

Chapitre 1 – La cristallisation du risque sur la contrepartie initiale

Chapitre 2 – La concentration des risques sur la contrepartie centrale

Conclusion de la seconde partie

Conclusion générale

Introduction

« C'est comme pour les sociétés anonymes, a-t-on assez crié contre elles, a-t-on assez répété qu'elles étaient des tripots et des coupe-gorge. La vérité est que, sans elles, nous n'aurions ni les chemins de fer, ni aucune des énormes entreprises modernes, qui ont renouvelé le monde ; car pas une fortune n'aurait suffi à les mener à bien, de même que pas un individu, ni même un groupe d'individus, n'aurait voulu en courir les risques. Les risques, tout est là, et la grandeur du but aussi. Il faut un projet vaste, dont l'ampleur saisisse l'imagination ; il faut l'espoir d'un gain considérable, d'un coup de loterie qui décuple la mise de fonds, quand elle ne l'emporte pas ; et alors les passions s'allument, la vie afflue, chacun apporte son argent, vous pouvez repêtrer la terre. Quel mal voyez-vous là ? Les risques courus sont volontaires, répartis sur un nombre infini de personnes, inégaux et limités selon la fortune et l'audace de chacun. On perd, mais on gagne, on espère un bon numéro, mais on doit s'attendre toujours à en tirer un mauvais, et l'humanité n'a pas de rêve plus entêté ni plus ardent, tenter le hasard, obtenir tout de son caprice, être roi, être dieu ! »

(E. Zola, « *L'Argent* », éd. GF Flammarion, 2009, Chap. IV, p. 145)

1. – Le discours tenu par Saccard², personnage imaginé il y a cent vingt-sept ans par Zola, n'est pas inconnu en matière financière. Encourir des risques constitue pour certains un mal inhérent aux marchés financiers, mais nécessaire pour la société et son économie. L'Histoire a pourtant montré comment les risques financiers pouvaient aboutir à des crises économiques aux conséquences considérables. Or, nombreuses de ces crises ont mis en cause l'utilisation de produits dérivés. Dès le XVII^{ème} siècle, la crise engendrée par l'effondrement du cours des prix de tulipes aux Pays-Bas a été accentuée par les effets procycliques attachés aux produits dérivés³. Plus récemment, la crise dite des "*subprimes*" survenue à la suite de l'effondrement du marché immobilier américain en 2008 a eu des conséquences systémiques colossales, due en partie par l'utilisation massive de produits dérivés. Le rôle des dérivés dans les crises financières conduit certains à les présenter comme des « *armes de destruction massive* »⁴. La crise financière de 2008 a en tous les cas jeté un "coup de projecteur" sur les

² Aristide Saccard est un personnage créé par Emile Zola, tenant lieu de personnage principal dans son roman "*L'Argent*" (dix-huitième volume de la série "*Les Rougon-Macquart*" publié en 1891). Avec pour décor la Bourse de la fin du XIX^{ème} siècle, ce roman relate l'épopée de la *Banque universelle* fondée par Saccard.

³ Voir à propos de cette crise : R. J. Shiller, « *Irrational Exuberance* », 2005, 2nd ed., Princeton University Press, ISBN 0-691-12335-7, p. 247-248 ; Charles Mackay, « *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* », Londres, Richard Bentley, New Burlington Street, Publisher in Ordinary to Her Majesty, 1841.

⁴ Traduction proposée par le Professeur Gaudemet (A. Gaudemet, « *Contribution à l'étude juridique des dérivés* », Thèse, Université Paris II Panthéon-Assas, mai 2008, §1, p. 2) des propos tenus par l'homme

dérivés et décidé les instances internationales, puis européennes, à réglementer les conditions d'utilisation des produits dérivés (et spécialement de gré à gré)⁵. Ainsi, le Droit s'est-il emparé de la question des risques associés aux produits dérivés, en vue de mettre fin ou du moins de limiter les risques qui y sont associés, au premier rang desquels se trouve le risque de contrepartie. Pourtant, dix ans plus tard, il est n'est pas évident que l'arsenal réglementaire mis en place ait tenu toutes ses promesses et que tous les risques associés aux dérivés puissent être considérés comme annihilés.

2. – Notion des produits dérivés – Encore faut-il comprendre ce que recouvre la notion des produits dérivés. À dire vrai, cette notion a déjà fait l'objet d'importantes études juridiques⁶ mais elle n'en demeure pas moins difficile à appréhender du moins sur le terrain juridique. Le "produit dérivé" ne correspond en effet pas à un concept juridique *stricto sensu* mais émane de la pratique financière⁷. Le Droit n'est venu l'encadrer qu'*a posteriori*. Pour saisir ce que recouvre le produit dérivé, il convient donc de combiner à la fois les approches financière et juridique de cette notion.

3. – Appréhension financière de la notion – La Commission européenne explique que les produits dérivés permettent « *de négocier et de redistribuer les risques générés dans l'économie réelle. Ils constituent donc des outils importants de transfert des risques pour les*

d'affaires américain Warren Buffet : « *In our view, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that while now latent, are potentially lethal* ». – W. Buffet, Berkshire Hathaway Inc. 2002 Annual Report, 20 feb. 2003, p. 15.

⁵ En ce sens : « *La crise financière a placé les dérivés de gré à gré au cœur du débat réglementaire. La quasi faillite de Bear Stearns en mars 2008, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le lendemain ont révélé au grand jour les dysfonctionnements du marché de ces produits. Au sein de ce marché, les régulateurs se sont tout particulièrement intéressés au rôle que les contrats d'échange sur risque de crédit (credit default swaps ou CDS) avaient joué durant la crise* ». – Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Commission européenne, COM (2010) 484 final, 15 septembre 2010, §1 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=COM:2010:0484:FIN>).

⁶ A. Gaudemet, « *Contribution à l'étude juridique des dérivés* », Thèse, Université Paris II Panthéon-Assas, mai 2008 ; P. Pailler, « *La notion d'instrument financier à terme* », Thèse, Université Paris I Panthéon-Sorbonne, Novembre 2008.

⁷ Le défaut de conception juridique de cette notion s'illustre d'ailleurs dans sa typologie confuse. Force est de constater qu'une grande hétérogénéité de produits et de vocables (OTC, listés, contrats à terme, instruments financiers à terme, contrats financiers, *forward*, *futures*, etc.) se retrouvent sous l'enseigne générale des "dérivés". Messieurs Chabert et Boulat précisaient déjà il y a quelques décennies concernant les contrats de *swap* qu'ils sont « *l'émanation de la pratique des financiers et des juristes, sans que l'État ni le législateur aient pris part à l'élaboration de l'instrument, qui échappe ainsi au champ de compétence des créateurs traditionnels du droit en France.* » – P-A. Boulat et P-Y. Chabert, « *Les Swaps – Technique contractuelle et régime juridique* », éd. Masson, 1992, p. 23, section 2.

agents économiques »⁸. Plus précisément, ils ont été conçus par la pratique comme « l'expression d'un décalage temporel entre l'instant de la conclusion du contrat et celui de son dénouement »⁹, aux fins de pouvoir « transférer le risque associé à la valeur d'une chose dans le futur sans la chose elle-même »¹⁰. Les dérivés servent donc à transférer des risques. Leur valeur "dérive"¹¹ de celle de l'actif sous-jacent dont il transfère les risques associés¹². C'est pourquoi l'on parle de produits "dérivés"

4. – Finalités de couverture ou de spéculation – Les risques transférés par les produits dérivés peuvent l'être à des fins diverses. À cet égard, la Commission européenne précise que les dérivés « sont utilisés aussi bien pour couvrir des risques que pour en acquérir dans le but de réaliser des bénéfices »¹³. Toutefois, si la couverture et la spéculation semblent être – dans l'opinion majoritaire¹⁴ – les deux motivations principales des parties aux opérations sur

⁸ Communication de la Commission : Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides, Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, 3 juillet 2009, §2.1 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1537350809935&uri=CELEX:52009DC0332>.

⁹ S. Praicheux, « Instruments financiers à terme », Répertoire de droit des sociétés, mai 2009 (Actualisation : Janvier 2015), §3.

¹⁰ En effet, selon le Professeur Gaudemet, la « volatilité accrue des variables économiques (...) a fait naître un besoin de protection chez les agents économiques, spécialement chez ceux engagés dans le commerce international » et a conduit la pratique à imaginer les produits dérivés, au détriment des notions juridiques traditionnelles existantes. Bien que les "instruments traditionnels de transfert de risque" ne manquaient pourtant pas au sein de notre catalogue juridique (assurance, garanties du paiement, provisionnement comptable, diversification de portefeuille, etc.), ceux-ci ne permettaient pas – à l'inverse des dérivés – de « transférer le risque associé à la valeur d'une chose dans le futur sans la chose elle-même. » – A. Gaudemet, Thèse préc., §7 à §14, p. 6 à 10.

¹¹ En ce sens : « L'expression "produits dérivés" désigne tout actif dont la valeur ou le prix "dérive" de celle d'un actif sous-jacent, créant ainsi un effet de levier (...). » – H. de Vauplane et J-P. Bornet, « Droit des Marchés Financiers », Litec, 3^{ème} édition, 2001, paragraphe 2, §697, page 628 ; Voir également : « Ils sont appelés produits dérivés parce que leur valeur est "dérivée" d'un actif sous-jacent, par exemple un instrument financier, une matière première, une variable de marché, voire un service. » – Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §2.1.

¹² L'actif sous-jacent auquel est adossé le produit dérivé peut être de n'importe quelle nature (matières premières, taux d'intérêt, actions, indices financiers, etc. et même un autre dérivé).

¹³ Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §2.1.

¹⁴ En ce sens : P. R. Wood, *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems*, Law and Practice of International Finance, Sweet & Maxwell, Second Edition, 2007, Part 2, Chapter 10, §10-002: « The main objective of derivatives is insurance. (...). Instead the insurance aspect is called "hedging". » ; F. Auckenthaler, « Instruments financiers à terme ou contrats financiers », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 2050, 14 février 2013, §17 : « La couverture est la fonction première des contrats à terme » ; S. Praicheux, « Instruments financiers à terme », Répertoire de droit des sociétés, mai 2009, Chapitre 1, Section 2, paragraphe 2, §1 : « Contre ce risque, on peut vouloir se protéger : c'est la fonction de "couverture" des produits dérivés ; de ce risque on peut vouloir profiter : telle est leur dimension spéculative » ; Le célèbre dictionnaire financier *Vernimmen* précise d'ailleurs qu'ils sont « utilisés pour couvrir quatre sortes de risque (marché, liquidité, contrepartie, politique) » – (http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_produit-derive.html).

dérivés¹⁵, les opérateurs qui concluent des opérations sur dérivés peuvent poursuivre d'autres buts, tels « *l'échange de conditions financières (...) et l'arbitrage* »¹⁶.

5. – Appréhension juridique de la notion – L'appréhension de la notion des dérivés par le droit est loin d'être satisfaisante. D'abord, le législateur ne parle pas de "produits dérivés" mais de "contrats financiers" ou d'"instruments financiers à terme" (termes par ailleurs pleinement assimilables¹⁷). Ensuite, une liste énumérative de contrats – fixée par décret¹⁸ – est visée par le législateur en guise de définition¹⁹. Cette énumération s'inspire très fortement de celles fournies par les textes européens²⁰.

¹⁵ Pour ce qui est des critères permettant de distinguer une opération spéculative d'une opération de couverture, nous verrons plus loin dans nos développements (voir *infra* §194 et s.) qu'ils ne sont pas clairement établis et que l'interprétation des juges reste plus ou moins souveraine en la matière.

¹⁶ F. Auckenthaler, « *Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 2050, 14 février 2013, §16.

¹⁷ Art. L211-1 III° du Code monétaire et financier : « *Les contrats financiers, également dénommés "instruments financiers à termes", sont (...)* ».

¹⁸ Selon l'article D211-1 A du Code monétaire et financier, les contrats financiers sont : « *1. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces ; 2. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident conduisant à la résiliation ; 3. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatif à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ; 4. Les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, non mentionnés par ailleurs au 3, et non destinés à des fins commerciales, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou font l'objet d'appels de couvertures périodiques ; 5. Les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit ; 6. Les contrats financiers avec paiement d'un différentiel ; 7. Les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échanges, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émissions ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident amenant la résiliation ; 8. Tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionné par ailleurs aux 1 à 7 ci-dessus, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, est compensé et réglé par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou fait l'objet d'appels de couvertures périodiques.* ».

¹⁹ L'article L211-1 III du Code monétaire et financier se contente d'affirmer que les contrats financiers « *sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret* ». Cette liste, visée à l'article D211-1 A du Code monétaire et financier, procède à un véritable inventaire à la Prévert qui révèle une tentative – ratée – d'une classification fondée plus ou moins sur le type de sous-jacent. Surtout, le recours à ce catalogue hétérogène « *traduit le refus d'une définition conceptuelle, générale et abstraite, conforme à l'idéal traditionnel du droit français* » (Cf. A. Gaudemet, Thèse préc., §5, p. 5).

²⁰ La liste énumérative du législateur français correspond globalement à celle antérieurement fournie par la Directive MIFID 1 (Directive 2004/39/CE, JOUE n° L145 du 30/04/2004, Annexe I, Section C, points 4 à 10, p. 41). Les mêmes catégories de contrats y sont distinguées. Les seules différences à noter concernent les termes employés. Alors que le Code monétaire et financier parle de "contrats à terme" ou d'"instruments financiers à terme", la directive européenne préfère parler d'"instruments dérivés", de "contrats dérivés" ou encore d'

6. – Distinction entre contrats financiers et titres financiers – Parallèlement à la liste énumérative des contrats financiers, le législateur précise également que ces derniers appartiennent – avec les titres financiers²¹ – à la catégorie plus générale des instruments financiers²². Cette distinction législative pourrait laisser penser qu'un titre financier ne peut pas être considéré comme un produit dérivé. Tel n'est pourtant pas le cas. À dire vrai, la notion juridique des contrats financiers (telle que conçue par le législateur) ne correspond pas totalement à la notion financière des produits dérivés (telle que conçue par la pratique)²³. Cette dernière est en effet plus large et comprend certains titres financiers²⁴. Il est ainsi possible de « *distinguer selon que les droits nés d'un dérivé sont constatés ou non dans un titre négociable* »²⁵, de tel sorte qu'il existe « *une division majeure entre les "titres dérivés" et*

"instruments financiers dérivés". Également, alors que le Code vise précisément les "*contrats à terme fermes*", le texte européen se contente d'évoquer les "*contrats à terme*". La Directive MIFID2 (Directive 2014/65/UE dite "MIFID2" du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JOUE n° L173 du 12/06/2014, Annexe I, Section C, points 4 à 10, p. 482), venue réformer la Directive MIFID1, a récemment apporté quelques modifications quant à la définition des dérivés. Les dérivés y sont définis – là encore – au moyen d'une liste énumérative reprenant substantiellement celle de MIFID 1. Néanmoins, lorsqu'on compare les deux versions de cette liste énumérative, on peut constater les cinq changements suivants : (1) le sous-jacent des quotas d'émission a été ajouté à la première catégorie de contrats dérivés (c'est-à-dire ceux relatifs à divers sous-jacents pouvant être réglés par une livraison physique ou en espèces) ; (2) concernant les trois catégories de dérivés relatives aux matières premières, il est désormais fait référence aux *futures* et aux *forwards* mais pas de façon systématique (comme d'ailleurs l'a relevé l'AEMF dans une lettre adressée à la Commission européenne ; ESMA, « *Re: Classification of financial instruments as derivatives* », letter to European Commission, ESMA/2014/184, 14/02/2014) ; (3) est désormais prise en compte de la négociation sur un système organisé de négociation (ou "OTF") ; (4) les produits énergétiques de gros négociés sur un OTF et réglés par livraison physique sont désormais exclus du point six ; (5) enfin, il n'est plus fait référence à l'intermédiation d'organismes de compensation ainsi qu'aux appels de marge réguliers concernant le point sept et dix de la liste de MIFID 1 (à savoir respectivement les contrats relatifs à des matières premières pouvant être réglés par livraison physique et non destinés à des fins commerciales, ainsi que les autres contrats dérivés concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures non mentionnés dans la liste).

²¹ Article L211-1, II du Code monétaire et financier : « *Les titres financiers sont : 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ; 2. Les titres de créance ; 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectifs* ».

²² Article L211-1, I du Code monétaire et financier : « *Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers* ».

²³ La dichotomie législative (contrats et titres financiers) explique aussi que bon nombre d'auteurs excluent les titres financiers de leurs études consacrées aux dérivés (par ex : S. Praicheux, « *Instruments financiers à terme* », Répertoire de droit des sociétés, mai 2009 ; S. Agbayissah, « *Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré* », Mélanges AEDBF-France II, Revue Banque éditeur, 1999, p. 15.). Pour eux, « *la catégorie des produits dérivés, si elle est cohérente sur un plan économique, elle ne l'est pas sur un plan juridique. En effet, participent également de la catégorie des instruments dérivés certains titres financiers ; or, leur disparité de nature avec les instruments financiers à terme (...) exclut tout traitement unitaire* » (Cf. P. Pailler, Thèse préc., §5, p. 14). Or, l'insuffisance d'études juridiques unitaires participe à ce qu'il soit difficile encore aujourd'hui d'identifier les critères juridiques propres à l'ensemble des produits dérivés (contrats et titres).

²⁴ À titre d'illustration on peut citer comme titres dérivés les EMTN (*Euro Medium Term Notes*), les warrants financiers ou encore les dérivés de crédit titrisés. Pour plus de détails voir notamment : A. Gaudemet, Thèse préc., §107 et s, p. 66 et s.

²⁵ A. Gaudemet, Thèse préc., §105, p. 64.

les "contrats dérivés" »²⁶. Si tous les contrats financiers sont des produits dérivés, seuls certains titres financiers sont susceptibles de constituer des produits dérivés (ainsi dits "titres dérivés"²⁷).

7. – Distinction entre dérivés listés et OTC – Précisons enfin qu'une autre dichotomie majeure est opérée entre d'une part, les produits dérivés de gré à gré (ou "OTC" pour "over the counter") et d'autre part, les produits dérivés listés (aussi dits côtés). La différence entre ces deux catégories ne réside pas dans le type de produit conclu mais dans le mode d'exécution²⁸. Ainsi, un dérivé est listé lorsque l'ordre dont il fait l'objet est exécuté sur un marché réglementé, ou encore sur une plate-forme de négociation type "MTF" ou "OTF"²⁹. A contrario, un dérivé de gré à gré correspond à « un contrat dérivé dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé »³⁰ et – traditionnellement – est conclu de façon bilatérale.

²⁶ A. Gaudemet, Thèse préc., §105, p. 64.

²⁷ On parle ici de titres "dérivés", car « à la différence des autres titres financiers, ils ne sont pas des instruments de financement de l'émetteur : ils ne sont pas émis en exécution d'un contrat de société ou de prêt et leur valeur ne correspond ni à une fraction du montant d'une augmentation de capital, ni à la division du montant global d'un emprunt. Ces titres sont conçus à partir d'un actif que l'on dit "sous-jacent" (titre financier, indice, taux...) dont ils tirent leur valeur ; ils confèrent à leur titulaire le droit, à une date convenue, d'obtenir livraison du sous-jacent ou de percevoir le paiement d'une différence entre le cours du sous-jacent à cette date et le prix d'exercice fixé dans le contrat d'émissions. » – T. Bonneau et F. Drummond, « Droit des marchés financiers », 2^{ème} Edition, Economica, 2005, §139, p. 161. Voir également sur ce sujet : A. Gaudemet, Thèse préc., §107, p. 66 ; P. Pailler, Thèse préc., §6, p. 14.

²⁸ À l'instar de la Commission européenne, précisons néanmoins qu'en plus du lieu d'exécution les dérivés OTC et listés se distinguent également par leur niveau de complexité. Ainsi, les plus standards sont listés alors que les plus complexes sont de gré à gré. En ce sens : « Il existe de nombreux types de produits dérivés. Certains sont des produits standard (...), d'autres non, car chaque contrat est adapté aux besoins spécifiques de l'utilisateur (...). Les produits dérivés normalisés sont habituellement négociés via des systèmes de négociation organisés où les prix sont publiés (par exemple les bourses de produits dérivés), tandis que les produits dérivés non normalisés sont négociés hors marché, ou "de gré à gré" (...), et les prix ne sont pas rendus publics. » – Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §2.1.

²⁹ Lorsque la Directive MIFID2 vise les dérivés listés, celle-ci englobe effectivement ceux « négociés sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF » (cf. Directive MIFID2 2014/65/UE, Annexe I, Section C, points 6 et 7, p. 482). L'article 4 de ladite Directive européenne donne ensuite une définition de ces deux systèmes de négociation. Concernant d'abord le système multilatéral de négociation (ou "MTF" pour "Multilateral Trading Facility"), celui-ci doit s'entendre comme « un système multilatéral, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats ». Concernant enfin le système organisé de négociation (ou "OTF" pour "Organised Trading Facility"), celui-ci doit s'entendre comme « un système multilatéral, autre qu'un marché règlement ou un MTF, au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des obligations, des produits financiers structurés, des quotas d'émission ou des instruments dérivés peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats » (cf. Directive MIFID2 2014/65/UE, Article 4, §1, points 22) et 23), p. 382).

³⁰ Définition donnée par le législateur européen dans son règlement EMIR. Celui-ci précise également qu'il s'agit d'un marché réglementé « au sens (...) de la directive 2004/39/CE (ndlr : MIFID1) ou sur un marché d'un pays tiers considéré comme équivalent à un marché règlementé » (cf. Règlement (UE) n° 648/2012 dit "EMIR" du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, JOUE n° L 201 du 27/07/2012, Article 2, point 7), p. 15). Par ce renvoi, il faut donc entendre le marché réglementé comme un « système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de

7.1. – L'ensemble de ces éléments de définition témoigne du caractère protéiforme de la notion des produits dérivés. Au risque de glisser vers une « *méthode erronée : celle qui voudrait à tout prix ordonner scientifiquement ce que les praticiens désignent sous le nom de "dérivés" ou ce que le législateur a rangé dans la catégorie des "instruments financiers à terme" »*³¹, il nous semble que la discordance entre l'appréhension financière et juridique des produits dérivés ne doit pas être combattue à tout prix. Plus simplement, il convient d'accepter le fait que la notion juridique des contrats financiers n'épouse qu'imparfaitement les contours de la notion financière des produits dérivés.

Notre étude se voulant exclusivement juridique, il sera uniquement question des produits dérivés tels qu'entendus par la réglementation, c'est-à-dire en tant que contrats financiers, mais en se limitant à ceux conclus sur le marché de gré à gré.

8. – Notion de risque de contrepartie – Selon les enseignements de Pierre Vernimmen, la liste des risques auxquels doivent faire face les investisseurs est « *sans fin* »³². Parmi cette "infinité", le risque de contrepartie est peut-être l'un des plus importants. Il est identifié depuis « *toujours* »³³ par les acteurs économiques. Pour autant, la notion de risque de contrepartie ne bénéficie pas encore à ce jour de définition juridique à proprement parler. Dans son sens le plus commun, le risque de contrepartie s'entend comme celui de voir sa contrepartie faire défaut au titre de ses obligations. Avant de tenter d'en arrêter une définition plus spécifique, encore faut-il savoir le situer parmi les nombreux autres risques existants en matière financière.

multiplés intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions (ndlr : de la Directive MIFID 1) » (cf. Directive 2004/39/CE dite "MIFID1" du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JOUE n° L145 du 30/04/2004, Article 4, §1, point 14), p. 10). Précisons enfin que cette définition du "marché réglementé" issue de MIFID1 et visé par le Règlement EMIR a été reprise mot pour mot dans la directive MIFID2.

³¹ Le Professeur Gaudemet ajoute également que « *Ni la pratique ni la loi ne sont entièrement probantes sur le plan juridique. Les praticiens, dans l'organisation de leur activité, n'ont pas principalement le souci de la logique juridique. Le législateur, sous la pression du développement des dérivés, a légiféré sans véritable souci de méthode (...)* » – A. Gaudemet, Thèse préc., §6, p. 6.

³² P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, « *Finance d'entreprise* », éd. Dalloz, 2012, p. 424.

³³ Formule issue de P. d'Hérouville et P. Mathieu, « *Les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie* », Revue Banque n° 577, janvier 1997, p. 50.

Les risques inhérents aux marchés financiers sont répartis par certains auteurs³⁴ en deux catégories : les risques individuels d'une part et les risques systémiques d'autre part. Alors que les premiers sont encourus individuellement par les divers acteurs économiques, les seconds touchent non pas isolément un acteur mais l'ensemble d'un système financier. Selon cette dichotomie, le risque de contrepartie est présenté comme relevant de la catégorie des risques individuels³⁵. Notre étude viendra cependant faire état d'hypothèses où le risque de contrepartie conduit au risque systémique. Nous verrons ainsi que le risque – individuel – de contrepartie et le risque systémique, loin d'être distincts, sont en réalité interdépendants³⁶.

9. – Pluralité de termes – Il est recouru à différentes appellations – telles que le "risque de crédit", le "risque de défaillance" ou encore le "risque de solvabilité" – pour désigner *in fine* le même risque que celui visé par l'expression "risque de contrepartie". L'une des seules définitions juridiques disponible est donnée par le règlement EMIR qui évoque le "risque de crédit de la contrepartie". Ce dernier est présenté comme « *le risque que la contrepartie à une transaction fasse défaut avant le règlement définitif des flux de trésorerie liés à la transaction* »³⁷. La même idée est également reprise par les principes dits "PFMI" (pour "Principles for Financial Market Infrastructures") qui définissent le "risque de crédit" comme « *le risque qu'une contrepartie (...) soit incapable de répondre pleinement à ses obligations financières à leur échéance, ou à tout moment dans l'avenir* »³⁸.

10. – Distinction du risque de contrepartie et du risque de crédit – Bien que le "risque de crédit" soit souvent tenu pour synonyme du risque de contrepartie, il arrive que certains textes

³⁴ Voir en ce sens : T. Bonneau et F. Drummond, « *Droit des marchés financiers* », Economica 2010, 3^e ed., n° 22, p. 23.

³⁵ En ce sens : M. Chagny, « *Risques, finance et droit* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2010, étude 29, §4 ; et T. Bonneau et F. Drummond, *op.cit.*, n° 22, p. 23.

³⁶ Voir *infra* §476 et s.

³⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 2, 11), p. 15.

³⁸ Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, "Principles for financial market infrastructures", Bank for International Settlements and OICV-IOSCO, April 2012, art. 2.5, p. 19 : « 2.5. : *FMI*s and their participants may face various types of credit risk, which is the risk that a counterparty, whether a participant or other entity, will be unable to meet fully its financial obligations when due, or at any time in the future. *FMI*s and their participants may face replacement-cost risk (often associated with pre-settlement risk) and principal risk (often associated with settlement risk). Replacement-cost risk is the risk of loss of unrealised gains on unsettled transactions with a counterparty (for example, the unsettled transactions of a CCP). The resulting exposure is the cost of replacing the original transaction at current market prices. Principal risk is the risk that a counterparty will lose the full value involved in a transaction, for example, the risk that a seller of a financial asset will irrevocably deliver the asset but not receive payment. Credit risk can also arise from other sources, such as the failure of settlement banks, custodians, or linked *FMI*s to meet their financial obligations. » – <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

distinguent les deux termes³⁹, de telle sorte qu'il existe bien – selon nous – une différence entre ces deux risques.

Prenons l'exemple d'un investisseur recourant à des produits dérivés de couverture à la suite d'acquisition d'obligations d'État, en vue de se couvrir ici auprès d'une autre partie contre la potentielle défaillance de l'État émetteur des obligations acquises. Dans cette hypothèse, l'investisseur doit faire face d'une part, au risque que l'État émetteur fasse défaut au titre des obligations émises (risque de crédit) et d'autre part, au risque que sa contrepartie directe au sein du contrat de couverture ne soit pas en mesure de répondre pleinement à ses obligations financières (risque de contrepartie). Les deux risques financiers ne concernent pas la même entité. De la même manière, en présence d'un contrat de *swap* de défaut sur événement de crédit ("*credit default swap*")⁴⁰, le risque de contrepartie portera sur la défaillance de la contrepartie au titre du contrat de *swap*, tandis que le risque de crédit portera sur la défaillance de la partie au titre du contrat sous-jacent (faisant l'objet du produit dérivé). Ici encore, les deux risques ne portent pas sur la même entité.

Autrement dit, le risque de contrepartie relève, en matière d'opérations sur dérivés, du contrat financier *per se*, alors que le risque de crédit relève du risque d'une contre-performance de l'actif sous-jacent.

11. – Le défaut de recouvrement comme risque – Les définitions issues du règlement EMIR et des principes PFMI ont en commun d'articuler la définition du risque de contrepartie autour de l'acquittement définitif des obligations financières par la contrepartie défaillante⁴¹. L'industrie financière (c'est-à-dire concrètement les acteurs professionnels sur les marchés financiers, tels les banques de financement et d'investissements, les sociétés de gestion et autres prestataires de services d'investissement) retient cette approche définitive du risque de contrepartie. En pratique, le risque de contrepartie ne s'entend pas uniquement comme le simple « *risque de défaillance* »⁴² de sa contrepartie – c'est-à-dire la seule survenance de

³⁹ À titre d'illustration, l'article L.533-2-2 du Code monétaire et financier (relatif à la mise en place de dispositifs, stratégies et procédures par les entreprises d'investissement autre que les sociétés de gestion de portefeuille leur permettant de détecter, de mesurer et de gérer les risques auxquels elles sont ou pourraient être exposées du fait de leurs activités) opère une distinction entre les deux risques. Son second alinéa dispose en effet : « *Ces risques incluent notamment le risque de crédit et de contrepartie, (...)* ».

⁴⁰ Ces produits dérivés « *permettent à un créancier, cherchant à se défaire de son "risque crédit", de demander à une contrepartie, moyennant le paiement d'une prime, d'assurer le risque d'absence de paiement du débiteur* ». – D. Martin, « *Credit Default Swaps* », La Semaine Juridique Edition Générale n°hors-série, 1^{er} mai 2011.

⁴¹ En effet, d'une part le Règlement EMIR affirme que le risque porte sur le « *règlement définitif des flux de trésorerie liés à la transaction* » et d'autre part, les principes PFMI visent quant à eux la capacité à « *répondre pleinement à ses obligations financières à leur échéance, ou à tout moment dans l'avenir* ».

⁴² Comme il est suggéré dans : A. Constantin, « *Les outils contractuels de gestion des risques financiers* », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2010, étude 30, §1. Dans le même sens voir : « *Le risque*

l'évènement de défaut – mais recouvre l'ensemble des conséquences finales issues de cette défaillance. Plus précisément, le risque de contrepartie correspond au risque définitivement supporté par la partie non défaillante, à savoir au risque qu'elle ne puisse définitivement pas recouvrer ses créances, à l'issue de la défaillance de son cocontractant.

12. – Choisir cette interprétation permet d'ailleurs de mieux comprendre l'existence des multiples autres appellations susvisées du risque de contrepartie. Celles-ci viennent effectivement traduire l'idée que le risque de contrepartie englobe finalement plusieurs sous-risques. Une partie va tout d'abord être soumise à un "risque de défaillance", c'est-à-dire au risque que sa contrepartie connaisse un événement la conduisant à une situation de défaut, ouvrant droit à l'ouverture d'une procédure relevant du Livre VI du Code de commerce. Mais toute défaillance ne conduit pas nécessairement au non-recouvrement des créances contractuelles. C'est pourquoi, cette même partie va ensuite faire face à un "risque de solvabilité", c'est-à-dire au « *risque de perdre définitivement sa créance dans la mesure où le débiteur ne peut pas, même en liquidant l'ensemble de ses avoirs, rembourser la totalité de ses engagements* »⁴³. Ces deux risques distincts sont chronologiquement successifs et composent cumulativement le risque de contrepartie.

Partant de cette approche, le risque de contrepartie est "naturellement fonction" de trois paramètres que sont la probabilité de défaut de la contrepartie, le montant de la créance et la proportion de la créance qui ne sera pas recouvrée en cas de défaut⁴⁴. Cette appréhension du risque de contrepartie se manifeste d'ailleurs dans les outils internes utilisés par les opérationnels de l'industrie bancaire. À titre d'illustration, on peut mentionner que ces trois paramètres sont ceux utilisés pour obtenir l'indice "*Credit Value Adjustment*" ("CVA"), dont l'objet est d'établir l'estimation de la perte attendue sur une opération en cas de défaut de la contrepartie⁴⁵.

13. – **Approche restrictive et extensive du risque de contrepartie** – Le risque de contrepartie correspond donc au risque de non-recouvrement définitif des créances suite à la

de contrepartie, ou risque de crédit, est le risque qu'une contrepartie n'honore pas ses obligations financières ».
– H. de Vauplane et J-P. Bornet, *op. cit.*, §712-1, p. 644.

⁴³ P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, « *Finance d'entreprise* », éd. Dalloz, 2012, p. 423.

⁴⁴ En ce sens : P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, *op. cit.*, p. 1112.

⁴⁵ Cet indice est l'outil utilisé par les opérationnels de l'industrie bancaire pour évaluer le risque de contrepartie attaché à une ou plusieurs opération(s). Or, les trois paramètres visés plus haut par Vernimmen (le montant de la créance, la probabilité de défaut de la contrepartie et la proportion de la créance qui ne sera pas recouvrée en cas de défaut) se retrouvent respectivement visés par cet indice sous les notions suivantes : "*The loss given default*" (LGD), "*The probability of default of the counterparty*" (PD) et enfin "*Expected Exposures*" (EE+).

défaillance de la contrepartie. Or, l'approche du risque de contrepartie peut se faire dans une perspective restrictive ou extensive.

L'approche restrictive conduit à retenir que le risque de contrepartie ne porte que sur les créances contractuelles. Le risque de non recouvrement définitif des créances suite à la défaillance de la contrepartie porte ici uniquement sur les obligations financières directement issues de la relation contractuelle entre les parties.

Dans une approche extensive, le risque de contrepartie va inclure, en plus du non-recouvrement des créances contractuelles, les pertes extracontractuelles. C'est ainsi que les opérationnels de l'industrie financière appréhendent l'opération sur dérivés. Au-delà du seul périmètre contractuel *stricto sensu*, ils tiennent compte de toutes pertes financières "liées" à l'opération au titre de laquelle leur contrepartie fait ou risque de faire défaut. Ces pertes financières recouvrent évidemment le non-recouvrement définitif des créances purement contractuelles au titre des obligations financières, mais également les différents coûts associés à l'opération, même plus indirectement. Au titre de ces coûts annexes, on peut notamment trouver le coût de déboucement d'une contre-opération⁴⁶. Les opérationnels de l'industrie financière intègrent ce préjudice financier dans le risque de contrepartie car – bien que totalement extracontractuel – le coût de déboucement trouve sa source dans la défaillance de la contrepartie au titre de l'opération initiale.

⁴⁶ Lorsqu'un prestataire de services d'investissement conclut une opération sur dérivés de gré à gré avec une partie, celui-ci va systématiquement "couvrir" l'exposition au titre de l'opération. Cette couverture peut se faire de deux façons. Soit elle se fait au niveau macroéconomique, c'est-à-dire que l'opération initialement conclue s'insère au sein d'un portefeuille d'opérations dont l'ensemble des expositions se compense pour obtenir une exposition globale nulle. Soit, la couverture va se faire par la conclusion d'une contre-opération (dite opération "miroir" ou encore "*back-to-back*") sur le marché avec d'autres investisseurs et qui va répliquer à l'identique les caractéristiques de l'opération initiale mais de façon strictement inverse. On parle ici de couverture "parfaite". Il faut comprendre que le but de cette opération miroir n'est pas de limiter le risque de contrepartie au titre de l'opération initiale mais seulement de neutraliser l'exposition de l'établissement de crédit au risque de marché. Plus précisément, le prestataire recherche en concluant une contre-opération que ses positions soient neutralisées de sorte que peu importe l'évolution – à la hausse ou à la baisse – du marché, le prestataire ne peut pas être perdant. Comme l'explique une décision de la cour d'appel de Paris, « *la banque qui s'engage auprès de son client concluant une opération inverse, "swap en miroir", avec un autre opérateur pour couvrir ses positions de sorte que son seul bénéfice correspond à sa commission d'intermédiaire* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 06 janvier 2017, n° 15/15034, « SARL du Parc Magudas c/ Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel d'Aquitaine »). Mais bien que l'opération initiale et la contre-opération soient liées économiquement pour le prestataire de services d'investissement, il n'empêche qu'elles sont purement et simplement autonomes l'une de l'autre d'un point de vue juridique. En pratique, la partie contractant avec le prestataire n'est jamais au courant de l'existence de cette contre-opération, c'est la raison pour laquelle aucun lien contractuel ne lie ces deux opérations et qu'elles sont totalement indépendantes juridiquement l'une de l'autre. Ce lien économique explique cependant que le sort de l'opération initiale impacte réciproquement la contre-opération. Ainsi, si l'opération initiale était amenée à être arrêtée avant son terme, la contre-opération va nécessairement devoir également être clôturée afin qu'elle ne se retrouve pas sans contre-position correspondante qui exposerait par voie de conséquence le prestataire de services d'investissement à un risque de marché. Or, c'est cette clôture (aussi dit "débouclage" ou "dénouement") de la contre-opération qui représente un coût pour le prestataire.

14. – Notre étude partira donc de cette seconde approche – extensive – du risque de contrepartie puisqu'elle correspond à celle retenue dans la pratique. En outre, les pertes financières extracontractuelles – à l'instar du coût de débouclage de la contre opération – peuvent aussi trouver leur source dans d'autres événements que celui du défaut de la contrepartie⁴⁷. Ces événements relèvent d'autres risques juridiques tels que le risque de nullité ou le risque "pays". Ces risques n'ont pas pour objet la défaillance d'une des parties mais la survenance d'éléments juridiques affectant la validité d'une opération⁴⁸. Ils se distinguent ainsi du risque de contrepartie. Outre l'enjeu économique⁴⁹ attaché à ces risques juridiques, ceux-ci seront abordés dans notre étude seulement pour leur enjeu juridique. Nous serons ainsi amenés à évoquer le risque de nullité et le risque pays, non pas *per se*, mais uniquement en ce qu'ils sont susceptibles de porter atteinte à l'efficacité des outils de gestion du risque de contrepartie mis en place entre les parties⁵⁰.

⁴⁷ Le coût de dénouement de la contre-opération peut découler en réalité de tous événements affectant la validité de l'opération initiale. En effet, les événements conduisant au dénouement de la contre-opération pourraient être distingués – selon nous – en deux catégories. D'une part, on a ceux que l'on pourrait qualifier d'"événements contractuels" correspondant à l'ensemble des événements ayant été prévus contractuellement comme des causes de résiliation de l'opération initiale – dont tout naturellement l'évènement de défaut – et qui entraînent par ricochet le dénouement de la contre-opération. D'autre part, on a ceux que l'on pourrait qualifier d'"événements extracontractuels" qui sont finalement tous les événements qui invalident l'opération initiale (tels que le défaut de capacité juridique ou encore l'illégalité de l'opération). Ces derniers entraînent non pas la résiliation de l'opération initiale mais sa nullité. Or, cette nullité de l'opération initiale aura également pour conséquence le débouclage de la contre-opération. Bien que les événements contractuels et extracontractuels aient en commun le fait d'emporter le dénouement de la contre-opération, il n'empêche qu'ils n'ont pas la même incidence sur les coûts de débouclage subis par le prestataire de services d'investissement. Il est vrai que si les événements contractuels conduisent également au débouclage de la contre-opération, ceux-ci n'emportent pas le risque de la perte sèche du coût de débouclage dans sa totalité. En effet, le solde de résiliation issu de la résiliation de l'opération initiale correspond justement à la "valeur de remplacement" (terme employé sous convention FBF) de ladite opération sur le marché ayant vocation à couvrir ces coûts de débouclage. En réalité, ce solde de résiliation ne couvre jamais parfaitement le coût déboursé par le prestataire de services d'investissement, aussi ce dernier est toujours exposé à un risque de perte sèche à hauteur de la différence entre le coût de débouclage réellement payé et le montant du solde de résiliation obtenu. On comprend bien cependant que la potentielle perte est ici réduite grâce à une partie remboursée par le paiement du solde de résiliation. À l'inverse, du fait que les événements extracontractuels emportent la nullité de l'opération initiale, celle-ci sera censée ne jamais avoir existé et donc aucun solde de résiliation ne sera versé permettant le remboursement d'une partie du coût de débouclage. De la même façon que l'absence de lien contractuel entre l'opération initiale et la contre-opération empêchera toute action en responsabilité contractuelle de la part du prestataire en vue de la réparation de son préjudice qu'est précisément ce coût de débouclage. On comprend donc qu'en présence d'évènements extracontractuels, les frais du dénouement de la contre-opération sont entièrement subis par le prestataire de services d'investissement et que son exposition au risque de perte sèche du coût de débouclage est totale.

⁴⁸ À titre d'illustration, le défaut de capacité juridique d'une contrepartie conduit à un risque de nullité du contrat concerné. Le risque "pays" vise quant à lui l'application par une juridiction étrangère d'un régime juridique susceptible de remettre en cause la validité (ou l'efficacité) de l'opération concernée.

⁴⁹ Cet enjeu correspond aux pertes financières extracontractuelles susceptibles de résulter de ces risques juridiques.

⁵⁰ Nous verrons notamment qu'aux fins de limiter la survenance du risque de nullité et du risque pays, les opérationnels de l'industrie bancaire recourent à des audits juridiques (voir *infra* §52 et s. et §187 et s.). Ces audits juridiques peuvent être assurés soit par les opérationnels eux-mêmes soit par des cabinets d'avocats. Dans cette dernière hypothèse, ces audits juridiques prennent alors la forme d'avis juridiques (aussi dits opinions juridiques), fortement inspirées des *legal opinions* pratiquées par les avocats américains et anglo-saxons (sur les

15. – Distinction du risque de contrepartie et risque de marché – Le risque de contrepartie doit enfin être distingué d'un autre risque important en matière financière : le risque "de marché". Ce dernier vise l'exposition d'une partie à une évolution défavorable de ses positions⁵¹.

La valeur d'un produit dérivé (découlant de celle de son actif sous-jacent) est visée par la "valeur de marché" (ou "*mark-to-market*") du contrat financier. Or, cette valeur varie durant toute la durée du contrat. Le risque de marché constitue donc le risque de l'évolution défavorable de la valeur de marché du contrat financier. À l'inverse, le risque de contrepartie vise l'exposition définitivement supportée, c'est-à-dire le risque du non-recouvrement de la valeur de marché définitivement due par la contrepartie défaillante.

Bien que différents, on comprend que le risque de marché est cependant "lié" au risque de contrepartie. D'abord, il permet *in fine* de "quantifier" le risque de contrepartie. Les fluctuations de la valeur de marché du contrat financier viennent en effet déterminer l'exposition au risque de contrepartie⁵². Enfin, le risque de marché peut participer à la réalisation du risque de contrepartie. Les fortes fluctuations de la valeur de marché du contrat financier déclenchent des appels de marges⁵³ qui peuvent avoir pour conséquence d'accélérer la défaillance de la contrepartie.

16. – Un risque transformé en matière de dérivés – Le risque de contrepartie constitue certes un risque inhérent au secteur financier, mais son étude en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré présente un intérêt tout particulier. Les spécificités de ces opérations font que le risque de contrepartie se transforme en la matière en un risque indéterminé, alternatif et systémique.

origines américaines de la pratique des *legal opinions* voir notamment : F. Baumgartner, « *Les opinions juridiques* », La Semaine Juridique Edition Générale n°12, 23 mars 2005, doct. 124, Note 1).

⁵¹ En ce sens : « *le risque de marché : il se définit comme l'exposition de l'entreprise à une évolution défavorable des taux ou des prix. Il concerne les taux d'intérêt, les taux de change, les cours des matières premières ou des actions. Le risque de marché est présent à différents niveaux : une position (un endettement, la perception dans le futur d'un flux de devises), une activité (achats facturés dans une devise autre que celle de la facturation des ventes...), un portefeuille (de titres de placement ou de participation...)* » ; – P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, *op. cit.*, p. 1111.

⁵² Un auteur précise également en ce sens qu'« *à cause de la nature volatile de la valeur mark-to-market d'un produit dérivé, il est difficile d'estimer à un instant donné le niveau de risque de contrepartie, présent et futur, induit par un portefeuille d'opérations. Sur des opérations long terme en particulier, la banque doit être prête à assumer le risque de voir son exposition sur sa contrepartie augmenter avec la valeur mark-to-market des contrats* ». – G. Bailby, « *Le développement du collatéral* », Revue Banque n°569, avril 1996, p. 23.

⁵³ Voir *infra* §147 et s. et §333 et s.

Un risque indéterminé tout d'abord, car comme le résultat définitif du produit dérivé dépend de la valeur finale de l'actif sous-jacent, le risque reste indéterminé, inconnu tout au long de l'exécution du produit en raison de la constante variation de la valeur du sous-jacent. C'est seulement à son échéance que le risque de contrepartie pourra être quantifié et déterminé de façon définitive⁵⁴.

Un risque alternatif ensuite, car la valeur de l'actif sous-jacent étant en variation constante durant l'exécution du produit dérivé, le risque de contrepartie est donc alternatif tout au long de son exécution jusqu'à son dénouement. C'est seulement à son dénouement que le risque de contrepartie pourra être attribué de façon définitive à une seule partie⁵⁵.

Un risque systémique enfin, car la multitude d'acteurs liés directement ou indirectement aux créanciers des parties d'opérations sur produits dérivés crée un effet domino, de telle sorte que le défaut d'une partie entraîne ou accélère celui d'un de ses créanciers, qui lui-même affecte un autre créancier, etc. Le risque de contrepartie se mute donc en un potentiel « *risque systémique, c'est-à-dire en risque pour le système financier tout entier* »⁵⁶.

17. – Approche transactionnelle des dérivés – Analyser la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré, sur le terrain juridique, conduit à appréhender les produits dérivés via un prisme différent que celui traditionnellement retenu. En effet, l'approche de cette étude est plus "transactionnelle" que "notionnelle"⁵⁷. C'est le recours du produit dérivé de gré tel qu'il se fait en pratique – plus que sa notion *per se* – qui servira notre étude de la gestion du risque de contrepartie. Cela participera également à appréhender la diversité des opérations dont font l'objet les dérivés de gré à gré, ainsi que les diverses réglementations qui leur sont consacrées. Enfin, une telle étude participe à offrir une "cartographie" à la fois des risques rencontrés en matière de dérivés de gré à gré ainsi que des outils de gestion des risques qui sont utilisés pour y remédier. Au-delà de l'intérêt purement opérationnel attaché à

⁵⁴ En ce sens : A. Constantin, « *Les outils contractuels de gestion des risques financiers* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°6, Novembre 2010, étude 30, 2. A. 2° §35 : « *La difficulté réside cependant ici dans le fait que le risque de contrepartie né des dérivés est indéterminé – en ce que le résultat définitif d'un tel contrat, en termes de gain ou de perte, dépend des variations de valeur du sous-jacent (...)* ».

⁵⁵ En ce sens : A. Constantin, *op. cit.*, §35 : « *La difficulté réside cependant ici dans le fait que le risque de contrepartie né des dérivés est indéterminé (...) et alternatif, puisque ce même résultat est en variation constante au cours de l'exécution du contrat* ».

⁵⁶ A. Gaudemet, Thèse préc., §455, p. 272 ; V. également D. Robine, « *Les risques spécifiques aux marchés de gré à gré* », Revue de jurisprudence commerciale, Septembre / Octobre 2013, numéro 5, §9, p. 400 : « (...) *Il s'agit simplement de souligner que lorsqu'une personne défaillante est liée par un produit dérivé de gré à gré, le traitement de cette défaillance peut être plus délicat car les contrats sont parfois complexes. Une incertitude sur la situation des parties peut donc se prolonger et entraîner un accroissement du risque systémique* ».

⁵⁷ À la différence des travaux des professeurs Gaudemet et Pailler (A. Gaudemet, Thèse préc. et P. Pailler, Thèse préc.).

cette cartographie, l'identification des outils de gestion est également source de plus grands enjeux.

18. – Enjeux attachés à l'identification des outils de gestion des risques – Les produits dérivés sont nécessaires à l'économie, en raison de leur fonction d'instruments de transfert des risques⁵⁸. L'idée des réglementations internationales n'est donc pas d'empêcher le recours à ces produits mais plutôt d'en sécuriser l'utilisation⁵⁹. La raison tient au fait que l'utilisation des produits dérivés peut constituer une menace pour la stabilité financière, si elle n'est pas encadrée. L'enjeu attaché au bon fonctionnement des dérivés est donc avant tout d'ordre systémique⁶⁰.

Or, le point de départ d'un meilleur fonctionnement des dérivés de gré à gré est la gestion du risque de contrepartie au titre de chaque transaction. La mauvaise gestion du risque de contrepartie⁶¹ ainsi que son identification difficile en matière de dérivés de gré à gré⁶² ont été

⁵⁸ La Commission européenne a d'ailleurs parfaitement conscience de cette utilité : « *Un système économique ne peut pas prospérer si personne n'est prêt à prendre des risques. Ainsi, un entrepreneur qui crée une entreprise prend le risque qu'elle fasse faillite. Une banque qui prête de l'argent à cette entreprise prend le risque que son prêt ne soit pas remboursé intégralement. Cependant, si l'entrepreneur ne crée pas d'entreprise, l'épargnant qui a déposé ses fonds à la banque aura une possibilité de moins d'obtenir un rendement satisfaisant pour son épargne. L'épargnant sait que plus le rendement est élevé, plus le projet financé est risqué. Le financement de projets d'investissement ne peut donc se faire que si quelqu'un est prêt à supporter le risque qui y est lié. Personne n'aime prendre un risque excessif, aussi est-il utile de pouvoir le répartir. C'est là la fonction des produits dérivés. Ils répartissent ou redistribuent les risques; ils peuvent être utilisés comme protection ("couverture") contre un risque particulier ou comme outil permettant de prendre des positions spéculatives. En particulier, des entités commerciales (compagnies aériennes, constructeurs, etc.) utilisent les produits dérivés pour couvrir le risque d'augmentation du prix des matières de base qu'elles utilisent dans leurs activités, ce qui leur permet de mieux planifier leurs besoins futurs* ». – Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §2.2.

⁵⁹ En ce sens : « *La crise actuelle a montré qu'il était nécessaire d'agir dans le domaine des marchés de produits OTC afin que ceux-ci puissent jouer leur rôle économique d'une manière qui ne compromette pas la stabilité du système. (...) Les produits dérivés jouent un rôle important dans l'économie, mais ils présentent aussi certains risques. La crise a fait apparaître que ces risques ne sont pas suffisamment limités dans les négociations de gré à gré* ». – Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §5 et §6.

⁶⁰ En ce sens : « *la présente initiative [ndlr : projet EMIR] s'inscrit dans un effort international plus large, visant à renforcer la stabilité du système financier en général et du marché des dérivés de gré à gré en particulier. Étant donné la nature mondialisée de ce marché, une approche coordonnée à l'échelle internationale revêt une importance cruciale. Pour éviter le risque d'arbitrage réglementaire, il importe ainsi que la présente proposition tienne compte de ce qu'ont déjà fait ou entendent faire d'autres pays en matière de régulation des dérivés de gré à gré* ». – Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Commission européenne, COM (2010) 484 final, 15 septembre 2010, §1, (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=COM:2010:0484:FIN>).

⁶¹ En ce sens : « *les marchés de gré à gré présentent un niveau de risque beaucoup plus élevé que les marchés réglementés, les premiers étant plus opaques et les relations de contrepartie y étant plus complexes. L'efficacité des outils de limitation du risque dans le cas de contreparties bilatérales laisse donc beaucoup à désirer, et la manière dont le risque de contrepartie est limité doit être améliorée de manière substantielle* ». – Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §3. Également : « *Les infrastructures des marchés mobiliers ont montré des carences significatives au niveau de la gestion du risque de contrepartie et de la transparence des négociations effectuées sur les marchés dérivés de gré à gré* ». – Avis du Comité économique et social européen sur la "Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les

des facteurs ayant joué un rôle important dans la crise financière de 2008, le risque systémique étant *in fine* le résultat d'une addition d'expositions individuelles à des risques de contrepartie. La réduction du risque systémique implique à la fois une approche collective et institutionnelle, mais aussi en amont une approche "individuelle". Plus l'exposition initiale est maîtrisée et moins celle-ci est susceptible de périlcliter en risque systémique. Dès lors, si tous les risques de contrepartie sont mieux maîtrisés individuellement au niveau de chaque transaction, alors ils ont moins de chance de se propager et d'alimenter un risque systémique. Par conséquent, l'identification des outils de gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré participe à améliorer la maîtrise de l'exposition subie au titre de chaque transaction et favorise ainsi la prévention du risque systémique.

18.1. – Méthodes de la recherche – Afin d'identifier l'ensemble des outils de gestion présents en matière de dérivés de gré à gré, diverses ressources sont à notre disposition.

On peut d'abord mobiliser des ressources législatives et réglementaires qui ont été adoptées au niveau européen et national. Au titre des différents textes régissant la matière des dérivés de gré à gré, précisons que le règlement EMIR, ainsi que ses nombreux règlements délégués, constituent une source importante de renseignements. Cette réglementation, adoptée au lendemain de la crise financière de 2008, a en effet pour objet le sujet de la gestion des risques de contrepartie et systémique des dérivés de gré à gré. Ces textes viennent encadrer et parfois imposer de nombreux outils de gestion de risques qui seront donc étudiés. Au-delà de ces éléments textuels, la jurisprudence pourra aussi nous fournir certains enseignements tirés du contentieux – croissant – relatif aux produits dérivés.

produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Commission européenne", COM (2010) 484 final – 2010/0250 (COD), (2011/C 54/14), JOUE n° C54 du 19 février 2011, §5.1, p. 46, (https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2011.054.01.0044.01.FRA&toc=OJ:C:2011:054:TOC).

⁶² En ce sens : « *Les établissements qui participent aux marchés de produits dérivés peuvent se protéger contre les risques auxquels ils sont exposés, c'est-à-dire "couvrir" ces risques, en utilisant des produits dérivés. Cependant, si les risques sont couverts sur des marchés OTC, il est difficile pour les participants au marché et pour les autorités de surveillance de déterminer si les risques sont effectivement couverts, vu l'absence d'informations publiques fiables à propos de ces marchés. (...) En résumé, lors de la conclusion d'un contrat OTC, il est difficile d'évaluer le risque qu'une contrepartie fasse défaut. Sur des marchés financiers fortement interconnectés, cette évaluation nécessiterait en principe que chaque participant à un marché ait une bonne connaissance de tous les autres participants. Étant donné que, sur ces marchés OTC, peu d'informations sont publiques, cette connaissance y est incomplète. (...) En résumé, la crise a montré que les produits dérivés en général, et les CDS en particulier, avaient créé un réseau de dépendances mutuelles difficile à comprendre, à démêler, et à maîtriser immédiatement après une défaillance. La crise a donc fait apparaître que les caractéristiques des marchés de produits dérivés OTC (nature privée des contrats dont peu d'informations sont divulguées, réseau complexe de dépendances mutuelles, difficulté d'établir la nature et le niveau des risques) accroissaient l'incertitude en période de tensions sur les marchés, et faisaient donc peser des risques sur la stabilité financière.* ». – Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §2.3 et §2.4.

On exploitera également les sources contractuelles disponibles en la matière. Les opérations sur dérivés de gré à gré se négocient sous l'égide de conventions-cadres élaborées par des associations professionnelles dont notamment l'ISDA et la FBF⁶³. Ces supports contractuels seront très utiles à notre étude, en ce sens qu'ils assurent le déploiement des principaux outils de gestion des risques utilisés entre les parties (mécanismes de résiliation-compensation, d'échange d'actifs, etc.). Nous verrons que ces supports restent néanmoins vulnérables aux risques juridiques – traditionnels – de nullité, de validité ou encore d'inefficacité.

On a enfin pu accéder à d'importantes ressources professionnelles. Ont ainsi servi à notre étude : des travaux, communications et autres éléments documentaires fournis par les associations professionnelles (ISDA et FBF) à leurs adhérents ; des outils juridiques et financiers internes utilisés par les établissements de crédit qui négocient des opérations sur dérivés de gré à gré ; des travaux de place ; des opinions juridiques ("*legal opinions*") émises par les cabinets d'avocats ainsi que leurs "formations" pouvant être assurées. Ces ressources professionnelles, par leur technicité et leur praticité, seront très précieuses pour mener notre analyse.

19. – Problématiques – Les autorités ont donc mis en place progressivement une réglementation pour limiter le risque de contrepartie. Cette étude tend évidemment à présenter comment s'organise la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré et à analyser les techniques organisées qui vont prendre place entre les parties à une opération sur dérivés. Mais elle vise surtout à appréhender l'efficacité de ces réglementations et des techniques mises en place dans la pratique. En clair, les outils de gestion des risques suffisent-ils à éradiquer le risque de contrepartie associé aux produits dérivés ? L'approche juridique choisie pour mener cette analyse permet d'apprécier le risque de contrepartie dans sa composante juridique et de ne pas se limiter à une appréhension financière du risque.

20. – Ces réflexions nous conduiront à tenter de "théoriser" les différentes méthodes de gestion du risque de contrepartie. On verra notamment que la gestion du risque de contrepartie n'a pas pour objet l'évènement – en tant que tel – dont résulte le risque mais uniquement les conséquences de sa réalisation⁶⁴. Le risque de contrepartie se manifeste

⁶³ Il s'agit là des deux conventions les plus utilisées en France. Ces deux conventions sont respectivement élaborées par les associations professionnelles américaine ("*International Swaps and Derivatives Association*") et française ("*Fédération Bancaire Française*").

⁶⁴ Le risque de contrepartie est inhérent à tout rapport juridique – tel qu'un contrat – source d'engagement(s) pour l'une ou l'ensemble des contrepartie(s). Ce risque "naît" en même temps que l'engagement auquel il est

différemment tout au long de l'exécution du contrat financier jusqu'au recouvrement définitif des créances (contractuelles et extracontractuelles). Aussi recouvre-t-il toute une palette de situations selon que l'événement de défaut a eu lieu ou non, et la gestion de ce risque vient "répliquer" l'évolution de l'exposition au risque de contrepartie. On verra que les outils de gestion des risques déployés par les parties n'ont pas tous les mêmes effets et que le risque de contrepartie peut être limité, transféré, mutualisé ou même réalisé. Concrètement, dans l'industrie financière, les juristes investissent beaucoup de temps à chercher à identifier les risques afférents à toutes les opérations qu'ils suivent et à toutes les réglementations dont ils doivent accompagner la mise en œuvre pour leur établissement. Nous démontrerons que chaque outil engendre néanmoins d'autres risques, de sorte que la lutte contre les risques attachés aux dérivés relève du mythe de Sisyphe.

21. – L'analyse des méthodes de gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré conduit à démontrer qu'elles participent bien à la limitation du risque de contrepartie (Première partie), sans pour autant empêcher la subsistance de risques attachés à la contrepartie (Seconde partie).

attaché. Il ne peut en être supprimé. Bien que la limitation de ce risque puisse intervenir en amont, concomitamment, ou *a posteriori* de sa naissance, il n'empêche que ce risque existe – en tant que tel – quoi qu'il arrive. Ainsi, un rapport juridique source d'engagement(s) ne peut "naître" sans risque de contrepartie. Il est seulement possible qu'un tel rapport naisse avec un risque de contrepartie dont la potentielle réalisation est d'ores et déjà maîtrisée ou limitée. Plus exactement, il est impossible de faire en sorte qu'une contrepartie ne se retrouve jamais dans l'impossibilité d'honorer ses engagements (événement du risque) ; il est seulement possible de s'efforcer que cette défaillance n'ait aucune conséquence, ou le moins possible, pour la contrepartie (réalisation du risque).

Partie I

La limitation du risque de contrepartie

22. – La gestion du risque de contrepartie a récemment connu une énorme évolution en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré. Cette évolution est principalement due à des "innovations" apportées par la réglementation européenne et nationale *post* crise financière de 2008. Celle-ci conduit désormais à distinguer les techniques de gestion des risques qui sont à la libre disposition des parties (Titre I) de celles qui leur sont imposées (Titre II).

Titre I

Des techniques à la libre disposition des parties

23. – Les parties à une opération sur dérivés recourent à une grande variété de techniques d'atténuation du risque de contrepartie. Ces techniques se différencient tant par les mécanismes juridiques mis en œuvre que par la façon dont est combattue l'exposition au risque de contrepartie. Malgré cette hétérogénéité, on peut néanmoins distinguer les techniques qui tirent leur force de la loi (Chapitre 1) des techniques contractuelles, qui viennent *in fine* servir l'action des techniques légales (Chapitre 2).

Chapitre 1 – Les techniques d'origine légale

24. – Bien que l'on parle ici de techniques d'origine légale, le législateur n'a pas créé *per se* des techniques de limitation du risque de contrepartie. Il vient en revanche offrir un régime juridique protégeant l'efficacité de certaines des techniques utilisées par les parties. C'est donc le régime légal en tant que tel qui constitue la technique d'atténuation du risque de contrepartie. On présentera d'abord les techniques bénéficiant du régime légal (Section 1), pour se pencher ensuite l'efficacité extraterritoriale de ce régime (Section 2).

Section 1 – Présentation des techniques légales

25. – Les opérations sur dérivés bénéficient d'un régime juridique dérogatoire consenti par le législateur qui se révèle très avantageux à l'égard du risque de contrepartie. Le

caractère dérogatoire de ce régime se manifeste tant au niveau du mécanisme de résiliation-compensation (§1) que des garanties financières (§2).

§1. La résiliation-compensation

26. – Mécanisme légal – On ne peut évoquer la question du risque de contrepartie en matière de produits dérivés sans parler du célèbre mécanisme de résiliation-compensation, plus connu sous son nom anglo-saxon de "*close-out netting*".

Historiquement, c'est « *au cours des années quatre-vingt-dix, [que] le législateur est intervenu plusieurs fois pour neutraliser l'effet d'une procédure collective sur la compensation (...) en matière financière* »⁶⁵. Le mécanisme de résiliation-compensation a été consacré par la loi du 31 décembre 1993⁶⁶, puis renforcé par la loi du 2 juillet 1996⁶⁷. Il figurait initialement à l'article L.431-7 du Code monétaire et financier. Ce mécanisme est désormais prévu à l'article L.211-36-1, I du Code monétaire et financier qui dispose que « *les conventions relatives aux obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36 sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables entre toutes les parties. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* ».

La notion de *close-out netting* ne peut être analysée comme l'application du seul mécanisme de compensation entendu dans son acception civiliste⁶⁸. En effet – à la lecture du texte susmentionné – il appert que le *close-out netting* se décompose en trois "étapes"⁶⁹ : la résiliation d'une convention relative à des obligations financières (telles que des opérations sur dérivés) ; la compensation de l'ensemble des dettes et créances entre les parties qui sont afférentes à cette convention ; l'établissement d'un solde unique à l'issue d'un calcul. Reste désormais à déterminer la nature juridique de chacune de ces étapes.

⁶⁵ M. Roussille, « *La compensation multilatérale* », Nouvelle Bibliothèque de thèses, Dalloz, 2006, §935, p.399.

⁶⁶ Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers, NOR : ECOX9300149L – <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000361988&categorieLien=cid>.

⁶⁷ Loi n°96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, NOR : ECOX9500164L – <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000193847&categorieLien=cid>.

⁶⁸ Tel que régi par les articles 1347 et s. du Code civil.

⁶⁹ Si nous distinguons pour notre part les trois étapes que sont la résiliation, la compensation et l'établissement du solde ; il est intéressant de relever que, concernant le mécanisme du *close-out netting*, le Professeur Antoine Gaudemet distingue également « *trois opérations successives* » mais préfère viser le procédé de "l'évaluation des contrats" plutôt que celui de l'établissement du solde (En ce sens : « *Ce mécanisme comporte trois opérations successives : la résiliation des contrats en cours, leurs évaluations et la compensation des obligations qui en résultent* » – A. Gaudemet, Thèse préc., §461, p. 276).

27. – Résiliation des contrats en cours – Concernant l'étape de la résiliation d'une convention relative à des obligations financières, le procédé ici mis en œuvre est de nature contractuelle et consiste – ni plus ni moins – en une clause de résiliation anticipée insérée au sein d'une convention-cadre d'opérations sur dérivés. La résiliation ainsi mise en œuvre peut être automatique ou soumise à notification, selon les dispositions prévues entre les parties. Certains auteurs s'étaient interrogés sur la pertinence de l'expression de résiliation contractuelle⁷⁰. Pour autant, la documentation de place – et tout spécialement les conventions ISDA et FBF⁷¹ – parle sans équivoque de "résiliation"⁷². Aussi, on partage avec le Professeur Gaudemet l'idée que la référence explicite au terme "résiliation" au sein de la documentation contractuelle emporte la conviction selon laquelle « *les parties manifestent leur volonté d'anéantir les contrats qu'elles ont conclu pour l'avenir seulement, sans remettre en cause leur exécution passée* »⁷³. D'ailleurs, le législateur précise lui-même – lorsqu'il évoque le mécanisme du *close-out netting* – que les conventions sont « *résiliables* »⁷⁴.

28. – La clause de résiliation-anticipée étant insérée au niveau d'une convention-cadre, la résiliation qui résulte de sa mise en œuvre va concerner l'ensemble des opérations régies par celle-ci. Le périmètre de la clause de résiliation anticipée est effectivement équivalent à celui de la convention-cadre. La réalisation de la clause de résiliation anticipée est conditionnée par l'avènement de l'un des événements définis contractuellement entre les parties. À ce titre, la définition de ces événements est l'un des principaux points d'attention lors de la négociation

⁷⁰ D'autres qualifications ont pu être avancées telles que la "résolution" ou encore la "déchéance de terme". À titre d'illustration voir : « *Le close out netting assure (...) une sécurisation par la compensation, qui présente toutefois la particularité d'être provoquée par la résiliation des opérations. Que faut-il entendre par là ? Est-ce une résiliation du contrat ? (...) Il faut considérer que la qualification dépend de l'opération initiée. S'il s'agit d'un contrat à exécution successive, il y a résiliation du contrat. Dans le cas, en revanche, d'un contrat engendrant des obligations affectées d'un terme la qualification de déchéance du terme s'impose* » – D. Robine, « *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives* », Bibliothèque de droit privé, t. 400, LGDJ, 2003, §449, p. 245 ; Voir également sur ces qualifications alternatives : A. Gaudemet, Thèse préc., §464, p. 278 et 279.

⁷¹ Il s'agit là des deux conventions les plus utilisées en France. Ces deux conventions sont respectivement élaborées par les associations professionnelles américaine ("*International Swaps and Derivatives Association*") et française ("*Fédération Bancaire Française*"). À titre d'indication, de nombreuses autres conventions de place peuvent être utilisées en Europe telles que la convention espagnole CMOF ("*Contrato Marco de Operaciones Financieras*") élaborée par l'association professionnelle espagnole "*Asociación Española de Banca*", ou encore la convention allemande dite "DRV" ("*Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte*") pour ne citer qu'elles.

⁷² L'article 7 de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme (version 2013) parle effectivement de "*résiliation des transactions*", à l'instar de l'article 6 du 2002 *Master Agreement* qui fait référence à une "*early termination*" (signifiant littéralement "résiliation anticipée").

⁷³ A. Gaudemet, Thèse préc., §464, p. 278.

⁷⁴ Art. L.211-36-1, I du Code monétaire et financier : « *Les conventions relatives aux obligations financières (...) sont résiliables* ».

précontractuelle entre les parties⁷⁵. Précisons simplement que ces évènements peuvent être nombreux et divers⁷⁶.

29. – Compensation et établissement du solde – Une fois la résiliation intervenue, le mécanisme du *close-out netting* consiste à mettre en œuvre une compensation en vue de l'établissement d'un solde net unique⁷⁷. Étant précisé que – là encore – le périmètre de cette compensation est identique à celui de la convention-cadre et s'étend par conséquent à l'ensemble des opérations qu'elle régit⁷⁸. Certains auteurs ont pu s'interroger sur la pertinence de la qualification de "compensation" à l'égard du mécanisme du *close-out netting*⁷⁹. Or, l'enjeu attaché à cette qualification tient à la nature juridique du solde de résiliation qui en résulte. Afin de pouvoir déterminer la qualification adéquate, il est important d'analyser le procédé mis en œuvre par le mécanisme du *close-out netting*.

⁷⁵ En ce sens, voir : « *La résiliation demeure une faculté contractuelle. Il convient, donc, que la convention des parties la prévoit et détermine de façon claire et précise les événements qui permettent de la mettre en œuvre. Ainsi, dans une affaire où la convention autorisait la résiliation en cas d'ouverture d'une "procédure de redressement judiciaire ou de toute procédure équivalente" mais qui ne visait pas la sauvegarde, une cour d'appel a estimé que les parties avaient entendu limiter les cas de défaut aux procédures supposant l'impossibilité pour le débiteur de faire face à ses engagements et donc que la clause ne pouvait jouer en cas de sauvegarde (CA Paris, 21 juin 2011, n° 10/20873, SA Crédit du Nord c/ SCP Angel Hazane : JurisData n° 2011-020167 ; BRDA 18/2011, n° 7).* » – F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §84.

⁷⁶ En pratique, la convention-cadre FBF distingue traditionnellement deux catégories d'évènements : les "cas de défaillance" ("*events of default*" sous ISDA) d'une part, et les "circonstances nouvelles" ("*termination events*" sous ISDA) d'autre part. La première catégorie regroupe tout manquement contractuel ou plus généralement tout événement qui préfigure la défaillance de l'une des parties (ex : inexécution d'un paiement ou d'une livraison, l'ouverture d'une procédure de liquidation amiable ou de toute autre procédure équivalente, etc.). La seconde catégorie vise quant à elle les évènements extérieurs aux parties qui sont susceptibles de dégrader la situation économique et financière d'une des parties (ex : entrée en vigueur d'une nouvelle loi ou réglementation, fusion entre sociétés, etc.).

⁷⁷ Précisons que sous convention FBF ce solde net unique se nomme "Solde de Résiliation" et "*Early Termination Amount*" sous convention ISDA.

⁷⁸ Nous envisagerons plus loin dans nos développements (voir *infra* §107 et s. et §132 et s.) l'hypothèse dite du "*global netting*" consistant dans la compensation entre plusieurs soldes de résiliation calculés en application de plusieurs conventions-cadres distinctes.

⁷⁹ Certains auteurs ont notamment avancé l'idée que sous convention ISDA, les parties exprimaient leur consentement à ce que le solde de résiliation constitue une créance nouvelle. Pour cette raison, le mécanisme du *close-out netting* s'analyserait plus comme une novation conventionnelle. En ce sens : « *Le netting ne correspond pas, à proprement parler, à une qualification juridique spécifique ou une convention nommée du droit français. S'il peut désigner une compensation au sens des articles 1347 et suivants du Code civil, il englobe également divers mécanismes juridiques permettant la détermination d'un solde net des créances réciproques afférentes à un ensemble d'opérations financières entre deux ou plusieurs parties. Ainsi, les conventions-cadres soumises aux droits anglais ou américain recourent au système de novation (S. Mouy, Contrats cadres de swap et ratio de solvabilité : Banque 1989, p. 1048 s.) selon lequel toutes les créances réciproques pour une échéance donnée sont réputées immédiatement éteintes et remplacées par une seule créance nouvelle correspondant au solde. Si les parties ont clairement exprimé leur volonté que le solde constitue une créance nouvelle, il ne peut s'agir d'une compensation car, dans cette hypothèse, le solde correspondrait à la fraction de la créance de plus fort montant. Il s'agit, au contraire, d'une novation conventionnelle comportant extinction de deux créances réciproques et création d'une nouvelle à concurrence du solde.* » – F. Auckenthaler, *op. cit.*, §71.

30. – Tout d’abord, chaque opération résiliée est évaluée de manière à déterminer une "valeur de remplacement"⁸⁰. Cette valeur de remplacement correspond – pour la partie n’étant pas à l’origine de la résiliation anticipée – au profit ou à la perte⁸¹ résultant de la résiliation d’une opération donnée. L’évaluation de ce profit ou de cette perte s’effectue conformément à un calcul déterminé contractuellement entre les parties⁸². Précisons d’une manière générale que le profit ou la perte subi(e) est en fonction du montant qu’un intervenant de marché serait prêt à verser ou à recevoir s’il devait reprendre l’intégralité des droits et obligations financiers de la partie concernée à compter de la résiliation de la transaction.

Par la suite, c’est précisément sur la totalité de ces valeurs de remplacement que va porter la compensation.

Enfin, cette compensation donne lieu à l’établissement d’un solde net de résiliation.

31. – Le fait que la compensation porte sur ces valeurs de remplacement fait dire à certains auteurs que « *d’un strict point de vue du droit français, c’est (...) abusivement que l’on parle de "compensation" pour décrire le close-out netting. En effet, il ne consiste en réalité qu’à agréger entre elles des valeurs de remplacement d’opérations en cours. (...) les valeurs de remplacement ne font à aucun moment, en tant que telles, et prises individuellement, l’objet d’une obligation de paiement. En ce sens, le terme de compensation est impropre, puisqu’il ne s’agit pas d’un mode d’extinction de dettes réciproques. Le close-out netting est plus exactement un mécanisme d’indemnisation contractuelle. En d’autres termes, il permet de fixer contractuellement les modalités d’évaluation du préjudice global résultant pour l’une et l’autre des parties de la résiliation anticipée de leur convention* »⁸³.

⁸⁰ Le terme de "valeur de remplacement" est celui utilisé sous convention FBF. Sous convention ISDA on parle de "Close-out Amount". Précisons également que la résiliation de chaque transaction donne également lieu à la détermination d’autres montants visant à valoriser les différents coûts induits par la résiliation-anticipée (ex : sous FBF on parle de "Montant Dû" ou encore de "Coûts de Liquidité").

⁸¹ La valeur de remplacement est affectée d’un signe négatif lorsqu’elle est au profit de la partie en charge du calcul (c’est-à-dire celle ne subissant pas l’événement déclencheur de la résiliation anticipée), et d’un signe positif lorsqu’elle est à la perte de la partie en charge du calcul (cf. la définition de "Valeur de Remplacement" dans l’article 3 de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme (version 2013)).

⁸² À titre d’illustration, sous FBF le calcul pour déterminer la valeur de remplacement s’effectue – au choix – de l’une des manières suivantes : « (i) sur la moyenne arithmétique de cotations fournies par au moins deux (2) intervenants de marché de premier rang, ces dernières étant choisies par la ou les Parties en charge du calcul et permettant d’exprimer le montant que l’intervenant de marché verserait ou recevrait à la Date de Résiliation s’il devait reprendre l’intégralité des droits et obligations financiers de l’autre Partie à compter de cette date au titre de la Transaction concernée, et/ou (ii) sur la moyenne arithmétique de données de marché disponibles et sélectionnées par la ou les Parties en charge du calcul, via des bases de données publiées par au moins deux (2) tiers et couramment utilisées par les intervenants de marché pour établir leur propre cotation ou valorisation. » – Art. 3 de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme (version 2013).

⁸³ A. Caillemer du Ferrage, « *Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l’article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n°79, Septembre-Octobre 2001, §7.

Bien que nous partagions cette idée que le *close-out netting* intègre un "mécanisme d'indemnisation contractuelle", nous n'en tirons néanmoins pas les mêmes conséquences. En effet, nous pensons également que les valeurs de remplacement ont bel et bien une fonction indemnitaire en ce qu'elles visent à valoriser (conformément à une méthodologie contractuelle) le préjudice subi par chacune des parties résultant de la résiliation anticipée. Or, c'est précisément ce processus d'indemnisation qui permet de donner naissance à de véritables dettes et créances entre les parties. Ainsi, chaque valeur de remplacement correspond *in fine* à une créance ou à une dette d'indemnités d'origine contractuelle – au profit ou au débit de l'une des parties – et pouvant à ce titre bénéficier du mécanisme de la compensation⁸⁴. Peu importe le terme de "valeur de remplacement" utilisé contractuellement entre les parties, la compensation mise en œuvre par le *close-out netting* porte bien en réalité sur de véritables dettes et créances d'origine contractuelle. C'est d'ailleurs selon nous la raison pour laquelle les "principes généraux" de la convention-cadre FBF ne parlent que de "dettes et créances"⁸⁵, tout comme le législateur lui-même⁸⁶.

32. – Par conséquent – et indépendamment du fait que la compensation mise en œuvre soit précédée d'une résiliation contractuelle – le *close-out netting* intègre bien selon nous un mode d'extinction de dettes et créances réciproques à due concurrence, correspondant ainsi à un

⁸⁴ Cette analyse correspond également à celle du Professeur Gaudemet pour qui « *les contrats résiliés sont "évalués" à leur "valeur de remplacement". Après quoi, chacune de ces valeurs est affectée d'un signe positif ou négatif pour en faire autant de créances et de dettes entre les parties, qui ont vocation à être compensées dans un solde unique. (...) Ces dettes et créances correspondent aux préjudices causés à chacune des parties par la résiliation avant terme de leurs contrats. Il ne s'agit ni plus ni moins que des indemnités contractuelles de rupture des contrats résiliés. Lorsque le résultat potentiel d'un contrat était à l'avantage d'une partie au jour de la résiliation, sa disparition lui cause un préjudice (la perte d'un gain probable) que mesure le coût de remplacement de ce contrat aux conditions du marché. Lorsque, au contraire, le résultat potentiel d'un contrat était désavantageux pour une partie, sa disparition lui procure un avantage : elle échappe à une perte probable. C'est ce processus de liquidation des indemnités contractuelles de rupture qu'exprime la "valeur de remplacement" des contrats résiliés* » – A. Gaudemet, *Thèse préc.*, §465, p. 279.

⁸⁵ Art. 1 (iii) de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme (version 2013) : « *Les principes généraux de la Conventions sont les suivants : (...) (iii) la défaillance de l'une des Parties donne le droit à l'autre Partie (...) de résilier l'ensemble des Transactions régies par la Convention, de compenser les dettes et créances réciproques y afférentes et d'établir un Solde de Résiliation à recevoir ou à payer* ».

⁸⁶ Art. L.211-36-1, I du Code monétaire et financier : « *Les conventions relatives aux obligations financières (...) sont résiliables, et les dettes et créances y afférentes sont compensable entre toutes les parties. (...)* ».

mécanisme de compensation à proprement parler⁸⁷, au même titre que la compensation multilatérale ou bilatérale⁸⁸.

33. – Fort de cette analyse, reste la question de savoir s'il s'agit ici d'une compensation légale ou conventionnelle. Le fait que le procédé de compensation, mis en œuvre par le *close-out netting*, prenne place au sein de convention-cadre plaide naturellement en faveur de l'idée que l'on est en présence d'une compensation conventionnelle⁸⁹. Certains auteurs ont néanmoins avancé l'idée que la qualification à retenir à l'égard de la compensation mise en œuvre au sein du *close-out netting* serait plutôt celle de la compensation légale. La raison de cette analyse tient au constat que les valeurs de remplacement faisant l'objet de la compensation sont des dettes et créances parfaitement « *récioproques, liquides, fongibles et exigibles* »⁹⁰, et donc à ce titre éligibles à la compensation légale⁹¹.

Bien que les conditions d'application de la compensation légale nous paraissent également réunies à l'égard de ces dettes et créances, il nous semble néanmoins que la compensation ici mise en œuvre devrait pourtant être qualifiée de "conventionnelle" en raison des modalités contractuelles qui gouvernent l'établissement du solde. En effet, le solde unique de résiliation est certes le résultat de la compensation opérée à l'égard des dettes et créances entre les parties, mais son établissement se fait conformément à un calcul convenu contractuellement entre les parties⁹².

⁸⁷ La compensation pouvant être analysée comme un « *double paiement en sens opposé* » – J-P. Sortais, note sous Cass. com., 19 déc. 1989 : JurisData n° 1989-004021 ; JCP E 1990, 19560 ; Bull. civ. 1989, IV, n° 327 ; D. 1991, jurispr. p. 60.

⁸⁸ Dans le même sens : « *il faut constater (...) que le close-out netting n'est différent de la compensation multilatérale ou bilatérale qu'en ce qu'il suppose au préalable une résiliation des opérations. Il s'agit d'une "compensation provoquée"*. » – D. Robine, Thèse préc., §451, p. 246.

⁸⁹ En ce sens : « (...) *dans la mesure où le mécanisme de compensation des conventions-cadres peut être qualifié de compensation conventionnelle (...)* ». – F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §88.

⁹⁰ En ce sens : « *Lorsque les indemnités de rupture des contrats résiliés ont été liquidées, leur compensation peut enfin s'opérer : les dettes d'indemnité sont récioproques, liquides, fongibles et exigibles. En droit français, c'est donc la compensation légale de l'article 1290 du code civil [ndlr : aujourd'hui art. 1347] qui s'applique.* » – A. Gaudemet, Thèse préc., §467, p. 281.

⁹¹ Avant la réforme des obligations opérée en 2016, la compensation légale avait « *lieu de plein droit, par la seule force de la loi, même à l'insu des débiteurs* » (ancien art. 1290 du Code civil). Le Professeur Gaudemet avait par conséquent estimé que : « *Si bien qu'il ne paraît pas même nécessaire de stipuler contractuellement l'agrégation des valeurs de remplacement des contrats résiliés, comme le font ordinairement les conventions-cadre de dérivés, sinon pour délimiter le champ de la compensation à opérer* » (A. Gaudemet, Thèse préc., §467, p. 281). Ce raisonnement n'est cependant plus d'actualité aujourd'hui. En effet depuis la réforme du droit des obligations, l'art. 1147 du Code civil dispose que la compensation légale « *s'opère, sous réserve d'être invoquée, à due concurrence, à la date où ses conditions se trouvent réunies* ». Dès lors, quand bien même la compensation mise en œuvre par le *close-out netting* serait bel et bien légale, il serait préférable désormais pour les parties de conserver ces clauses permettant d'invoquer expressément le bénéfice de la compensation légale.

⁹² À titre d'illustration, sous FBF le calcul pour déterminer le solde de résiliation s'effectue de la manière suivante : « *Afin de déterminer le Solde de Résiliation pour l'ensemble des Transactions résiliées, la Partie en*

34. – Pour résumer, le *close-out netting* doit s’analyser – en droit français⁹³ – comme un mécanisme juridique *ad hoc* dont l’objet consiste à mettre en œuvre deux mécanismes contractuels de droit commun que sont la clause de résiliation anticipée et la compensation conventionnelle. En revanche, l’établissement du solde n’est pas selon nous un mécanisme juridique composant le *close-out netting* en tant que tel. Le solde net de résiliation est simplement le résultat d’une compensation conventionnelle, conformément à une méthodologie contractuelle de calcul. Ce solde constitue par conséquent une simple créance d’origine contractuelle, faisant l’objet à ce titre d’une obligation de paiement.

35. – Régime exorbitant du droit des faillites – Au-delà de sa qualification juridique, le *close-out netting* intéresse la gestion du risque de contrepartie en raison du régime juridique qui lui est attaché. En effet, le législateur reconnaît un caractère dérogoire au *close-out netting* puisque les dispositions du Livre VI du Code de commerce ainsi que celles régissant toute procédure judiciaire ou amiable équivalente ouverte sur le fondement de droits étrangers⁹⁴ ne peuvent y faire obstacle. Le régime exorbitant dont bénéficie le *close-out netting* permet d’assurer l’efficacité de la résiliation-compensation en dépit de l’ouverture d’une quelconque procédure collective (règlement amiable, sauvegarde ou redressement judiciaire). Il permet également de déroger au pouvoir de l’administrateur judiciaire d’exiger la poursuite des contrats en cours⁹⁵ et au principe du maintien du terme des créances non échues⁹⁶. Cela permet d’éviter enfin « *le risque dit "de cherry picking", consistant pour*

charge du calcul déduira alors du total (i) des Valeurs de Remplacement affectées d’un signe positif, (ii) des Montants Dus par l’autre Partie et (iii) de ses Coûts de Liquidité, le total des (i) Valeurs de Remplacement affectées d’un signe négatif, (ii) des Montants Dus par elle et (iii) de ses Gains de Liquidité. Cette différence (positive ou négative) sera le Solde de Résiliation. » – Art. 8.1.2 de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme (version 2013).

⁹³ Précisons qu’en droit anglais ou américain, le mécanisme du *close-out netting* sous convention ISDA tendrait selon certains auteurs à être qualifié juridiquement de novation. En ce sens : « *les conventions-cadres soumises aux droits anglais ou américain recourent au système de novation (S. Mouy, Contrats cadres de swap et ratio de solvabilité : Banque 1989, p. 1048 s.) selon lequel toutes les créances réciproques pour une échéance donnée sont réputées immédiatement éteintes et remplacées par une seule créance nouvelle correspondant au solde.* » – F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §71.

⁹⁴ Art. L.211-40 du Code monétaire et financier : « *Les dispositions du livre VI du code de commerce, ou celles régissant toutes procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers, ne font pas obstacle à l’application des dispositions de la [section relative aux règles communes applicables aux opérations sur instruments financiers]* » ; Art. L211-36-1 II du Code monétaire et financier : « *Toute opération de résiliation, d’évaluation ou de compensation faite en raison d’une procédure civile d’exécution ou de l’exercice d’un droit d’opposition est réputée être intervenue avant cette procédure* ».

⁹⁵ Pouvoir résultant de l’art. L. 622-13 du Code de commerce.

⁹⁶ Principe résultant de l’art. L. 622-29 du Code de commerce.

l'administrateur à exécuter les conventions favorables à l'entreprise en redressement et à dénoncer les autres »⁹⁷.

En plus du caractère exorbitant du droit des faillites, ce régime reconnu par le législateur permet aux parties de se trouver « *dispensées d'établir la connexité entre lesdites obligations qui peuvent provenir de conventions distinctes, en cas d'ouverture d'une procédure collective contre l'une d'entre elles* »⁹⁸, mais également « *d'éviter l'écueil de la nullité de la compensation opérée pendant la période suspecte* »⁹⁹.

36. – Outil de limitation du risque de contrepartie – Le mécanisme du *close-out netting* constitue *in fine* un important outil de limitation du risque de contrepartie et ce à différents niveaux.

D'abord, en assurant la résiliation-anticipée malgré l'ouverture d'une procédure collective, ce mécanisme permet à une contrepartie de mettre fin à une relation contractuelle dont la contrepartie se verrait affectée par des évènements de défauts (et donc de voir son exposition au risque de contrepartie potentiellement augmenter).

Le mécanisme permet également « *aux parties qui ont conclu plusieurs dérivés de ramener le risque de contrepartie existant entre elles du montant brut de leurs engagements à un solde net de compensation* »¹⁰⁰. Autrement dit, ce mécanisme permet *in fine* de réduire l'exposition finale au risque de contrepartie.

37. – C'est également à ce titre que le mécanisme du *close-out netting* participe – plus généralement – à la lutte contre le risque systémique. Il évite en effet que les difficultés rencontrées par une contrepartie à une opération sur dérivés affectent pleinement l'autre partie et provoquent un potentiel effet domino envers d'autres acteurs du marché. Cet enjeu attaché

⁹⁷ F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §83.

⁹⁸ S. Praicheux, « *Instruments financiers à terme* », Répertoire de droit des sociétés, Mai 2009 (actualité : janvier 2015), §116 ; Dans le même sens : « *Le mécanisme de l'article L. 211-36-1, I et II, du Code monétaire et financier permet en premier lieu d'éviter à la partie souhaitant compenser après le jugement d'ouverture d'avoir à démontrer que les créances réciproques présentent le caractère de connexité exigé par l'article L. 622-7 du Code de commerce. La jurisprudence (...), puis la loi (...), exigent, en effet, pour valider la compensation des créances nées antérieurement au jugement d'ouverture que celles-ci soient connexes, c'est-à-dire issues du même contrat ou comprises dans un rapport économique global (...). Cette condition de connexité aurait sans doute été remplie, s'agissant d'opérations de même nature régies par une convention-cadre. La question pouvait, en revanche, se poser pour des créances afférentes à des opérations de nature différente ou régies par des conventions-cadres distinctes. La loi offre donc l'avantage d'éviter tout risque de contestation sur ce point.* » – F. Auckenthaler, *op. cit.*, §88.

⁹⁹ F. Auckenthaler, *op. cit.*, §88.

¹⁰⁰ A. Gaudemet, Thèse préc., §459, p. 275.

au *close-out netting* nous fait d'ailleurs penser que ce mécanisme pourrait légitimement présenter un caractère d'ordre public¹⁰¹.

38. – En dépit de ces avantages, le mécanisme du *close-out netting* vient uniquement limiter le risque de contrepartie mais « *n'élimine jamais entièrement le risque de contrepartie. La compensation (...) permet d'éteindre deux créances réciproques à concurrence de la plus faible d'entre elles. Le risque de contrepartie n'est donc pas éliminé, mais simplement ramené au montant du solde potentiel de compensation. En cas de défaillance de l'une des parties, la liquidation du solde de résiliation va "cristalliser" le risque de contrepartie au jour de la résiliation* »¹⁰². Bien que limité, il reste donc un "résidu" du risque de contrepartie.

39. – Ce risque de contrepartie cristallisé va néanmoins pouvoir être couvert par le recours aux garanties financières.

§2. Les garanties financières

40. – Faiblesse des sûretés de droit commun – La gestion du risque de contrepartie n'est pas une préoccupation réservée aux opérations sur dérivés. Le droit commun connaît lui aussi un certain nombre de mécanismes visant à atténuer ce risque. Au premier rang de ces mécanismes, on trouve notamment les "sûretés". Mais bien que « *toute sûreté [ait] pour raison d'être le risque d'insolvabilité du débiteur* »¹⁰³, la relative efficacité de ce mécanisme de droit commun – et notamment des sûretés réelles – en cas d'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un débiteur a conduit à s'interroger sur la pertinence d'un régime spécifique aux opérations sur instruments financiers. C'est donc les besoins propres au secteur bancaire et financier à l'égard du droit des sûretés qui ont très tôt justifié la création en France d'un droit "spécifique" en la matière¹⁰⁴ : celui des "garanties financières".

41. – Cadre juridique européen transposé en droit français – Indépendamment de la familiarité du droit français avec ces garanties spécifiques, le législateur européen a décidé

¹⁰¹ Plus loin dans nos développements (voir *infra* §445) nous reviendrons plus en détails sur ce potentiel caractère d'ordre public à l'égard du *close-out netting*.

¹⁰² A. Gaudemet, Thèse préc., §473, p. 285.

¹⁰³ L. Aynes et P. Crocq, « *Les sûretés. La publicité foncière* », LGDJ, 2016, 10^e ed., n° 410.

¹⁰⁴ Voir sur ce sujet : D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §8.

d'y consacrer en 2002 une directive (dite "Collatéral"¹⁰⁵) afin de favoriser « *l'intégration et le fonctionnement au meilleur coût du marché financier ainsi que la stabilité du système financier de la Communauté, et, partant, la libre prestation de services et la libre circulation des capitaux dans un marché unique des services financiers* »¹⁰⁶. À la suite de la transposition en 2005 de cette directive en droit français¹⁰⁷, ainsi que d'une renumérotation du Code monétaire et financier¹⁰⁸, le régime juridique applicable aux garanties financières figure désormais aux articles L.211-36 à L.211-39 dudit Code.

42. – Instauration d'un régime dérogatoire – Le régime spécifique des garanties financières permet aux parties, aux fins de garantir des "obligations financières"¹⁰⁹, de prévoir l'échange d'actifs de diverses natures – à titre de pleine propriété ou de sûreté – « *même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par le livre VI du code de commerce, ou d'une procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ou d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition* »¹¹⁰. Il est également précisé que les dettes et les créances relatives à ces garanties et celles afférentes à ces obligations sont compensables entre elles¹¹¹ à l'instar du mécanisme de résiliation-compensation tel que susvisé.

Ce régime vient donc déroger au droit commun des entreprises en difficulté qui met normalement en concurrence l'ensemble des créanciers d'un débiteur faisant l'objet de l'ouverture d'une procédure collective ou de toute autre procédure équivalente. Or, dans le cadre de ce régime dérogatoire, l'efficacité des garanties financières mises en place par les parties est assurée par le législateur y compris dans un contexte de faillite.

43. – La directive Collatéral¹¹² prévoit également que ce régime dérogatoire des garanties financières à l'égard des procédures collectives a vocation à jouer y compris lorsque la

¹⁰⁵ Directive 2002/47/CE dite "Collatéral" du Parlement Européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, Journal Officiel des Communautés européennes du 26/06/2002 n° L168, p. 43.

¹⁰⁶ Directive Collatéral 2002/47/CE, §3, p. 43.

¹⁰⁷ Cette transposition s'est opérée par l'Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, JORF n°47 du 25 février 2005, NOR : ECOX0400308R, p. 3254, texte n° 40. Voir notamment sur ce sujet : J-J. Daigre, M. Roussille, « *L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières* », Revue Droit et Patrimoine n° 140, 2005, p. 24.

¹⁰⁸ Renumérotation issue de l'Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, JORF n° 0007 du 9 janvier 2009, NOR: ECET0821377R, p. 570, texte n° 4.

¹⁰⁹ Telles que définies par le I) de l'article L.211-36 du Code monétaire et financier.

¹¹⁰ Art. L211-38, I du Code monétaire et financier.

¹¹¹ Art. L211-38, I du Code monétaire et financier.

¹¹² Art. 7 et 8 de la Directive "Collatéral" 2002/47/CE, JOCE du 26/06/2002 n° L168, p. 49.

procédure d'insolvabilité est ouverte dans un autre État membre de l'Union européenne¹¹³. En revanche, l'efficacité de ce régime dérogatoire ne saurait être certaine dans l'hypothèse où la procédure collective serait ouverte dans un État tiers à l'Union européenne. En effet, le droit local de l'État tiers pourrait ne pas connaître un régime dérogatoire équivalent en matière de garanties financières, conduisant *de facto* à des potentielles requalifications juridiques qui annihileraient la validité ou l'efficacité des garanties mises en place par les parties. Ce risque juridique – plus communément appelé "risque pays" par les opérationnels – est inhérent aux opérations internationales et se voit limité par le recours à des audits juridiques que l'on étudiera plus loin dans nos développements¹¹⁴.

44. – Régime dérogatoire à l'origine d'une limitation du risque de contrepartie – Le régime légal dérogatoire attaché aux garanties financières se combine avec le "processus" de limitation du risque de contrepartie entamé par le mécanisme susvisé de *close-out netting*. En effet, la résiliation-compensation permet assurément de mettre fin à une relation contractuelle et de dégager par compensation une créance globale à hauteur d'un solde unique ; mais il reste encore à pouvoir appréhender efficacement cette créance compensée (solde de résiliation unique). Or, du fait que ce solde de résiliation unique constitue une obligation financière éligible au bénéfice des garanties financières, le régime attaché à celles-ci va permettre à la partie créancière du solde de pouvoir réaliser les garanties malgré l'ouverture de procédures collectives et ainsi appréhender efficacement le paiement de la soulte.

On comprend ici que sans ce régime dérogatoire attaché aux garanties financières, le *close-out netting* ne servirait finalement qu'à dégager une créance compensée – certes au lieu et place d'une multitude de créances – mais qui devrait néanmoins être déclarée, et donc mise en concurrence, aux côtés des autres créanciers de la partie défaillante. C'est donc par le concours de ces deux mécanismes – la résiliation-compensation d'une part et le régime dérogatoire des garanties financières d'autre part – que le législateur offre aux parties d'opérations sur dérivés un cadre légal dérogatoire source de limitation du risque de contrepartie.

45. – Périmètre limité du régime dérogatoire – Parce que le régime des garanties financières est dérogatoire au droit commun, son champ d'application est limité.

¹¹³ Certains auteurs notent néanmoins que des disparités dans les champs d'application des droits des États membres sont toujours susceptibles d'exister. En ce sens voir : S. Praicheux, « *Sûretés financières* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, octobre 2010 (actualisation : janvier 2018), § 124.

¹¹⁴ Voir *infra* §52 et s.

D'une part, seules les sûretés réelles mobilières sont susceptibles de constituer des garanties financières¹¹⁵. Le législateur dresse également une liste limitative d'actifs éligibles pouvant constituer une telle garantie et il s'agit des « *instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent* »¹¹⁶. D'autre part, les seules dettes pouvant bénéficier de garanties financières sont les « *obligations financières présentes ou futures* »¹¹⁷. Étant précisé, conformément à l'art. L211-36 du Code monétaire et financier, que ces "obligations financières"¹¹⁸ peuvent résulter d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est une partie "éligible"¹¹⁹; ou de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers lorsque toutes les parties sont – là encore – des entités éligibles; ou enfin de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de paiement ou de règlement et de livraison d'instruments financiers¹²⁰.

46. – Spécificité des garanties financières – L'importance de ce régime dérogatoire peut soulever la question de la spécialité de la notion des garanties financières par rapport à celle des sûretés de droit commun. Certains auteurs contestent le fait qu'une garantie financière corresponde à « *un contrat spécial ou à une sûreté particulière* »¹²¹. Parmi les divers arguments à l'appui de cette conception, il est notamment relevé que la Cour de cassation a déjà eu l'occasion de considérer dans une décision de 2015 que dans le silence de ce régime dérogatoire, le droit commun des sûretés pouvait avoir à s'appliquer¹²². Ce faisant, le régime des garanties financières ne serait donc que dérogatoire au régime de droit commun et non

¹¹⁵ Comme le précise toutefois un auteur, « *l'engagement qui naît d'une sûreté personnelle peut être couvert par une garantie financière.* » – S. Praicheux, « *La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, janvier 2010, dossier 6, §4.

¹¹⁶ Art. L211-38, I du Code monétaire et financier.

¹¹⁷ Art. L211-38, I du Code monétaire et financier.

¹¹⁸ Sur cette notion voir : F. Auckenthaler, « *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 43, 27 Octobre 2005, 1519, §7 et s.

¹¹⁹ Au sens de l'article L211-36-I-1° du Code monétaire et financier, une partie "éligible" signifie un « *établissement de crédit, une société de financement, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre* ».

¹²⁰ Plus exactement un système mentionné à l'art. L330-1 du Code monétaire et financier.

¹²¹ S. Praicheux, « *Sûretés financières* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, octobre 2010 (actualisation : janvier 2018), §100.

¹²² Cass. 1^{ère} civ., 12 Novembre 2015, n° 14-23106 – Comme le rappellent certains auteurs, la Cour de cassation a considéré en l'espèce « *que dans le silence du régime spécial du warrant agricole, le droit commun du gage pouvait être appliqué pour retenir que la sûreté est susceptible d'avoir pour assiette des biens futurs* » (D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Études Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §12).

spécial à ce dernier. Les garanties financières ne constitueraient donc pas une notion nouvelle, spéciale à la notion de sûreté de droit commun.

47. – Pour autant, à défaut de constituer une notion "spéciale" (au sens *per se*), une garantie financière constitue – selon nous – une application "spécifique" (au sens *ad hoc*) de la sûreté de droit commun. Plus exactement encore, une garantie financière n'est certes pas une notion autonome des sûretés de droit commun mais celle-ci en constitue une notion individuelle (particulière) et ce pour trois raisons principales.

La première raison est que son régime est dérogatoire – et ce à plusieurs reprises – au droit commun des sûretés. À ce titre on a vu les droits préférentiels dérogatoires qui sont accordés aux créanciers à l'égard de leurs débiteurs ayant fait l'objet de l'ouverture d'une procédure collective¹²³. Il faut également noter que le régime des garanties financières permet un formalisme simplifié concernant leur constitution et leur réalisation¹²⁴.

La deuxième raison de l'individualité de la notion de garanties financières tient au fait que le champ d'application de son régime dérogatoire est limité – de façon schématique – au secteur bancaire et financier. Nous avons effectivement vu que les obligations financières étaient les seules dettes éligibles au bénéfice de garanties financières.

La troisième et dernière raison tient enfin aux finalités attachées au régime juridique des garanties financières. En effet, la promotion de garanties avec transfert de propriété ou encore l'instauration du droit de réutilisation répondent à la volonté du législateur européen de favoriser la liquidité du marché par une circulation facilitée des actifs. Quant à l'instauration d'un régime dérogatoire à l'égard du droit des entreprises en difficulté, cela participe à un

¹²³ Au titre des droits particuliers offerts aux créanciers des actifs remis à titre de garantie, on aurait également pu – jusqu'à très récemment – y faire figurer le droit de réutilisation (plus communément connu sous son appellation anglo-saxonne : droit de "*re-use*"). Celui-ci consiste dans la possibilité pour le créancier d'aliéner les actifs fournis par son débiteur à titre de garantie, à charge pour lui de restituer des biens ou droits équivalents. La réutilisation de ces actifs par le créancier peut notamment être aux fins de les affecter en garantie au profit de son propre créancier, de les prêter ou encore de les revendre. Cela étant, ce mécanisme du droit de réutilisation paraît désormais bien moins dérogatoire depuis que celui-ci a été généralisé au droit commun du gage par la réforme du droit des sûretés opérée en 2006 (réforme issue de l'Ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés, JORF n° 71 du 24 mars 2006, page 4475, texte n° 29, NOR : JUSX0600032R). Cette généralisation du droit de *re-use* résulte de la disposition formulée à l'alinéa 2 de l'article 2341 du Code civil, selon laquelle : « *Si la convention dispense le créancier de cette obligation [ndlr : obligation pour le créancier de tenir les choses fongibles mises en gage avec dépossession, séparées des choses de même nature qui lui appartiennent], il acquiert la propriété des choses gagées à charge de restituer la même quantité de choses équivalentes* ». Sur ce sujet voir également : S. Praicheux, « *Sûretés financières* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, octobre 2010 (actualisation : janvier 2018), §120).

¹²⁴ Sur ce sujet, voir notamment : S. Praicheux, *op.cit.*, §118 et s. ; D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Études Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §78 et s. et §90 et s.

objectif de protection du marché contre le risque systémique¹²⁵. Ces finalités attachées aux garanties financières font de ces dernières un outil juridique au service d'une politique économique-financière. Les sûretés de droit commun sont à l'inverse dépourvues d'une telle fonction. La singularité de la notion de garanties financières – par rapport aux sûretés de droit commun – ne se résume donc pas seulement à son régime juridique dérogatoire au droit commun des sûretés, mais tient également aux enjeux qu'elles portent à l'égard du secteur bancaire et financier.

48. – Typologie des garanties financières – Participant à cette idée que les garanties financières constituent une notion spécifique, on peut dire que celles-ci sont une "branche" particulière de la "famille" des sûretés. En matière d'opérations sur dérivés conclues de gré à gré, on propose de décomposer cette branche particulière des garanties financières en deux "sous-branches" avec d'une part, celle du collatéral¹²⁶ et d'autre part, celle des garanties.

La sous-catégorie du collatéral vise l'hypothèse du recours aux garanties financières – au moyen d'accords d'échange réciproque d'actifs entre les parties – dans le cadre d'opérations sur dérivés de gré à gré soumises soit à l'obligation de compensation centrale¹²⁷, soit à l'obligation de collatéralisation¹²⁸, soit volontairement collatéralisées par les parties indépendamment de toute obligation règlementaire¹²⁹. La sous-catégorie des "garanties" vise quant à elle l'hypothèse du recours à des sûretés réelles de droit commun (ex : nantissement) mais bénéficiant du régime exorbitant des garanties financières.

La différence entre ces deux hypothèses d'application des garanties financières tient finalement à la façon dont les garanties sont mises en œuvre. Alors que la sous-catégorie des garanties correspond à des sûretés dont l'évaluation se fait au moment de la conclusion de l'opération garantie et dont l'exécution intervient seulement en cas de défaut de paiement ; la sous-catégorie du collatéral correspond quant à elle à des garanties financières dont

¹²⁵ Voir notamment en ce sens : S. Praicheux, « *Le traitement juridique des garanties financières, entre restrictions et innovations* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, §1, p. 623 ; S. Praicheux, « *Sûretés financières* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, octobre 2010 (actualisation : janvier 2018), §102.

¹²⁶ Cette sous-catégorie de garanties financières qu'est le "collatéral" a également été identifiée par un auteur (S. Praicheux, « *Instruments financiers à terme* », Répertoire de droit des sociétés, mai 2009 (actualisation : janvier 2015), §124 et s.). Ce dernier a néanmoins préféré le vocable de "couverture". Il nous semble préférable de parler de "collatéral" tant le vocable de "couverture" est susceptible de se confondre avec un certain nombre d'autres réalités ayant cours en matière de dérivés de gré à gré (i.e. le terme de couverture peut être employé à des fins de qualification juridique d'un produit, d'objet économique d'une opération, etc.). En revanche, nous partageons avec cet auteur l'idée que la sous-catégorie de "collatéral" se subdivise elle-même en deux sous-types de sûretés avec d'une part, les dépôts de garantie et d'autre part, les appels de marges.

¹²⁷ Voir *infra* §265 et s.

¹²⁸ Voir *infra* §333 et s.

¹²⁹ Voir *infra* §147 et s.

l'évaluation et l'exécution sont interdépendantes de la fluctuation alternative de la valeur de marché ("*mark-to-market*") du produit dérivé garanti.

49. – Pour résumer, on vient de voir que la loi offrait un avantageux régime juridique en matière d'opérations sur dérivés. D'abord avec le mécanisme du *close-out netting* qui permet la résiliation-anticipée malgré l'ouverture d'une procédure collective et réduit *in fine* l'exposition finale au risque de contrepartie. Ensuite, avec le recours aux garanties financières – réalisables malgré l'ouverture de procédures collectives – qui permet de couvrir le "résidu" du risque de contrepartie restant (solde de résiliation unique). Ainsi, le concours de ces deux mécanismes – au régime exorbitant du droit commun – est source de limitation du risque de contrepartie.

50. – On comprend alors que l'efficacité de ces mécanismes (*close-out netting* et garanties financières) est interdépendante de la reconnaissance légale de leur régime dérogatoire. Aussi, de telles techniques de limitation du risque de contrepartie pourraient être mises à mal dans un contexte international où le cadre légal applicable ne reconnaîtrait pas un tel régime juridique équivalent. Les parties à une opération sur dérivés comportant des éléments d'extranéité s'efforcent donc en amont de vérifier l'efficacité extraterritoriale de ces techniques légales.

Section 2 – L'efficacité extraterritoriale des techniques légales

51. – Partant de l'idée que « *le procès est par nature incertain, donc source de risques pour les parties* »¹³⁰, l'aléa judiciaire est d'autant plus fort en matière internationale. La présence d'éléments d'extranéité au sein d'une opération sur dérivés peut conduire, en cas de litige, à l'application d'un droit étranger ou à la compétence d'une juridiction étrangère. Or, le droit local applicable à une situation peut ne pas organiser un cadre légal dérogatoire équivalent à celui mis en place en droit français et droit de l'Union. Une telle hypothèse entraîne dès lors le risque de voir l'opération déclarée nulle, illégale ou plus généralement inefficace¹³¹. Ce risque juridique attaché à l'application potentielle d'un droit étranger correspond à ce que l'on appelle communément le "risque pays".

¹³⁰ B. Deffains, M. Doriat-Duban, « *Le procès : risque économique* », Revue générale du droit des assurances n° 2010-03, 01/07/2010, p. 870.

¹³¹ Il faut comprendre ici que si l'opération est déclarée nulle ou illégale, alors il ne peut y avoir aucun bénéfice du solde de résiliation unique. Également, même si l'opération ne serait pas déclarée nulle ou illégale, il peut arriver que le droit local ne reconnaisse pas en faveur des opérations sur dérivés un régime exorbitant de droit

La pratique recourt systématiquement à des audits juridiques aux fins d'évaluer en amont le degré du risque pays attaché à une opération (§1). Parallèlement à ces audits, certaines parties introduisent dans leurs contrats des clauses de contentieux pour limiter la réalisation du risque pays (§2).

§1. Le recours à des audits juridiques

52. – Contexte international et éléments d'extranéité – Un grand nombre des opérations sur dérivés se négocient dans un contexte international et les éléments d'extranéité peuvent être multiples¹³². Dans tous les cas, ces éléments d'extranéité sont autant de risques pour les opérationnels de voir l'opération tomber sous le joug d'un droit applicable étranger autre que celui voulu initialement par les parties. Or, en matière d'opérations sur dérivés plus qu'ailleurs, la nature du droit applicable est d'une importance cruciale. La raison tient au fait que le régime juridique réservé à ces opérations n'est pas harmonisé sur le plan international, de sorte qu'il peut exister des différences fondamentales entre certains systèmes juridiques nationaux.

53. – Objectif des audits juridiques – Partant de là, il faut comprendre ici que les audits juridiques ne viennent pas limiter la réalisation du risque pays. Ces audits permettent seulement d'identifier en amont la nature de ce risque. Ainsi, cette identification n'est pas un outil curatif de gestion des risques mais bien préventif. Les audits permettent de déterminer si les mécanismes de limitation du risque de contrepartie pourront être efficaces dans un droit local spécifique¹³³. Plus précisément, l'objectif de ces audits juridiques est d'analyser le traitement juridique réservé aux produits dérivés dans un droit local et d'évaluer les potentiels risques juridiques qui peuvent en découler.

commun. Dans ce dernier cas, les techniques légales susvisées (*close-out netting* et garanties financières) perdraient leur efficacité (par exemple la créance du solde de résiliation se retrouverait en concurrence avec celles des autres créanciers de la partie défaillante).

¹³² À titre d'illustration, ces éléments d'extranéité peuvent concerner les contreparties elles-mêmes, les actifs servant de sous-jacent au produit dérivé ou encore les actifs servant à la contrepartie de garanties financières.

¹³³ Dans le même sens, un auteur indique à l'égard des opérations financières s'effectuant dans un contexte international, que « *les agents économiques sont conduits, pour gérer les risques auxquels ils sont confrontés, à devoir procéder à leur analyse et leur évaluation (probabilité d'occurrence et mesure des conséquences) pour mettre en place les mécanismes permettant, dans la mesure du possible, de les maîtriser.* » – C. Dugué, « *La maîtrise des risques et l'arbitrage relatif aux opérations internationales de financement* », Special Supplement 2000 : Arbitrage, finance et assurance, International Chamber of Commerce, Dispute Resolution Library, December 2000, p. 15, introduction.

Bien que les audits juridiques puissent être assurés de façon interne¹³⁴, il est principalement fait appel aux cabinets d'avocats directement implantés localement afin de garantir une meilleure maîtrise du droit étranger parfois complexe à appréhender¹³⁵.

54. – Si l'on devait schématiser, on dirait que les audits juridiques doivent essentiellement répondre à deux questions principales : existe-il en droit local un régime juridique équivalent en matière de produits dérivés ? À défaut, quels qualifications et régimes juridiques alternatifs seraient susceptibles de s'appliquer à l'opération ?

55. – Existence ou non d'un régime équivalent – Le premier point est donc de savoir si le droit local – susceptible d'être applicable eu égard aux éléments d'extranéité en présence – connaît ou non en matière d'opérations sur dérivés un régime juridique légal équivalent à celui applicable en France (tel que susvisé). L'enjeu est ici double puisqu'il est tant question de connaître les potentielles règles spécifiques que le régime local impose de respecter (risque de nullité), que de savoir si ce régime assure la même protection à l'égard des dérivés que celle prévue par notre droit national (risque d'efficacité).

56. – Si l'existence d'un régime spécifique aux dérivés en droit local est généralement une information rassurante pour les opérationnels, en ce sens qu'il garantit une certaine sécurité juridique concernant la qualification juridique retenue et le régime applicable à de telles opérations, il n'empêche que ce régime spécifique peut prévoir un certain nombre de conditions particulières qu'il conviendra alors de respecter afin que l'opération puisse être considérée comme valide en droit local. Ces conditions peuvent être diverses, comme par exemple la nécessité d'obtenir des autorisations administratives, ou bien celle de respecter un certain processus de négociation ou de conclusion, ou encore l'obligation de communiquer certains documents. On l'aura compris, l'ensemble des conditions (de fond ou de forme) imposées par le régime spécifique en droit local sera au centre des audits juridiques afin d'éviter tout risque de nullité.

¹³⁴ C'est-à-dire que l'audit est réalisé par les services juridiques propres à la partie désireuse d'entrer dans l'opération concernée.

¹³⁵ Les liens de ces cabinets avec les administrations locales sont également un facteur essentiel. Il arrive effectivement que certaines opérations ne soient pas connues du droit local – notamment dans des systèmes juridiques ou financiers n'ayant pas la même maturité que les grandes places financières – et nécessitent que ces cabinets fassent preuve d'une certaine pédagogie avec les organes administratifs et les pouvoirs politiques locaux.

57. – Déterminer les conditions qu'un régime spécifique local impose de respecter n'est pas le seul enjeu des audits juridiques. Il est également fondamental pour les opérationnels de savoir si ce régime local prévoit une protection légale satisfaisante à l'égard des opérations sur dérivés. À l'instar de ce que prévoit le droit français, il est d'une importance clef de s'assurer que le droit local reconnaisse aux mécanismes du *close-out netting* et des garanties financières le caractère exorbitant du droit des procédures collectives. Le défaut d'un tel cadre légal dérogatoire ne viendrait pas tant remettre en cause la validité juridique de l'opération, mais porterait atteinte à son efficacité en la mettant en concurrence avec les autres créanciers.

58. – Risques attachés à la qualification et régime juridiques alternatifs – À défaut de l'existence d'un régime spécifique aux produits dérivés en droit local, les avis juridiques doivent évaluer les potentiels qualification et régime juridique alternatifs applicables dont feraient l'objet les opérations sur dérivés en droit local. En effet, les produits dérivés peuvent se voir requalifier juridiquement. Deux hypothèses à risque sont ici envisageables. D'abord il existe un risque de nullité, au motif que l'opération ne respecte pas les conditions de validité propres à la nouvelle qualification juridique¹³⁶. Également il existe un risque d'illégalité, car il se peut que la requalification juridique des dérivés se fasse au profit d'une notion considérée comme illicite en droit local¹³⁷.

¹³⁶ Imaginons à titre d'illustration que dans une juridiction étrangère les produits dérivés soient appréhendés comme des produits d'assurance. Il y a des chances pour que cette qualification juridique impose aux acteurs proposant de tels produits d'être agréés en tant que compagnie d'assurance, ou encore de fournir des documents d'information spécifiques à leurs clients. Dans tous les cas, la transaction projetée devra donc remplir les différentes conditions de validité existantes afin que celle-ci soit considérée comme valide au titre de la nouvelle qualification en droit local.

¹³⁷ Imaginons à titre d'illustration que dans une juridiction étrangère les produits dérivés soient considérés comme relevant d'une activité de jeux ou de paris jugée illégale en droit local. Cette hypothèse est loin d'être en cas d'école puisqu'elle fut par exemple rencontrée en Russie. Peu après que le marché des dérivés ait commencé à se développer en Russie au début des années 90's, ce pays a connu une crise financière d'ampleur en 1998 conduisant les banques russes à connaître des difficultés de paiement, et notamment dans le cadre d'opérations sur dérivés. Ce contentieux a conduit à une décision de juin 1999 (Decree of the Presidium of the Supreme Arbitration (commercial) Court of the Russian Federation, 8 June 1999, No. 5347/98) où la justice russe a estimé que les contrats à terme relatifs aux taux de change réglés par livraison en espèces ("*non-deliverable forward exchange transactions*") étaient réputés inefficaces en ce qu'ils devaient être appréhendés comme des paris relevant de l'article 1062 du Code civil russe, qui refusait toute protection juridique aux parties de jeux d'argent ou de paris¹³⁷. Bien que le régime juridique russe applicable aux dérivés ait considérablement évolué depuis l'époque de cette décision – rendant de ce fait caduc l'apport de cette décision – il n'empêche que celle-ci est la parfaite illustration des conséquences que peut impliquer une requalification juridique en droit local. Sur cette décision voir notamment : M. Davidovski, V. Runova, « *Derivatives and insolvency in Russia : recent developments* », October 2007, European Bank for Reconstruction and Development, Law in transition online, p.36 – <http://www.ebrd.com/documents/legal-reform/law-in-transition-online-2007-making-an-insolvency-system-work.pdf> : « *Shortly after the Russian financial crisis of 1998, Russian courts held that non-deliverable forward foreign exchange transactions should be deemed unenforceable gambling contracts (wagers) within the meaning of Article 1062 of the Russian Federation Civil Code (the "1999 Decision"). As a result, any cash-settled derivative transaction that did not envisage the physical delivery of the underlying asset was at risk of being held unenforceable if governed by Russian law. The 1999 Decision expressed the view that the particular*

Il est par conséquent fondamental pour les opérationnels que les avis juridiques aient identifié la potentielle requalification juridique des opérations sur dérivés en droit local afin de leur permettre de décider de la stratégie à adopter : renoncer à l'opération ou la rendre conforme aux exigences du droit local.

59. – Si – comme on vient de le voir – les audits juridiques sont des outils préventifs du risque pays, il est également possible pour les parties de recourir à des outils plus curatifs. Ces derniers visent à limiter l'aléa judiciaire en déterminant le droit applicable en cas de litige. Il s'agit des clauses de contentieux.

§2. Le recours aux clauses de contentieux

60. – Les praticiens introduisent des clauses de contentieux dans leur contrat en vue sécurité juridique. Ces clauses visent à éviter – tant que faire se peut – l'application d'un droit local. Plus généralement, il peut arriver aussi que l'utilisation de ces clauses ne soit pas motivée par la défiance du droit local mais simplement par la volonté d'évoluer au sein d'un système juridique familial.

À cette fin, les parties peuvent décider d'insérer au sein de la documentation contractuelle une clause de droit applicable (aussi dite clause d'*electio juris*) permettant de désigner le droit choisi par les parties en cas de litige relatif à l'opération. Le choix d'un droit applicable est néanmoins insuffisant pour limiter totalement le risque pays. En effet, une juridiction étrangère saisie du litige peut soit, refuser l'efficacité de la *lex contractus* (loi désignée par les parties) et appliquer son droit local soit, reconnaître le droit choisi par les parties mais en le soumettant à certaines dispositions de la loi de police du for¹³⁸. En plus de cette clause de droit applicable, les parties peuvent donc également insérer contractuellement des clauses de contentieux aux fins d'attribuer la compétence exclusive du litige à la juridiction de leur choix. De telles clauses permettent d'optimiser les chances de voir la *lex contractus*

contract for difference – where only the price difference was payable at the performance date rather than the currency bought and sold under the contract being deliverable – presented no apparent “business purpose”. While this conclusion may be debatable, the court also stressed that “applicable legislation does not regulate these transactions and contains no guidance for providing judicial protection to such transactions”».

¹³⁸ À titre d'illustration, on peut imaginer l'hypothèse où les produits dérivés sont prohibés par le droit local au titre d'une loi d'ordre publique – et donc impérative dans l'ordre international – le juge local appliquera dès lors cette loi au lieu de celle désignée par les parties.

respectée¹³⁹. Au titre de ces clauses de contentieux, on peut distinguer d'une part, la clause attributive de juridiction (A) et d'autre part, la clause compromissoire (B).

A. Les clauses attributives de juridiction

61. – Une clause usuelle – Contrairement aux clauses compromissoires (que nous étudierons ci-après), le recours aux clauses attributives de juridiction est relativement fréquent. La documentation de place, élaborée par les associations professionnelles, illustre d'ailleurs cette inégalité d'utilisation. Alors qu'« aucune des conventions-cadres [ndlr : ISDA et FBF] (...) ne prévoit le recours à l'arbitrage pour le règlement des litiges susceptibles de survenir à l'occasion de l'exécution des conventions. (...) Elles contiennent en revanche des clauses attributives de juridictions qui s'appliqueront à défaut d'un autre choix par les parties »¹⁴⁰. À dire vrai, la raison de cette inégalité d'utilisation tient au fait selon nous que le principe des clauses attributives de juridiction est relativement acquis dans la plupart des systèmes juridiques et que son régime est assis sur de nombreux textes nationaux, communautaires et internationaux lui assurant une plus forte sécurité juridique. Pour cette raison, les opérationnels éprouvent moins de méfiance à l'égard des clauses attributives de juridiction.

¹³⁹ Il est d'ailleurs fortement conseillé de faire concorder le droit applicable et la juridiction désignée afin d'éviter la situation intenable où un juge appliquerait un droit étranger. En effet, il semble peu probable qu'un juge français applique le droit anglais.

¹⁴⁰ F. Fages, J. Rossi, « Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives », Gazette du Palais n° 353, 19 déc. 2002, page 29. Comme le relève effectivement cet auteur, l'art. 14 al. 2 de la convention-cadre FBF (version 2013) relative aux opérations sur instrument financiers à terme – intitulé "loi applicable, attribution de compétence" – stipule que « tout litige, relatif notamment à sa validité, son interprétation ou son exécution, sera soumis à la compétence des juridictions des tribunaux du ressort de la Cour d'Appel de Paris ». De la même manière, l'art. 13 b) de la convention-cadre ISDA 2002 Master Agreement – intitulé "governing law and jurisdiction" – stipule qu'« en cas de poursuites, d'actions ou de procédures se rapportant à tout litige né de ou relatif au présent contrat (« Procédures »), chacune des parties : (i) se soumet irrévocablement : (1) si le présent contrat est régi par le droit anglais, à (A) la compétence non-exclusive des tribunaux anglais, si les Procédures ne sont pas soumises à un tribunal conventionnel et (B) la compétence exclusive des tribunaux anglais si les Procédures sont soumises à un tribunal conventionnel ; ou (2) si le présent contrat est régi par les lois de l'État de New York, à la compétence non-exclusive des tribunaux de l'État de New York et de l'United States District Court siégeant dans le quartier de Manhattan, ville de New York ; (ii) renonce irrévocablement à toute exception d'incompétence territoriale, matérielle ou personnelle, qu'elle pourrait soulever pour s'opposer à l'introduction d'une Procédure devant ces tribunaux ; » (traduction personnelle issu du texte original : « (b) Jurisdiction. With respect to any suit, action or proceedings relating to any dispute arising out of or in connection with this Agreement ("Proceedings"), each party irrevocably: (i) submits: (1) if this Agreement is expressed to be governed by English law, to (A) the non-exclusive jurisdiction of the English courts if the Proceedings do not involve a Convention Court and (B) the exclusive jurisdiction of the English courts if the Proceedings do involve a Convention Court; or (2) if this Agreement is expressed to be governed by the laws of the State of New York, to the non-exclusive jurisdiction of the courts of the State of New York and the United States District Court located in the Borough of Manhattan in New York City; (ii) waives any objection which it may have at any time to the laying of venue of any Proceedings brought in any such court, waives any claim that such Proceedings have been brought in an inconvenient forum and further waives the right to object, with respect to such Proceedings, that such court does not have any jurisdiction over such party; »).

62. – L’insertion d’une clause de juridiction implique le respect d’un certain nombre de conditions afin de s’assurer que celle-ci ne puisse pas être entachée d’illicéité ou de nullité. Ces conditions de licéité et de validité à respecter ne sont cependant pas les mêmes selon qu’une clause attributive de juridiction relève de l’ordre interne, international ou européen¹⁴¹.

63. – Conditions de licéité dans l’ordre interne – Dans l’ordre interne tout d’abord, l’article 48 du Code de procédure civile pose un principe de nullité des clauses attributives de juridiction sauf lorsque toutes les parties ont la qualité de commerçants¹⁴². Cette qualité de commerçant n’est pas appréciée strictement par la jurisprudence. Celle-ci est venue préciser en effet « *qu’il n’était pas suffisant de constater que la personne en cause n’était pas inscrite au registre du commerce au motif que ce fait n’établissait pas qu’elle n’effectuait pas des actes de commerce de façon habituelle* »¹⁴³.

64. – Conditions de validité dans l’ordre interne – Pour être valable dans l’ordre interne, une clause attributive de juridiction doit donc d’abord respecter la condition de fond que toutes les parties aient la qualité de commerçant¹⁴⁴. Cette condition de fond est loin d’être théorique et présente un intérêt tout particulier dans l’hypothèse des opérations dites "structurées" où sont mêlés des produits dérivés avec des contrats de prêts ou des sûretés. Dans ces opérations, la qualité de commerçant des parties devra alors être respectée au titre de l’opération dans sa globalité (y compris donc au niveau des parties constituantes des sûretés) et pas uniquement au titre du produit dérivé¹⁴⁵.

¹⁴¹ Concernant les critères d’application des règles européennes par rapport aux autres, voir notamment : D. Alexandre, A. Huet, « *Compétence européenne, reconnaissance et exécution : matières civile et commerciale* », janvier 2015 (actualisation : janvier 2016), §231 et s.

¹⁴² Art. 48 du Code de procédure civile : « *Toute clause qui, directement ou indirectement, déroge aux règles de compétence territoriale est réputée non écrite à moins qu’elle n’ait été convenue entre des personnes ayant toutes contracté en qualité de commerçant et qu’elle n’ait été spécifiée de façon très apparente dans l’engagement de la partie à qui elle est opposée* ».

¹⁴³ Cass. com., 4 janv. 1994, JCP 1994.IV.586 ; in T. Granier, « *Compétence et arbitrage* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, Sept. 1999 (actualisation : oct. 2016), §176.

¹⁴⁴ Comme cette condition n’est pas entendue de façon restrictive par la jurisprudence, la qualité de commerçant de fait peut suffire. Il a par exemple été jugé par la chambre commerciale de la Cour de cassation que « *la cour d’appel, qui a ainsi fait ressortir que M. X... exerçait des actes de commerce de manière indépendante et en faisant sa profession habituelle, a pu conclure qu’il avait la qualité de commerçant, peu important qu’il ne soit pas inscrit au registre du commerce, et a ainsi (...) justifié sa décision d’admettre la validité de la clause attributive de compétence stipulée au contrat* » – Cass. com., 16 déc. 2008, n° 08-12967.

¹⁴⁵ À titre d’illustration, la chambre commerciale de la Cour de cassation a déjà retenu, peu importe le fait que le cautionnement constitue un acte de commerce, qu’est réputée non-écrite la clause attributive de compétence insérée dans un contrat de prêt où le président de la société emprunteuse se portait caution en n’ayant pas la qualité de commerçant (Cass. com. 1^{er} avril 1981, n° 79-16509).

À cela s'ajoute une condition de forme, imposant que la clause soit stipulée de manière claire et apparente de façon à s'assurer de l'existence du consentement des parties.

65. – Conditions de licéité dans l'ordre international – De ce principe de nullité dans l'ordre interne était né un « *doute* »¹⁴⁶ sur la licéité de l'attribution volontaire de compétence dans l'ordre international. L'incertitude a cependant été levée par la Cour de cassation qui a précisé que « *les clauses prorogeant la compétence internationale sont en principe licites, lorsqu'il s'agit d'un litige international (...) et lorsque la clause ne fait pas échec à la compétence territoriale impérative d'une juridiction française* »¹⁴⁷. Contrairement en matière d'ordre interne, ces clauses sont licites « *non seulement entre commerçants, mais également entre non-commerçants* »¹⁴⁸ dans l'ordre international. Si le principe de licéité de ces clauses a été reconnu par la Cour de cassation, deux conditions sont tout de même posées : la présence d'un litige international et que la clause ne fasse pas échec à une compétence territoriale impérative des juridictions françaises¹⁴⁹. L'exigence d'un litige international fait naturellement écho au principe de nullité dans l'ordre interne. Pour que les opérationnels puissent insérer une clause attributive de juridiction, il sera donc nécessaire que l'opération envisagée présente un certain nombre d'éléments d'extranéité afin de revêtir un degré suffisant d'internationalité¹⁵⁰.

66. – Conditions de validité dans l'ordre international – Comme le relève le Professeur Gaudemet-Tallon : « *On remarque (...) que la plupart des décisions concernant la validité de la clause attributive de juridiction ne se placent pas sur le terrain du conflit de lois : le juge ne cherche pas la loi applicable, mais énonce directement une solution. Peu à peu s'élabore sans doute un ensemble de règles matérielles directement applicables aux clauses attributives de compétence dans l'ordre international* »¹⁵¹. Si ces règles matérielles reconnaissent une totale autonomie de ce type de clause par rapport au contrat au sein duquel elle officie¹⁵², elles

¹⁴⁶ H. Gaudemet-Tallon, « *Compétence internationale : matière civile et commerciale* », Répertoire de droit international, avril 2014 (actualisation : juin 2015), §100.

¹⁴⁷ Cass. civ. 1^{ère}, 17 déc. 1985, « CSEE c/ Sté Sorelec », n° 84-16338.

¹⁴⁸ H. Gaudemet-Tallon, *op. cit.*, §100.

¹⁴⁹ Pour des exemples de cas relevant de la compétence territoriale impérative des juridictions françaises, voir notamment : H. Gaudemet-Tallon, *op. cit.*, §103 et s.

¹⁵⁰ Sur les critères de l'internationalité d'un contrat, voir notamment : H. Gaudemet-Tallon, *op. cit.*, §102.

¹⁵¹ H. Gaudemet-Tallon, *op. cit.*, §116.

¹⁵² Il est rappelé par le Professeur Gaudemet-Tallon l'arrêt de la Cour de cassation (Cass. civ. 1^{ère}, 8 juill. 2010, n° 07-17788) ayant reconnu qu'« *une clause attributive de compétence, en raison de son autonomie par rapport à la convention principale dans laquelle elle s'insère, n'est pas affectée par l'inefficacité de l'acte* ». – H. Gaudemet-Tallon, *op. cit.*, §117.

imposent également aux opérationnels de s'assurer – outre du respect des conditions de licéité susvisées – d'une part, que le consentement des parties quant à la clause attributive de juridiction est certain et d'autre part, que le consentement des parties porte bien sur la compétence juridictionnelle. Ce dernier point justifie notamment l'attention qui doit être apportée à la rédaction de la clause attributive de juridiction, puisqu'il a par exemple été jugé que l'accord des parties de soumettre le contrat à une loi étrangère n'équivalait pas à une clause attributive de juridiction¹⁵³.

Cela étant dit, aucune exigence de forme particulière n'est vraisemblablement exigée ici¹⁵⁴. Par ailleurs, la désignation de la juridiction que les parties choisissent peut être spécifique (ex : telle juridiction dans tel État) ou simplement générale (ex : les juridictions de tel État) mais – dans ce dernier cas – seulement « *si le droit interne de cet état permet de déterminer le tribunal spécialement compétent* »¹⁵⁵.

67. – Conditions de licéité dans l'ordre européen – La licéité des clauses attributives de juridiction dans l'ordre européen est clairement affirmée à l'article 25 du Règlement n°1215/2012 dit "Bruxelles I bis"¹⁵⁶. Cet article dispose que « *si les parties, sans considération de leur domicile, sont convenues d'une juridiction ou de juridictions d'un État membre pour connaître des différends nés ou à naître à l'occasion d'un rapport de droit déterminé, ces juridictions sont compétentes, sauf si la validité de la convention attributive de juridiction est entachée de nullité quant au fond selon le droit de cet État membre* »¹⁵⁷.

68. – Conditions de validité dans l'ordre européen – L'ensemble des textes européens¹⁵⁸ relatifs aux clauses attributives de juridiction « *posent surtout des conditions de forme et*

¹⁵³ Cass. civ. 1^{ère}, 16 juin 1981, n° 80-12126 : « *Alors que, d'une part, la détermination de la loi applicable et celle de la juridiction compétente n'étant pas liées, la soumission du contrat à la loi [étrangère] ne valait pas à elle seule renonciation à la compétence des tribunaux français* ».

¹⁵⁴ Le Professeur Gaudemet-Tallon estime qu'il n'est pas nécessaire de respecter dans l'ordre international les mêmes exigences de forme que dans l'ordre interne et notamment qu'une acceptation tacite suffirait du moment qu'elle est certaine – H. Gaudemet-Tallon, « *Compétence internationale : matière civile et commerciale* », Répertoire de droit international, avril 2014 (actualisation : juin 2015), §118.

¹⁵⁵ Cass. civ. 1^{ère}, 17 déc. 1985, n° 8416338.

¹⁵⁶ Le Règlement Bruxelles I bis est venu remplacer le Règlement dit Bruxelles I (Règlement (CE) n°44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000) qui reconnaissait déjà dans les mêmes termes la licéité des clauses attributives de juridiction. L'article 17 de la Convention de Bruxelles ("Convention concernant la compétence judiciaire à l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, 27 sept. 1968, 72/454/CEE, JOUE n° L299 du 31 déc. 1972, p. 32") reconnaît également la licéité des clauses attributives de juridiction.

¹⁵⁷ Art. 25 du Règlement (UE) n° 1215/2012 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale dit "Bruxelles I bis", JOUE n° L351 du 20 décembre 2012, p. 1.

¹⁵⁸ Art. 17 de la Convention de Bruxelles (n° 72/454/CEE du 27 sept. 1968) ; art. 23 du Règlement Bruxelles I n°44/2001 ; art. 25 du Règlement Bruxelles I bis (Règlement (UE) n° 1215/2012 du 12 décembre 2012).

accessoirement quelques conditions de fond »¹⁵⁹. Concernant les conditions de forme, la clause peut être conclue sous quatre formes possibles à savoir : par écrit, verbalement avec confirmation écrite, sous une forme qui soit conforme aux habitudes que les parties ont établies entre elles ou encore, dans le commerce international, sous une forme qui soit conforme à un usage¹⁶⁰. D'une façon générale, il faut comprendre ici que « *les formes exigées (...) ont pour fonction d'assurer que le consentement [des parties à la clause attributive de juridiction] soit effectivement établi* »¹⁶¹.

Concernant les conditions de fond, il est essentiel de relever que les textes européens exigent unanimement qu'une clause attributive de juridiction ne concerne que « *des différends nés ou à naître à l'occasion d'un rapport de droit déterminé* »¹⁶². Comme le souligne certains auteurs, cette condition « *tend à éviter qu'une partie s'engage sur la compétence d'une façon globale, pour tous les litiges qui pourraient l'opposer dans l'avenir à son cocontractant à l'occasion de n'importe quel rapport de droit susceptible de se nouer entre eux. Ce qui doit être déterminé, c'est le rapport de droit et non le différend lui-même. (...) Mais le rapport de droit n'a pas besoin d'être déjà né ; il peut s'agir d'un rapport futur dès lors qu'il est suffisamment individualisé au moment où la clause est conclue* »¹⁶³.

On peut enfin préciser que la Cour de cassation est venue affirmer à l'égard des différents textes européens que ces derniers ne subordonnent pas la validité de la clause à la qualité de commerçant des parties¹⁶⁴ comme cela est le cas dans l'ordre interne, ni au respect des règles internes de compétence d'attribution¹⁶⁵.

69. – Effet attributif de compétence – D'une manière générale – tant dans l'ordre international qu'euro-péen – l'effet d'une clause attributive de juridiction est celui de donner

¹⁵⁹ D. Alexandre, A. Huet, « *Compétence européenne, reconnaissance et exécution : matières civile et commerciale* », janvier 2015 (actualisation : janvier 2016), §241.

¹⁶⁰ Pour une étude détaillée sur chacune de ces formes voir : D. Alexandre, A. Huet, *op. cit.*, §242 et s.

¹⁶¹ CJCE, 5^{ème} ch., 9 nov. 2000, Affaire C-387/98, §13.

¹⁶² Art. 17 al. 1^{er} de la Convention de Bruxelles (n° 72/454/CEE du 27 sept. 1968) ; art. 23 (1) du Règlement Bruxelles I n°44/2001 ; art. 25 (1) du Règlement Bruxelles I bis n° 1215/2012.

¹⁶³ D. Alexandre, A. Huet, *op. cit.*, §251.

¹⁶⁴ Voir à titre d'illustration : Cass. civ. 1^{ère}, 11 févr. 1997, n° 95-10485 – En l'espèce, la Cour de cassation rejette le pourvoi formé à l'encontre de l'arrêt ayant « *donné effet à la clause attributive de juridiction [ndlr : relevant de la Convention de Bruxelles] (...) en méconnaissance (...) de la nullité d'une telle clause en vertu de l'article 48 du nouveau Code de procédure civile, en tant que stipulée à l'égard d'un non-commerçant (...)* ».

¹⁶⁵ Voir à titre d'illustration : Cass. civ. 1^{ère}, 9 janv. 2007, n° 05-17741 – En l'espèce, la Cour de cassation rejette le pourvoi formé selon le moyen que la clause de prorogation de compétence, relevant du Règlement Bruxelles I, « *n'autorise pas les parties à déroger aux compétences d'attribution d'ordre public applicables dans l'État ainsi désigné* ». Il est également intéressant de savoir que « *par un arrêt du 7 octobre 2015, la Cour de cassation semble opérer un revirement souhaitable en validant les clauses attributives de juridiction dites "asymétriques"* » (N. Ciron, « *Les conditions de validité des clauses asymétriques et la portée de la clause attributive de juridiction (Cass. 1^{ère} civ., 7 oct. 2015, n° 14-16898)* », Responsabilité civile et assurances n° 3, Mars 2016, étude 5).

"compétence exclusive"¹⁶⁶ à la juridiction choisie par les parties. Ce type de clauses présente donc un « *effet attributif de compétence* »¹⁶⁷ en faveur de la juridiction désignée mais également un « *effet de dérogation de compétence [en ce que] la clause attributive de juridiction rend incompétent tout autre tribunal que le tribunal ou les tribunaux élu(s)* »¹⁶⁸. Dès lors, si la juridiction saisie du litige est bien celle désignée par les parties, celle-ci aura l'obligation de statuer ; à l'inverse, si la juridiction saisie du litige n'est pas celle qui était désignée par les parties, celle-ci devra soulever d'office son incompétence (sauf acceptation tacite du défendeur).

Concernant le périmètre de l'effet attributif de compétence, y sont inclus tous les litiges entrant dans le champ d'application de la clause (telle qu'elle a été rédigée et en interprétant strictement la volonté des parties). À l'inverse en sont exclus les litiges concernant des rapports délictuels (et donc précontractuels)¹⁶⁹. On notera que certains auteurs plaident en faveur d'une telle portée délictuelle des clauses attributives de juridictions¹⁷⁰.

Enfin, on peut préciser que « *l'effet attributif de compétence ne se produit en principe qu'à l'égard des parties qui ont convenu de la clause attributive de juridiction. Les tiers ne doivent pas être affectés par la clause* »¹⁷¹.

70. – L'enjeu de l'opposabilité – Concernant l'activité des dérivés, comme dans l'ensemble des secteurs ayant recours à ce type de clause, le véritable enjeu derrière le recours à ces clauses attributives de juridiction réside dans l'efficacité de leur mise à œuvre, c'est-à-dire dans leur opposabilité. En effet, ce n'est pas le recours à ce type de clause qui permet de limiter le risque pays mais bien leur opposabilité effective. Or, l'opposabilité d'une clause attributive de juridiction dépend d'une part, du respect des conditions de licéité et de validité

¹⁶⁶ Formule tel qu'employée dans l'ordre européen par les textes concernés – Art. 17, al. 1^{er} de la Convention de Bruxelles n° 72/454/CEE ; art. 23 (1) du Règlement Bruxelles I n°44/2001 ; art. 25 (1) du Règlement Bruxelles I bis n° 1215/2012.

¹⁶⁷ H. Gaudemet-Tallon, « *Compétence internationale : matière civile et commerciale* », Répertoire de droit international, avril 2014 (actualisation : juin 2015), §122.

¹⁶⁸ D. Alexandre, A. Huet, « *Compétence européenne, reconnaissance et exécution : matières civile et commerciale* », janvier 2015 (actualisation : janvier 2016), §258.

¹⁶⁹ À titre d'illustration voir : Cass. com., 9 avr. 1996, n° 94-14649 – En l'espèce, la Cour de cassation confirme le raisonnement d'une cour d'appel « *ayant retenu que le refus de contracter avec [une société] pour la vente de certains articles constitue un fait de nature à engager la responsabilité délictuelle des auteurs du refus de vente, la cour d'appel a légalement justifié sa décision* [ndlr : cette décision avait refusé l'application d'une clause attributive de juridiction en raison de la nature délictuelle de la responsabilité mise en jeu] » ; Mêmes précisions concernant les clauses relevant de l'ordre européen, voir notamment : D. Alexandre, A. Huet, *op. cit.*, §261 et s.

¹⁷⁰ Voir notamment : E. Treppoz, « *De la difficulté de rédiger une clause attributive de juridiction* », Revue des contrats n° 02, 01/06/2016, page 282.

¹⁷¹ H. Gaudemet-Tallon, *op. cit.*, §123 et s. ; Ce point des effets de la clause à l'égard de tiers connaît les mêmes interrogations dans l'ordre européen, voir notamment : D. Alexandre, A. Huet, *op. cit.*, §267 et s.

– telles que susvisées – applicables dans l’ordre auquel appartient la juridiction saisie du litige et d’autre part, que cette même juridiction reconnaisse l’efficacité de telles clauses.

En matière d’ordre européen, les nombreux textes existants – tels que susvisés – offrent une certaine garantie concernant l’opposabilité de ces clauses au sein des juridictions européennes relevant des États membres.

En matière d’ordre international, il conviendra d’abord de vérifier si l’État étranger – dont relève la juridiction saisie du litige – est ou non signataire d’une convention internationale (bilatérale ou multilatérale) assurant l’opposabilité de telles clauses de contentieux. À défaut, il restera éventuellement la possibilité de s’appuyer sur l’existence de cas jurisprudentiels reconnaissant l’opposabilité d’une clause attributive de juridiction dans le droit local concerné. À titre d’illustration, c’est précisément ce qu’il s’est passé « *dans l’affaire International Indosuez Finance* [ndlr : Supreme Court of New York, N.Y. Country, 22 oct. 1999, *International Indosuez Finance, B.V. vs National Reserve Bank*], *le juge de New York a expressément reconnu la valeur d’une clause attributive de compétence prévue par les parties dans le cadre d’un contrat cadre ISDA* »¹⁷².

71. – En définitive, le recours aux clauses attributives de juridiction est motivé par la volonté des parties aux opérations sur dérivés d’insérer de la sécurité juridique dans un contexte international. Celles-ci permettent d’éviter le plus possible l’application d’un droit local source de potentiels risques juridiques. L’enjeu étant ici de conserver une prévisibilité du régime juridique applicable aux opérations sur dérivés. L’attribution par les parties de la compétence exclusive de leurs litiges à la juridiction de leur choix leur permet ainsi d’optimiser les chances de voir la *lex contractus* respectée. C’est en cela que les clauses attributives de juridiction – et plus généralement les clauses de contentieux – constituent un outil de gestion du risque pays. Les clauses compromissoires – bien que moins utilisées – viennent s’ajouter au panel des clauses de contentieux pouvant être insérées par les parties.

¹⁷² F. Fages, J. Rossi, « Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives », Gazette du Palais n° 353, 19 déc. 2002, page 29 : « Dans l’affaire *International Indosuez Finance*, le juge de New York a expressément reconnu la valeur d’une clause attributive de compétence prévue par les parties dans le cadre d’un contrat cadre ISDA. Dans cette affaire, la demanderesse *International Indosuez Finance* (...) reprochait à la défenderesse *National Reserve Bank* (...) une série de manquements dans le cadre de l’exécution de 14 accords portant sur des produits de taux. La défenderesse invoquait l’incompétence de la Cour suprême de New York pour juger de l’affaire qui opposait une société de droit néerlandais ayant un bureau à Genève filiale du *Crédit Agricole Indosuez*, établissement bancaire de droit français ayant une activité à New York, et une société russe ».

B. Les clauses compromissoires

72. – Une clause peu utilisée – La clause compromissoire est beaucoup moins utilisée par les opérationnels en dérivés que la clause attributive de juridiction. Certains auteurs jugent même que « *l'arbitrage est extrêmement rare, voire anecdotique* »¹⁷³ en matière de dérivés, notamment de gré à gré. Pour certains, la raison de cette inégalité d'utilisation « *trouverait au fond son origine dans un phénomène de mimétisme et dans l'inertie du marché qui écarte l'idée que la clause attributive de juridiction puisse faire l'objet d'une négociation. On verrait mal un juriste aller à contre-courant de ce que la "corporation" des intermédiaires financiers a institutionnalisé depuis plusieurs années et proposer en interne ou en externe l'adoption d'une clause d'arbitrage. À cela s'ajoutent les contraintes de temps associées à cette catégorie de transactions, qui se traduisent par l'impérieuse nécessité de conclure dans de très brefs délais* »¹⁷⁴. Pour d'autres, le recours aux clauses compromissoires en matière de dérivés est pénalisé d'abord par le fait que les parties ont une connaissance limitée de l'arbitrage et ne savent pas l'utiliser aussi efficacement qu'elles devraient le faire. Il est également avancé le fait que les arbitres n'aient pas encore le même degré d'expertise que dans les autres domaines du droit des affaires. Ces raisons sont d'ailleurs avancées par l'ISDA elle-même¹⁷⁵.

Néanmoins, il semble que le recours à l'arbitrage ne cesse malgré tout de se développer de manière générale en matière financière¹⁷⁶ et plus spécifiquement en matière de dérivés. Comme le note ainsi un groupe de travail ayant pris place sur l'arbitrage dans le secteur bancaire et financier¹⁷⁷, « *l'arbitrage en matière bancaire et financière existe (...) [et] l'ouverture du monde des dérivés à l'arbitrage, notamment suite à la crise financière de 2008, achève un tableau qui démontre au-delà du doute que l'arbitrage a bien sa place dans*

¹⁷³ S. Durox, « *Les différends relatifs aux opérations internationales de gré à gré : constat et réflexions* », Bulletin Joly Bourse n° 06, 01 novembre 2002, Introduction, p. 546.

¹⁷⁴ S. Durox, *op. cit.*, Introduction, p. 546.

¹⁷⁵ P. Werner, « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011, §1.5: « *The first of these is that parties to derivative transactions appear often to have limited knowledge of arbitration and are consequently using poorly drafted clauses and/or failing to use arbitration as effectively as they might do. The second is that the level of expertise amongst arbitrators in relation to derivatives lags behind their knowledge of other areas, such as construction, joint ventures or shipping* ».

¹⁷⁶ Sur ce sujet, voir notamment : F. Fages, J. Rossi, « *Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives* », Gazette du Palais n° 353, 19 déc. 2002, page 29, §3 et s.

¹⁷⁷ À titre d'information ce « *groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière (...) a été constitué à l'initiative du Comité Français de l'Arbitrage (CFA) afin d'étudier le rapport entre le monde de l'arbitrage et celui de la banque et, le cas échéant, formuler des recommandations en vue de favoriser une meilleure compréhension des spécificités de l'arbitrage en matière bancaire et financière* » – Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, I).

l'activité bancaire et financière »¹⁷⁸. L'ISDA estime d'ailleurs que le recours à l'arbitrage en matière de dérivés va continuer de se développer, parfois même du fait des récentes réglementations (comme c'est par exemple le cas avec l'obligation de compensation centrale où l'on peut constater que les règles de presque toutes les contreparties centrales prévoient la résolution d'éventuels litiges par la voie de l'arbitrage¹⁷⁹).

73. – Enfin, la défiance des opérationnels envers l'arbitrage ne nous semble pas irrémédiable tant le processus arbitral est plus familier à ces derniers qu'ils ne le pensent. En effet, comme l'a très justement relevé un auteur, *« on ne manquera pas de noter que, outre ces clauses attributives de juridiction que renferme la documentation standardisée [ndlr : convention-cadre ISDA], celle-ci prévoit qu'en cas de résiliation anticipée du contrat, les parties auront dans un premier temps recours à un expert, et non au juge, afin de résoudre les différends portant sur des questions éminemment techniques, telles que la liquidation des opérations en cours ou la valorisation de titres. Cette initiative de l'ISDA trouve son origine dans des décisions de justice qui ont mis en évidence que la technicité et la complexité des points soulevés par les produits dérivés échappaient à plusieurs égards à la connaissance des juges et justifiaient le recours à des personnes dotées de l'expertise financière nécessaire pour cerner les divers aspects de situations généralement complexes (...) [tels] que des calculs actuariels sur des actifs financiers relativement obscurs pour le juriste. Aussi, pourquoi ne pas pousser le raisonnement à son terme, et, plutôt que de se contenter d'un recours préalable à un expert, profiter de l'expertise des arbitres pour trancher le litige aux lieu et place du juge étatique »*¹⁸⁰.

74. – Différence avec la clause attributive de juridiction – Fondamentalement, les clauses compromissoire et attributive de juridiction ont pour finalité commune de permettre de choisir la juridiction que l'on souhaite voir saisie en cas de futurs litiges relatifs à une relation contractuelle. Néanmoins, la différence entre ces deux clauses est que la clause attributive de

¹⁷⁸ Comité Français de l'Arbitrage, « Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, Introduction.

¹⁷⁹ P. Werner, « Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc. », ISDA, 19 January 2011, §3.3: « The use of arbitration for derivatives is likely to continue to increase. Regulatory pressure for the development of clearing mechanisms for OTC derivatives may also encourage the use of arbitration. The clearing rules of most, if not all, of the world's clearing houses, both those long-established for securities and commodities trading, as well as exchange-traded futures and options, and also those established more recently specifically to clear OTC derivatives provide for disputes to be resolved by arbitration ».

¹⁸⁰ S. Durox, « Les différends relatifs aux opérations internationales de gré à gré : constat et réflexions », Bulletin Joly Bourse n° 06, 01 novembre 2002, p. 546, II. A).

juridiction n'est pas toujours nécessaire pour que la juridiction choisie soit *in fine* compétente, puisque celle-ci peut l'être en vertu de ses propres règles de procédure. À l'inverse, un tribunal arbitral ne sera jamais compétent autrement qu'en vertu d'un accord entre les parties¹⁸¹.

75. – Une clause ayant vocation à être plus utilisée – Malgré le faible recours à la clause compromissoire par les opérationnels en dérivés, on constate l'apparition de nouvelles tendances. À titre d'illustration, on peut noter que l'association professionnelle américaine – l'ISDA – a récemment considérablement développé sa pratique de l'arbitrage. Celle-ci a notamment proposé en 2013 un guide d'arbitrage¹⁸² pour répondre au risque pays attaché aux produits dérivés de finance islamique.

À ce titre, le raisonnement tenu par l'ISDA est éclairant pour notre sujet d'étude tant il confirme l'idée selon laquelle une clause compromissoire est un outil de gestion du risque juridique attaché aux juridictions étrangères. En effet, « *en 2010, l'International Swap Dealers Association (ISDA) a lancé son contrat-cadre de dérivé islamique (Tahawwut). Bien que bénéficiant du partenariat de l'Islamic Institute for Financial Markets (IIFM) et de l'accord des jurisconsultes qui l'ont validé du point de vue de la Chari'a, ce nouveau produit risquait de susciter des questions inutiles quant à sa conformité à la Chari'a s'il venait à être soumis à un tribunal judiciaire auquel il manquerait sans doute l'expertise nécessaire pour appréhender ce produit complexe issu d'un creuset de normes religieuses et juridiques bien spécifiques. L'ISDA choisit alors de l'accompagner d'une clause compromissoire proposant la CCI comme institution arbitrale. Cette initiative fut suivie en 2013 par l'introduction dans le contrat-cadre ISDA, au terme d'une large consultation, d'un modèle de clause d'arbitrage pouvant être utilisé en option à la clause attributive de juridiction en faveur des tribunaux de Londres ou New York* »¹⁸³.

La création récente de "PRIME Finance" est également une autre illustration de ce mouvement de fond en faveur du recours à l'arbitrage en matière financière. Il s'agit ici d'une organisation spécialisée dans les instruments financiers complexes qui offre notamment des

¹⁸¹ En ce sens : « *Arbitration is based on consent. A choice of court agreement (a jurisdiction clause) is not always necessary for a court to have jurisdiction over a party or dispute: the court may have jurisdiction by virtue of its rules of civil procedure. In contrast, an arbitral tribunal's jurisdiction over the parties and the dispute is always based on an arbitration agreement* » – P. Werner, « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011, §2.2.

¹⁸² « *2013 ISDA Arbitration Guide* », International Swaps Derivatives Association, Inc., 9 September 2013 – <http://www2.isda.org/search?keyword=arbitration>.

¹⁸³ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §95.

services de médiation et d'arbitrage dont les règles sont basées sur celles de la CNUDCI¹⁸⁴. Cette organisation fait partie de ces initiatives récentes engendrées par « *l'intérêt d'avoir une jurisprudence harmonisée en matière de produits dérivés où la standardisation est clef pour gérer le volume des transactions* »¹⁸⁵.

76. – Avantages liés à l'arbitrage – Comme le constate le groupe de travail susmentionné « *les produits bancaires et financiers présentent souvent une technicité importante ou des particularités qui poussent les établissements bancaires et financiers à admettre que les litiges y afférents bénéficieraient à être tranchés par un expert plutôt que par les juridictions ordinaires, parfois, dans certains pays, non spécialisées en matière commerciale. Le cas des produits dérivés illustre bien cette considération* »¹⁸⁶. Compte tenu des nombreuses problématiques, tant juridiques que financières, qui se posent en matière de contentieux liés aux dérivés, il est certain que la possibilité de recourir à des experts initiés aux mécanismes prenant place dans ces opérations, constitue un réel atout en faveur de l'exactitude des réponses qui sont apportées. De plus, le recours à des experts permet de répondre aux mieux à « *la volonté des parties de maîtriser, ou du moins encadrer, l'aléa judiciaire [qui] se trouve ici renforcé par le caractère très particulier des opérations en cause [ndlr : opérations financières internationales] qui nécessitent des connaissances pointues dans le domaine financier* »¹⁸⁷. L'expertise qu'offre l'arbitrage est ainsi une manière de limiter l'aléa judiciaire du risque pays.

77. – Plus encore – et sans pour autant prétendre dresser une liste exhaustive des différents avantages attachés à l'arbitrage tels que généralement avancés (rapidité, coût, expertise, confidentialité, etc.¹⁸⁸) – certains auteurs estiment à raison que l'arbitrage présente également l'avantage – particulièrement à propos en matière de dérivés – de permettre aux parties qui ne sont pas familières avec les juridictions prédominantes en matière financière (que sont celles de New York et de Londres) de disposer d'« *une position de négociation plus favorable* »¹⁸⁹

¹⁸⁴ "Commission des Nations Unies pour le Droit Commercial Internationale".

¹⁸⁵ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §121.

¹⁸⁶ Comité Français de l'Arbitrage, *op. cit.*, p. 419, §95.

¹⁸⁷ C. Dugué, « *La maîtrise des risques et l'arbitrage relatif aux opérations internationales de financement* », Special Supplement 2000 : Arbitrage, finance et assurance, International Chamber of Commerce, Dispute Resolution Library, December 2000, p. 15, 2.

¹⁸⁸ Sur les avantages de l'arbitrage, voir notamment : C. Seraglini, J Ortscheidt, « *Droit de l'arbitrage interne et international* », Montchrestien, Domat droit privé, lextenso éditions, éd. 2013, §44 et s., p. 50 et s.

¹⁸⁹ F. Fages, J. Rossi, « *Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives* », Gazette du Palais n° 353, page 29, 19/12/2002, 3. c).

pour choisir d'autres juridictions¹⁹⁰. Il est vrai qu'« *aujourd'hui, les conventions-cadres les plus répandues sur le plan international suggèrent aux parties un choix entre les juridictions anglaises et celles de Manhattan. La domination de ces places en matière financière rend la désignation d'une autre juridiction étatique vaine dans le cadre d'une opération internationale* »¹⁹¹. Si l'arbitrage peut donc constituer une solution pour les opérationnels étrangers las de la domination de ces juridictions, il peut inversement être une réponse satisfaisante permettant aux opérationnels de ces mêmes juridictions de faire face à la demande grandissante des opérationnels étrangers. En effet, comme a pu le relever le groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière susvisé, « *les banques auraient tort de considérer comme acquis le recours aux tribunaux de commerce de Paris, Londres ou New York, qui sont souvent composés d'anciens avocats spécialisés en droit bancaire, voire d'anciens cadres de banque. Le rééquilibrage mondial des richesses aboutit à renforcer le pouvoir de négociation des pays émergents qui expriment de plus en plus leur préférence pour voir les litiges avec les banques européennes et américaines réglés devant les tribunaux de Jakarta, Nairobi ou Dubaï. Délocalisé, l'arbitrage est susceptible d'offrir un compromis acceptable pour tous* »¹⁹².

78. – Précautions rédactionnelles – Concernant la rédaction d'une clause compromissoire, il est intéressant de voir que l'ISDA estime les clauses d'arbitrage souvent mal rédigées en pratique, et relève notamment qu'une rédaction pauvre ou défailante peut causer des retards ou des coûts supplémentaires pour les parties et même, dans le pire des cas, affecter la validité des clauses¹⁹³.

79. – Certains auteurs plaident en faveur de la mise en place au sein des conventions-cadres d'une option au profit d'une clause compromissoire. En effet, il est avancé l'idée que

¹⁹⁰ Par ailleurs, l'arbitrage offre aussi la possibilité de façonner la procédure afin de prendre en compte toutes les "cultures" procédurales dont sont issues les parties et leurs conseils. On remarque ainsi dans les opérations internationales complexes que les sentences arbitrales ont souvent eu recours à des experts juridiques (professeurs de droit) ou financiers; aux techniques d'interrogatoire anglo-saxonnes ("*direct and cross-examination*"); aux techniques anglo-saxonnes de recherche des preuves ("*discovery*"); ou encore à des procédures accélérées lorsque l'urgence du dénouement d'un litige le requiert ("*fast-track arbitration*").

¹⁹¹ F. Fages, J. Rossi, « *Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives* », Gazette du Palais n° 353, page 29, 19/12/2002, 3. c).

¹⁹² Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, Introduction.

¹⁹³ « *Defective arbitration clauses are encountered surprisingly often in practice. Poorly drafted arbitration agreements often give rise to delay and the additional costs of resolving disputes as to their meaning and validity. In the worst cases, they may be held to be invalid, frustrating the arbitral process entirely* » – P. Werner, « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011, §5.1.

« l'insertion dans la convention-cadre d'une clause d'arbitrage pure et simple (...) semble à ce stade peu réaliste, pour des raisons d'adaptation des opérateurs financiers »¹⁹⁴. Ainsi cette forme optionnelle permettrait de minimiser l'impact psychologique d'une telle clause sur les parties et de les inciter à l'utiliser plus souvent. Si l'ISDA elle-même reconnaît la flexibilité avantageuse d'une telle forme optionnelle¹⁹⁵, elle note néanmoins que pour le moment ces clauses sont loin d'être courantes dans les opérations sur dérivés, d'autant plus qu'il existe des doutes quant à leur validité dans un certain nombre de juridictions (Chine, Russie, Emirats arabes unies, etc.). L'ISDA estime par conséquent que le recours aux clauses optionnelles doit se faire seulement si les parties estiment que la flexibilité qu'offre ce type de clauses vaut la peine de courir le risque de son invalidité plutôt que de recourir à une clause compromissoire pure et simple¹⁹⁶.

80. – Comme on l'a dit précédemment, l'une des principales difficultés attachée à l'arbitrage réside dans l'inexpérience chez les opérationnels de ce type de clause. La conséquence est qu'un certain nombre de maladroites sont récurrentes en pratique. Parmi celles-ci on peut notamment citer le fait d'ajouter une clause compromissoire tout en ne retirant pas la clause attributive de juridiction ; de manquer de préciser avec clarté les règles arbitrales ayant vocation à s'appliquer ; de ne pas choisir clairement le siège d'arbitrage ; ou enfin de manquer de précision quant à l'exercice de l'option en cas de clause optionnelle¹⁹⁷.

81. – Également, fort de la récente jurisprudence anglaise ayant permis d'illustrer certaines des contestations récurrentes formulées par les contreparties désireuses de contester la validité d'une clause d'arbitrage, l'ISDA a mis en lumière certains points d'attention essentiels lors de

¹⁹⁴ F. Fages, J. Rossi, « Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives », Gazette du Palais n° 353, page 29, 19/12/2002, 3. b).

¹⁹⁵ « The advantage of optional clauses (for the party entitled to exercise the option) is flexibility to consider whether arbitration of litigation best suits its purposes for the specific dispute that has arisen » – P. Werner, « Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc. », ISDA, 19 January 2011, §5.4.

¹⁹⁶ « (...) we understand that these (ndlr: optional arbitration agreements) are encountered less often in agreements relating to derivatives transactions and also less often in Asia. » and « (...) The disadvantage is that optional clauses are of doubtful validity in a number of jurisdictions. Courts in a number of major arbitral centres such as England, France, Hong Kong and Singapore have upheld optional arbitration clauses. There are doubts, however, about the validity of optional clauses in China, Russia, Spain, Poland and the UAE, and in many countries there is simply no clear authority on the issue. Parties which are considering using arbitration because of its advantages at the enforcement stage may therefore find that advantage undermined if they enter into an optional arbitration agreement. Parties should consider carefully whether the added flexibility is worth this risk, or whether they would be better served by a "pure" arbitration agreement. Our view is that parties do not always give sufficient consideration to the circumstances of the particular transaction before using optional clauses ». – P. Werner, *op. cit.*, §5.3 et §5.4.

¹⁹⁷ L'ensemble de ces illustrations sont celles énumérées par l'ISDA – P. Werner, *op. cit.*, §5.1.

la rédaction d'une clause compromissoire permettant de sécuriser un peu plus l'efficacité d'une telle clause. Ainsi, l'association professionnelle américaine insiste notamment sur l'avantage d'une rédaction suffisamment large de la clause d'arbitrage afin que celle-ci couvre le litige éventuel tant dans ses aspects contractuels qu'extra-contractuels. Est également fait valoir l'importance de choisir le siège d'arbitrage au sein d'une juridiction qui reconnaît l'indépendance de la clause compromissoire par rapport au contrat au sein duquel elle est insérée, cela afin de protéger la validité de la clause d'arbitrage en cas de nullité du contrat principal. L'ISDA souligne encore l'intérêt d'éviter de choisir la juridiction dont est issue la contrepartie comme siège d'arbitrage, afin de ne pas courir le risque que les juges locaux soient susceptibles d'être plus enclins à recevoir favorablement des arguments de droit local conduisant à refuser la compétence du tribunal arbitral¹⁹⁸.

82. – Principe de validité des clauses compromissoires – D'une manière générale, la validité des clauses compromissoires est acquise au sein des grandes places financières qui sont conscientes de l'enjeu économique que représente l'accessibilité à l'arbitrage. À titre d'illustration, certains auteurs rappellent d'ailleurs l'affaire Bankers Trust¹⁹⁹ tranchée par les juges londoniens qui était « *relative à l'exécution de plusieurs conventions de swap de change passées sous le régime de la convention-cadre ISDA de 1992 (multicurrency-cross border). Les contrats entre les parties comprenaient une clause d'arbitrage très précise désignant en cas de difficulté dans l'exécution des conventions la London Court of International Arbitration (LCIA) à Londres. Il ne ressort pas très clairement de la décision si la clause compromissoire figurait dans l'annexe de la convention-cadre ou dans les confirmations ultérieures. Néanmoins, celle-ci était rédigée avec précision*²⁰⁰. (...) La question posée devant

¹⁹⁸ En ce sens : « *Recent cases highlight a marked tendency for parties seeking to avoid claims for payments under ISDA Master Agreements and other financial transactions to attack the validity of the agreement. This is often combined with an attempt to avoid the chosen forum. (...) These sorts of tactics highlight the need to not treat dispute resolution provisions as boilerplate. Parties can improve their position if they consider the issues that might arise. For example: (...) (b) ensure that the arbitration agreement is drafted broadly, so as to cover non-contractual as well as contractual claims; (...) (d) choose a seat in a jurisdiction in which the severability of the arbitration agreement is recognised (i.e. the arbitration clause is treated as a separate agreement from the contract in which it is contained, and may therefore be valid and enforceable even if the rest of the contract is not); and (e) avoid a seat in the counterparty's home jurisdiction: the local courts may be more likely to accept arguments that the tribunal has no jurisdiction because of some provision of local law.* » – P. Werner, « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011, §5.15.

¹⁹⁹ Queen's Bench Division, Commercial Ct., 12 mars 1999, Bankers Trust Co. and another v. PT Jakarta International Hotels and Development, [1999] all ER (D) 314.

²⁰⁰ Les auteurs précisent dans leur note de bas de page que la clause était rédigée ainsi : « *(d)(i) Any dispute, controversy or claim howsoever arising out of or in connection with this Agreement or the breach hereof, including any questions regarding its existence, validity or termination, shall be referred to and finally resolved by arbitration under the Rules of London Court of International Arbitration, which are deemed to be incorporated*

les juges anglais était (...) celle de la portée de la clause compromissoire entre les parties à la convention de swap de change. Non seulement la Cour a reconnu la validité de la clause, mais elle a insisté sur l'importance de ne pas susciter le moindre doute sur sa validité de principe afin de ne pas remettre en cause le bon fonctionnement des marchés de dérivés, et ce dans des termes particulièrement remarquables »²⁰¹.

83. – En France, la validité d'une clause compromissoire ne pose pas non plus de difficulté, tant en arbitrage interne qu'en arbitrage international. Comme le rappelle ainsi un auteur, « *bien qu'une clause d'arbitrage ne puisse être incorporée dans un contrat non international que lorsque toutes les parties sont des commerçants, la cour d'appel de Lyon a admis qu'une clause compromissoire insérée dans une convention d'opérations sur le MATIF entre un opérateur non-professionnel et une banque était valable, à considérer que les opérations financières impliquant des produits dérivés étant spéculatives par nature et ayant un caractère répétitif, les participants à de telles opérations devaient être assimilés à des commerçants* [ndlr : CA Lyon, ch. 6, 31 oct. 1991, Ollier c/ Banque Neufelize Schlumberger Mallet, JurisData n° 1991-052135]. *Pour ce qui est des contrats internationaux, la question ne soulève pas de difficulté puisque la Cour de cassation a reconnu comme valable une clause d'arbitrage contenue dans un contrat où l'une des parties était un consommateur et mettant en cause les intérêts du commerce international* [ndlr : Cass. civ. 1^{ère}, 21 mai 1997, Meglio c/ Société V 2000, pourvoi n° 95-11427] »²⁰².

84. – Afin que la clause compromissoire soit pleinement efficace, il est nécessaire que celle-ci précise les règles arbitrales applicables. Concernant le choix de ces règles, le principe – en droit français de l'arbitrage – est celui de la liberté contractuelle. En effet, ce principe se retrouve énoncé d'une part, en arbitrage interne à l'article 1461 al. 1^{er} du Code de procédure civile qui dispose qu'« *à moins que les parties n'en soient convenues autrement, le tribunal arbitral détermine la procédure arbitrale sans être tenu de suivre les règles établies pour les tribunaux étatiques* » et d'autre part, en arbitrage international à l'article 1509 du Code de procédure civile qui dispose que « *la convention d'arbitrage peut, directement ou par référence à un règlement d'arbitrage ou à des règles de procédure, régler la procédure à*

by reference into this clause. » – F. Fages, J. Rossi, « Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives », Gazette du Palais n° 353, page 29, 19/12/2002, note 52.

²⁰¹ F. Fages, J. Rossi, *op. cit.*, 3. b).

²⁰² C. Dugué, « *La maîtrise des risques et l'arbitrage relatif aux opérations internationales de financement* », Special Supplement 2000 : Arbitrage, finance et assurance, International Chamber of Commerce, Dispute Resolution Library, December 2000, p. 15, 2.

suivre dans l'instance arbitrale ». Ce choix par les parties, « *c'est ce que l'on peut appeler la contractualisation des règles de l'arbitrage qui s'effectue, soit par choix direct, soit par choix d'un règlement d'arbitrage* »²⁰³.

85. – Bien que l'ISDA se dise « *neutre* » concernant le choix de l'institution arbitrale, on constate néanmoins qu'elle encourage le choix des règles issues des quatre institutions arbitrales les plus couramment choisies, que sont la CNUDCI ("Commissaire des Nations Unies pour le Droit Commercial International"), la CCI ("Chambre de Commerce Internationale"), la LCIA ("*London Court of International Arbitration*"), et le P.R.I.M.E Finance ("*Panel of Recognized Market Experts in Finance*")²⁰⁴.

86. – **Efficacité des clauses compromissoires** – Au-delà de la validité des clauses compromissoires, c'est surtout la question de leur efficacité qui est au cœur du débat de l'opportunité de l'arbitrage en matière de dérivés. On ne vise donc pas ici la clause en tant que telle mais plutôt ses effets, à savoir le sort de la sentence arbitrale rendue par le tribunal désigné par la clause. En effet, l'exécutabilité d'une sentence arbitrale est bien souvent mise en doute à l'échelle internationale, et constitue le frein principal des opérationnels au nom duquel n'est que faiblement envisagé le recours à une clause compromissoire. L'exécutabilité

²⁰³ A. Pinna, « *l'autorité des règles d'arbitrage choisies par les parties* », Cahiers de l'arbitrage n° 1, 01 mars 2014, p.9, Introduction. Ce même auteur précise également que : « *La contractualisation a été très rapidement reconnue et à ce titre on cite souvent la sentence rendue dans l'affaire Dow Chemical [ndlr : Sentence CCI n° 4131 de 1982, JDI 1983.889, note Y. Derains] qui affirmait déjà explicitement qu'"en se référant au règlement de la CCI, les parties ont incorporé à leur contrat les dispositions de celui-ci concernant la décision des arbitres sur leur propre compétence". Les parties ne se soumettent donc pas à un règlement d'arbitrage, mais l'incorporent à leur convention d'arbitrage. La Cour d'appel de Paris [ndlr : CA Paris, 7 juillet 1987, Rev. arb. 1988.649, note E. Mezger] a parfois parlé de soumission à des règles d'arbitrage sans que cela ait pour autant des conséquences pratiques et on s'accorde aujourd'hui à considérer qu'il s'agit d'un accord de nature contractuel à l'instar de la convention d'arbitrage. Cette contractualisation est opposable très largement puisqu'elle concerne à la fois les parties, les arbitres, le centre d'arbitrage et le juge étatique* ». Ce dernier note cependant que le choix par les parties des règles d'arbitrage est « *soumis à un triple filtre : celui du droit commun des contrats, celui des garanties procédurales essentielles et, enfin, celui de l'intangibilité de l'étendue du contrôle des sentences arbitrales par le juge [étatique]* ».

²⁰⁴ En ce sens : « *To be fully effective, an arbitration clause must specify the relevant arbitral rules. ISDA proposes to publish at least one model clause suitable for arbitration under the rules of arbitration sponsored and published by each of the following institutions: (i) the United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL); (ii) the International Chamber of Commerce (ICC) Commission on Arbitration; (iii) the London Court of International Arbitration (the LCIA); and (iv) P.R.I.M.E. Finance (Panel of Recognized Market Experts in Finance). As a matter of policy, ISDA is neutral as to the choice of arbitral institution and has chosen the institutions listed in (i) to (iii) above on the basis that the rules of these institutions appear to be at present the most commonly chosen for disputes in relation to transactions or agreements in the wholesale financial markets. In relation to (iv), P.R.I.M.E. Finance is relatively recently established and therefore may be less well-known than the others to some ISDA members. We have included it in this memorandum for various reasons, but principally because in contrast to the other institutions, it was established specifically for the purpose of assisting in the resolution of disputes in the financial markets. It therefore has an offering that may be of particular interest to ISDA members in relation to the resolution of derivatives-related disputes.* » – P. Werner, « *The use of arbitration under ISDA Master Agreement* », ISDA, 10 November 2011, §2.1(c).

des sentences arbitrales, ou plutôt l'*exequatur* – c'est-à-dire la procédure permettant de donner force exécutoire à un jugement étranger ou à une sentence arbitrale au sein d'un État – souffre en somme d'une présomption de difficulté.

87. – Cette présomption est – selon nous – regrettable du fait que l'intérêt essentiel de l'arbitrage en dérivés tient justement au fait – comme le rappelle l'ISDA²⁰⁵ – que l'arbitrage bénéficie d'un meilleur régime en matière d'exécution de sentences arbitrales à l'étranger que ce qui existe pour les jugements nationaux. La raison de ce meilleur "ratio d'exécutabilité" pour les sentences arbitrales tient au fait qu'il existe de nombreuses conventions internationales bilatérales ou multilatérales assurant la reconnaissance et l'exécution des sentences arbitrales entre les États signataires. Partant de là, regarder en amont de l'opération envisagée s'il existe un accord bilatéral ou multilatéral d'exécution réciproque entre le pays du siège arbitral choisi et le lieu d'exécution de la décision, constitue – selon l'ISDA – « *le point de départ pour évaluer le risque d'exécution* »²⁰⁶ d'une potentielle sentence arbitrale.

88. – **Convention de New York** – Le fait que l'arbitrage soit plus performant en terme d'*exequatur*, par rapport aux jugements judiciaires, est un sérieux avantage en matière d'opérations transfrontalières en ce que cela permet d'envisager des contreparties issues de juridictions plus exotiques dont la défiance pour les jugements occidentaux constitue un frein aux activités économiques. En effet, selon le groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière susvisé, « *la Convention de New York* [ndlr : "Convention pour la reconnaissance et l'exécution des sentences arbitrales étrangères" de 1958], *ratifiée par* [156] *pays, permet de faciliter la reconnaissance et l'exécution de sentences dans des États dans lesquels les juridictions étatiques sont considérées, pour des raisons diverses – manque de compétence en matière d'opérations financières complexes, corruption, manque*

²⁰⁵ En ce sens : « *We suggest that the main attraction of arbitration is that it benefits from a much more comprehensive regime for the cross-border enforcement of arbitral awards than exists for court judgments (...)* The arbitral award can be enforced against a party or its assets by invoking the coercive power of a court. As explained further below, the cross-border enforcement of arbitral award is underpinned by an international treaty, the 1958 New York Convention, which makes arbitration particularly attractive for resolving disputes arising out of international transactions. (...) A number of attributes are typically cited as advantages of arbitration. However, in our experience, the increase in the use of arbitration in derivatives contracts (and in international financial transactions more generally) is driven primarily by a combination of the unattractiveness of litigating such disputes in the courts of many jurisdictions, particularly in emerging markets, and the enforcement advantages of the New York Convention. » – P. Werner, « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011, §1.4, §2.4 and §4.1.

²⁰⁶ En ce sens : « *The starting point for assessing enforcement risk is to consider whether there is any arrangement for reciprocal enforcement between (i) the country of the chosen court or of the seat of arbitration and (ii) the likely place of enforcement* » – P. Werner, *op. cit.*, §4.5.

d'indépendance, etc. – comme inadéquates et qui par ailleurs reconnaissent difficilement les décisions rendues par des tribunaux judiciaires occidentaux. On rappellera néanmoins que les motifs de rejet des demandes d'exequatur de sentences rendues à l'étranger demeurent multiples et la pratique montre une difficulté à obtenir l'exécution des sentences étrangères dans certains pays »²⁰⁷. On l'aura compris, la Convention de New York constitue l'un des atouts clefs en faveur de l'arbitrage en ce qu'elle accroît sensiblement les chances d'obtenir l'exécution d'une décision arbitrale, à l'inverse des décisions judiciaires ayant plus de difficultés à bénéficier de l'*exequatur* au sein des États et dont les solutions sur le fond des litiges se transforment "en victoires à la Pyrrhus"²⁰⁸ pour les parties. On notera enfin que l'avantage qu'offre l'existence d'un régime global d'exécution transfrontalière pour les sentences arbitrales – grâce à la Convention de New York – est d'autant plus estimable que – comme le rappelle l'ISDA²⁰⁹ – il n'existe aucun régime équivalent pour les jugements judiciaires nationaux.

Bien que l'ISDA souligne que la Convention de New York impose aux tribunaux des États signataires l'obligation de reconnaître et de faire exécuter une sentence arbitrale sous réserve uniquement de motifs de refus spécifiques et limités qui ne comprennent pas un examen du fond du litige²¹⁰, on constate néanmoins que « *l'annulation par les tribunaux judiciaires de nombreuses sentences internes et internationales ces dernières années a amené plusieurs parties (...) à remettre en question une ouverture récente et encore fragile à l'arbitrage. Les causes d'annulation relev[ant] de l'inventaire à la Prévert* »²¹¹.

On comprend ainsi qu'il serait illusoire de croire que les sentences arbitrales entrant dans le périmètre de la Convention de New York seraient imperméables aux vicissitudes de l'*exequatur*. En effet, si cette convention offre des éléments de sécurité juridique au niveau international, elle ne saurait en revanche outrepasser la souveraineté judiciaire des États. Cette

²⁰⁷ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §88.

²⁰⁸ En ce sens : « *Today, however, many parties to such transactions are based in emerging jurisdictions in which it is difficult to enforce a foreign judgment. Succeeding on the merits of a dispute may prove to be a pyrrhic victory if it is not possible to enforce the resulting judgment. Many counterparties in emerging jurisdictions are also increasingly reluctant to accept that any dispute will be resolved in the English or New York courts; arbitration is often a more acceptable alternative.* » – P. Werner, « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011, §4.2.

²⁰⁹ En ce sens : « *Agreeing to arbitration allows a party to avoid having to litigate in a jurisdiction in whose courts it does not have confidence, whilst producing an award which has a clear advantage over a foreign court judgment at the enforcement stage. This enforcement advantage arises because arbitration benefits from a global regime for the cross-border enforcement of arbitral awards under the New York Convention, whereas there is no comparable regime for court judgments.* » – P. Werner, *op. cit.*, §4.4.

²¹⁰ En ce sens : « *The New York Convention imposes an obligation on the courts of signatory states to recognise and enforce an arbitral award subject only to specific and limited grounds for refusal, which do not include a review of the merits of the dispute.* » – P. Werner, *op. cit.*, §4.6.

²¹¹ Comité Français de l'Arbitrage, *op. cit.*, Introduction.

souveraineté judiciaire des États se manifeste notamment par le contrôle que va exercer le juge judiciaire saisi de la demande d'*exequatur*. Aussi réduit que puisse être ce contrôle, il n'empêche que celui-ci peut tout de même conduire à ce qu'un juge étatique refuse l'exécution de la sentence arbitrale. En effet, « *le juge d'État, à l'occasion de sa fonction d'assistance, opérera un contrôle de l'arbitrage, afin de vérifier qu'il donne effet à une procédure arbitrale respectant les intérêts étatiques. Le juge étatique vérifiera si le tribunal arbitral était compétent, si la procédure d'arbitrage était régulière, ou encore, si le tribunal arbitral a respecté les valeurs fondamentales de l'État français, procédurales ou substantielles* »²¹². Aurions-nous donc l'outrecuidance de penser que l'exécution d'une sentence arbitrale présente la fragilité de n'être jamais subie mais toujours choisie ? Incontestablement ! Mais on nuancera cette pensée avec le constat que les jugements judiciaires nationaux présentent plus fortement encore cette même fragilité, l'exécution d'un jugement étranger étant plus rarement acceptée que celle d'une sentence arbitrale.

89. – Convention de Washington – Aux côtés de la Convention de New York, on notera enfin qu'il existe un autre traité international concernant l'arbitrage d'investissement portant sur les opérations bancaires et financières. Ainsi, « *la Convention de Washington signée le 18 mars 1965 sur le règlement des différends relatifs aux investissements entre États et ressortissants d'autres États crée un mécanisme spécialement conçu pour régler les différends entre États hôtes et investisseurs étrangers. Ce système vise à garantir aux investisseurs que leur éventuel litige avec l'État accueillant l'investissement pourra être résolu par un mécanisme offrant indépendance, impartialité et efficacité, et sera chapeauté par la Banque mondiale. La Convention, entrée en vigueur le 14 octobre 1966 et aujourd'hui signée par 159 pays, a commencé à être utilisée à partir du milieu des années 1980. La Convention crée ainsi un Centre International pour le Règlement des Différends relatifs aux Investissements (CIRDI²¹³) et détermine les principes gouvernant la procédure d'arbitrage – ou de conciliation – que doit suivre un tribunal arbitral nommé dans le cadre de la convention. Par ailleurs, un règlement de procédure relatif aux instances d'arbitrage vient, avec d'autres, compléter la convention* »²¹⁴.

²¹² M. Boucaron-Nardetto, « *l'immixtion du juge étatique dans l'arbitrage* », Gazette du Palais n° 362, 28 décembre 2012, §11.

²¹³ Ou "ICSID" en anglais pour "*International Centre for Settlement of Investment Disputes*".

²¹⁴ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §16.

90. – La Convention de Washington présente ainsi le même avantage que celle de New York à savoir favoriser la reconnaissance et l'exécution des sentences arbitrales au sein des États signataires. Le critère d'application de cette convention est que le différend soit relatif à des investissements entre États et investisseurs. Si les parties souhaitent que leur différend entre dans le périmètre de la Convention de Washington – afin de bénéficier ensuite de l'exécution facilitée des sentences arbitrales du tribunal CIRDI – l'enjeu pour les parties est donc de réussir à ce que leur différend soit qualifié par le tribunal de "relatif" à un investissement.

91. – Pour illustrer notre propos, on peut notamment faire appel à un exemple récent avec la sentence rendue en 2012 par le tribunal CIRDI concernant un différend opposant Deutsche Bank AG à la République démocratique socialiste du Sri Lanka²¹⁵. En l'espèce, « *la banque demanderesse avait vendu des options contre la hausse du prix du pétrole à la compagnie nationale de pétrole du Sri Lanka, Ceylon Petroleum Company (CPC). Devant l'évolution du prix à la baisse, CPC s'était retrouvée débitrice à l'égard de la banque d'une forte somme d'argent qu'elle avait refusé de régler. La Cour suprême et la Banque centrale du Sri Lanka intervinrent successivement pour frapper le contrat de dérivé d'illégalité et ainsi empêcher tout paiement à la banque. Dans son action devant le CIRDI, Deutsche Bank demandait que soit reconnue l'atteinte par le Sri Lanka à son droit au traitement juste et équitable que garantit le traité bilatéral de protection des investissements entre l'Allemagne et le Sri Lanka* »²¹⁶. Comme on peut le voir ici, cette sentence est l'exemple parfait de la réalisation du risque pays que l'on vise dans notre étude. Il est qui plus est intéressant de voir que le risque pays se réalise ici dans son "versant" tant juridique que politique. Du point de vue juridique, on constate effectivement que le système juridique local a remis en cause la validité juridique du produit dérivé en déclarant ce dernier illégal. Pour ce qui est du point de vue que l'on qualifie de "politique", on vise ici le fait qu'au terme d'une inspection menée par la Banque centrale sri-lankaise à l'encontre de la Deutsche Bank qui a conduit à interdire le paiement des sommes dues au profit de cette dernière et a infligé des sanctions disciplinaires à son encontre, le tribunal arbitral a relevé le fait que le gouverneur de la Banque centrale avait indiqué au directeur de la Deutsche Bank de la capitale sri-lankaise « *au début de l'inspection, qu'il tenait la banque responsable de diverses infractions mais qu'il était prêt à renoncer à*

²¹⁵ Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka, ICSID, 31 October 2012, Case n° ARB/09/2.

²¹⁶ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §48.

toute sanction si une issue acceptable était trouvée »²¹⁷. Cette démarche – imputable à un représentant d'une autorité locale – illustre le risque pour les opérationnels de se heurter dans certains États étrangers à des pratiques qui seraient susceptibles de relever de la corruption dans les pays occidentaux. Cette sentence est alors l'occasion de voir que l'arbitrage peut également limiter le risque pays dans son versant politique puisque « *cette conclusion exprimée avant même l'aboutissement de l'inspection constituait, pour le tribunal, une violation par l'État à son obligation de traitement juste et équitable que lui imposait le traité en tant que pays hôte* »²¹⁸.

Sur le fond de l'affaire, comme l'explique le Comité Français de l'Arbitrage, « *le tribunal CIRDI décida que les produits dérivés offrant à l'acheteur une protection contre la hausse du prix de pétrole constituent un investissement selon à la fois l'article 25(1) de la Convention de Washington et le traité bilatéral d'investissement applicable en l'espèce, alors même qu'un retournement du marché avait abouti à ce que les flux monétaires qualifiés d'investissement étaient dus par l'État d'accueil à l'investisseur plutôt que dirigés par ce dernier vers l'économie du premier. De cette décision, le tribunal déduisit logiquement que le non-respect par l'État de ses obligations de paiement à l'égard de la banque créancière, accompagné d'ingérences caractérisées par la cour suprême et le régulateur bancaire dans le processus contractuel, devait donner lieu à réparation* »²¹⁹. Concernant la question de la qualification d'investissement pour les produits dérivés en question, le tribunal arbitral a d'abord noté que l'article 1 du traité bilatéral d'investissement applicable en l'espèce²²⁰ définissait largement la notion d'investissement. Ainsi, le tribunal arbitral a estimé que : « *Article 1 of the Treaty provides that the term "investments" includes "every kind of asset" and gives a list of illustrative categories, preceded by the words "in particular". These categories include "c) claims to money which have been used to create an economic value or claims to any performance having an economic value and associated with an investment.* »²²¹. De ce constat, le tribunal tire la conclusion que le produit dérivé en l'espèce pouvait être considéré comme un investissement. Le tribunal précise en effet que : « *The Arbitral Tribunal considers that the Hedging Agreement is an asset. It is a legal property with an economic value for Deutsche Bank. It is a claim to money which has been used to create an economic*

²¹⁷ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §49.

²¹⁸ Comité Français de l'Arbitrage, *op. cit.*, §49.

²¹⁹ Comité Français de l'Arbitrage, *op. cit.*, §28.

²²⁰ "Treaty between the Federal Republic of Germany and the Democratic Socialist Republic of Sri Lanka concerning the Promotion and Reciprocal Protection of Investments of 7 June 2000".

²²¹ Award from International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID), « *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* », 31 October 2012, Case n° ARB/09/2, §284, p. 57.

value »²²². Pour que le produit dérivé – qualifié désormais d’investissement – puisse bénéficier de la protection du traité, il fallait encore que cet investissement soit rattaché à l’État d’accueil. Sur ce dernier point, le tribunal fait alors appel au critère de rattachement dégagé par une autre sentence arbitrale "Abaclat"²²³ en s’y référant expressément : « *The test to be applied to determine whether such a nexus exists in the case of a financial investment, has been clearly expressed by the majority in the Abaclat case, as follows : "374. The Tribunal finds that the determination of the place of the investment firstly depends on the nature of such investment. With regard to an investment of a purely financial nature, the relevant criteria cannot be the same as those applying to an investment consisting of business operations and/or involving manpower and property. With regard to investments of a purely financial nature, the relevant criteria should be where and/or for the benefit of whom the funds are ultimately used, and not the place where the funds were paid out or transferred. Thus, the relevant question is where (sic) the invested funds ultimately made available to the Host State and did they support the latter’s economic development".* »²²⁴. Le tribunal arbitral décide alors d’appliquer ce précédent jurisprudentiel au cas d’espèce et affirme que les produits dérivés en question – qualifiés d’investissements – présentaient effectivement un lien de rattachement avec l’État hôte. Le tribunal précise ainsi que : « *It is the Arbitral Tribunal’s opinion that the territorial nexis condition is fulfilled in the present case. The reality of today’s banking business is that major banks operate all over the world. The fact that one particular subsidiary or branch does the paperwork does not mean that the financial instrument is located in the country concerned. Here, the preliminary engagement took place in Sri Lanka and it is there too that the investment had its impact. The fact that various Deutsche Bank branches all over the world, including Singapore, participated in the preparation and finalization of the investment, does not alter this conclusion. Nor does the fact that the parties selected English law and English jurisdictions in their agreement. (...) In the present case, it is undisputed that the funds paid by Deutsche Bank in execution of the Hedging Agreement were made available to Sri Lanka, were linked to an activity taking place in Sri Lanka and served to finance its economy which is oil dependent. The Tribunal therefore decides that the condition of a territorial nexus with Sri Lanka is satisfied* »²²⁵. Ce dernier point, et plus généralement la façon dont a été jugé le fond de ce litige, démontre selon le

²²² Award from International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID), « *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* », 31 October 2012, Case n° ARB/09/2, §285, p. 57.

²²³ *Abaclat v. Argentina*, ICSID, 4 August 2011, Case n° ARB/07/5.

²²⁴ Award from International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID), *op. cit.*, §288, p. 58.

²²⁵ Award from International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID), *op. cit.*, §291 and §292, p. 58 and p. 59.

Comité Français de l'Arbitrage « *une compréhension remarquable de l'organisation des groupes bancaires internationaux et de leurs opérations* »²²⁶ de la part du tribunal CIRDI.

Cette sentence arbitrale illustre ainsi l'expertise qu'offrent les tribunaux arbitraux mais surtout l'avantage d'une exécution facilitée du fait de l'application d'un traité international. Le Comité Français de l'Arbitrage ajoute d'ailleurs concernant cette sentence étudiée que « *c'est précisément ce traitement différencié des opérations bancaires qu'attendent les banques de la part des arbitres. Couplé à l'exécution facilitée des sentences CIRDI dans les pays signataires de la Convention de Washington, il constitue un avantage déterminant pour l'arbitrage par rapport aux procédures judiciaires. Pourtant, confrontée à des faits identiques, une autre banque, Standard Chartered, choisit de poursuivre le même défendeur, la compagnie nationale de pétrole sri lankaise, devant les tribunaux de Londres. Si les décisions en première instance et en appel lui furent favorables, les chances de les voir reconnues et exécutées au Sri Lanka alors que la Cour suprême du pays a déclaré par ailleurs le contrat de dérivé illégal sont pratiquement nulles* »²²⁷.

92. – Pour résumer, les parties à une opération sur dérivés dans un contexte international sont soumises au risque pays. Celui-ci correspond au risque de voir s'appliquer à l'opération un régime juridique n'étant pas équivalent à celui applicable en France (prévoyant notamment le caractère exorbitant du droit des faillites). On vient de voir que les parties recourent quasi-systématiquement à des audits juridiques en amont de la conclusion de l'opération afin d'identifier l'étendue du risque pays. Le recours à ces audits est complété par l'utilisation de clauses de contentieux (clauses compromissaires et attributives de juridiction). Celles-ci permettent aux parties d'éviter tant que faire se peut l'application d'un droit local, en attribuant la compétence exclusive de leurs litiges à la juridiction (ou le tribunal arbitral) de leur choix. Bien que chacune de ces clauses présente quelques différences entre elles, on a vu que les deux visent à optimiser les chances de voir la *lex contractus* respectée (aux fins de préserver une prévisibilité quant au régime juridique applicable aux dérivés). C'est en cela qu'elles constituent un outil de gestion du risque pays.

93. – Nos développements de ce chapitre se sont efforcés de démontrer l'importance du régime juridique dérogatoire reconnu par le législateur au bénéfice des opérations sur dérivés.

²²⁶ Comité Français de l'Arbitrage, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, §30.

²²⁷ Comité Français de l'Arbitrage, *op. cit.*, §31.

Ce régime légal offre en effet d'incontournables techniques de limitation du risque de contrepartie. C'est d'ailleurs en raison de leurs enjeux que l'on a vu que les parties s'efforcent de s'assurer de la reconnaissance de ces techniques légales en matière d'opérations sur dérivés à l'international. À présent, nous allons voir quels sont les supports contractuels mis en œuvre par les parties et qui permettent aux techniques légales de s'exprimer.

Chapitre 2 – Les supports contractuels, relais des techniques légales

94. – L'architecture contractuelle utilisée en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré est relativement complexe et présente certaines spécificités. En effet, plusieurs contrats peuvent être conclus pour une même opération. Chaque support de l'ensemble contractuel poursuit un objectif spécifique et a son utilité sur la gestion du risque de contrepartie. Aussi, nous présenterons d'abord les différents supports contractuels utilisés par les parties aux opérations sur dérivés de gré à gré (section 1), avant d'expliquer comment les parties s'efforcent systématiquement de s'assurer en amont de l'efficacité de ces supports contractuels (section 2).

Section 1 – Présentation des supports contractuels

95. – La documentation contractuelle en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré est très variée car elle vise à s'adapter aux spécificités de chaque opération. C'est d'ailleurs l'avantage attaché aux relations juridiques bilatérales. Tout au long de notre étude et selon les *scenarii* concernés, nous nous efforcerons de présenter l'ensemble du "panel" possible en termes de documentation. À ce stade, nous verrons que les parties ont recours d'une part, à des contrats-cadres (§1) et d'autre part, à des contrats de collatéralisation (§2).

§1. Le recours aux contrats-cadres

96. – Bien que le procédé du contrat-cadre soit commun dans les relations d'affaires, la pratique a su l'adapter aux spécificités des opérations sur dérivés. Aussi, de nombreuses conventions-cadres sont utilisées par les acteurs du marché des dérivés de gré à gré. Nous verrons qu'il est essentiellement recouru à des conventions-cadres de place (A), bien que d'autres conventions-cadres plus inhabituelles puissent être utilisées (B). Toutes constituent néanmoins des outils de gestion du risque de contrepartie.

A. Le recours aux conventions-cadres de place

97. – Le procédé d'une convention-cadre n'est en aucun cas spécifique à l'activité des opérations sur dérivés mais constitue un procédé de droit commun, d'ailleurs récemment consacré par la réforme du droit des obligations comme notion à part entière au sein du code

civil²²⁸. Ainsi, il n'est pas rare de retrouver ce format contractuel au sein des autres branches du droit des affaires, et tout particulièrement concernant le droit de la distribution. Pour autant, les particularismes de l'activité des opérations sur dérivés ont justifié l'élaboration par la pratique de conventions-cadres dédiées à ce marché, répondant à une typologie particulière et quelque peu confuse (1), mais constituant indéniablement un outil de limitation du risque de contrepartie pour les acteurs économiques (2).

1. Une typologie confuse

98. – Utilisation de contrat-cadres de place – Le nouvel article 1111 du Code civil – issu de la réforme du droit des obligations²²⁹ – a offert pour la première fois une définition légale de la notion de "contrat cadre". D'un point de vue exégétique, il est intéressant de relever que législateur a fait le choix de définir la notion de "contrat cadre" en y associant celle de "contrats d'application". Ainsi, « *le contrat cadre est un accord par lequel les parties conviennent des caractéristiques générales de leurs relations contractuelles futures. Des contrats d'application en précisent les modalités d'exécution* ». Le schéma de ce procédé contractuel est donc posé de la façon la plus simple – et efficace – qui soit par le législateur : le contrat-cadre a pour objet d'établir les règles générales, applicables à l'ensemble des relations contractuelles entre les parties, là où des contrats d'application auront ensuite pour objet d'établir les règles spéciales à chacune des situations spécifiques concernées.

Si cette toute première définition légale du contrat-cadre de droit commun correspond – à n'en pas douter – à la réalité des conventions-cadres utilisées en matière d'opérations sur dérivés, il n'en demeure pas moins qu'une précision supplémentaire mérite d'être précisée à l'égard de celles-ci, à savoir qu'en matière de produits dérivés de gré à gré, « *les parties prennent le soin de les rattacher à des conventions-cadres établies par des organisations professionnelles* »²³⁰. Les conventions utilisées en pratique sont effectivement certes des contrats-cadres, mais elles sont surtout des contrats-cadres de place, c'est-à-dire élaborées par des associations professionnelles. À ce titre d'ailleurs, « *il existe un grand nombre de conventions-cadres, élaborées par diverses associations professionnelles, nationales (...),*

²²⁸ Article 1111 du Code civil créé par l'article 2 de l'Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n°0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

²²⁹ Issue de l'article 2 de l'Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n°0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

²³⁰ S. Grasset, C. Dimi, « *Une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 01 juillet 2009, p. 326.

locales (...) ou internationales (...). Il existe donc plusieurs conventions pour un même type de transactions, laissant le choix aux parties »²³¹. Malgré cette pluralité d'associations professionnelles, la documentation proposée par l'une d'entre elles centralise à elle seule une grande partie de l'activité. À ce titre, et comme le précisent certains auteurs, « l'ISDA constitue l'association professionnelle la plus importante sur le marché des produits dérivés OTC [à tel point qu'] il est quasiment impossible de négocier des instruments financiers à terme sans faire référence à la documentation contractuelle proposée par l'ISDA »²³².

Si nous verrons plus loin²³³ que le fait de recourir à des conventions dites de place n'est pas – ou plus – une condition impérative pour bénéficier du régime légal relatif aux produits dérivés, il n'en demeure pas moins que la réalité de la pratique veut que les conventions-cadres de place soient les seules essentiellement utilisées par les acteurs. Plus encore, l'architecture caractéristique et la typologie des conventions-cadres utilisées dans cette activité ne sont *in fine* que les reflets des différentes conventions-cadres de place existantes.

99. – Architecture type des conventions-cadres utilisées – Avant d'envisager la typologie des conventions-cadres utilisées en matière d'opérations sur dérivés, il nous semble opportun de rappeler l'architecture type sous laquelle se présentent ces mêmes conventions-cadres. À dire vrai, nous n'ambitionnons pas ici une description exhaustive de l'ensemble des architectures possibles du fait que celles-ci peuvent être fortement variées et ce afin de correspondre aux spécificités documentaires qu'exigent certaines transactions. Nous souhaitons seulement présenter ici l'architecture type, classique, à laquelle répond l'essentiel des conventions-cadres utilisées. Les autres architectures plus spécifiques seront quant à elles approfondies au moment opportun de notre étude²³⁴.

100. – Tout d'abord, on trouve une convention-cadre de place telle que celles proposées par les associations professionnelles que sont l'ISDA ou la FBF²³⁵ et qui a pour vocation de régir

²³¹ A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « *Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ?* », Option Finance n°640, 30 avril 2001, p. 29.

²³² S. Grasset, C. Dimi, « *Une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 01 juillet 2009, p. 326.

²³³ Voir *infra* §112 et s.

²³⁴ À titre d'exemple nous présenterons plus loin dans notre étude (voir *infra* §324 et s.) certaines des nouvelles exigences documentaires qu'entraîne la compensation centrale obligatoire issue du Règlement EMIR.

²³⁵ Il s'agit là des deux conventions les plus utilisées en France. À titre d'indication, de nombreuses autres conventions de place peuvent être amenées à être utilisées telles que la convention-cadre espagnole CMOF ("*Contrato Marco de Operaciones Financieras*") élaborée par l'association professionnelle espagnole "*Asociación Española de Banca*"; ou encore la convention-cadre allemande dite "DRV" ("*Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte*").

l'ensemble des différentes transactions passées, présentes ou à venir entre les contreparties signataires.

Cette convention-cadre s'accompagne également d'un ensemble de définitions communes ayant pour objectif de fournir un cadre concernant le sens à donner aux différents termes utilisés au sein de la documentation négociée entre les contreparties. Sous convention FBF on parle alors d'"additif technique"²³⁶ et sous convention ISDA de "*definitions*"²³⁷. Face à la quantité et à la technicité des termes pouvant être employés tout au long des transactions entre les contreparties, l'objectif de cette documentation est d'apporter le plus de précision possible quant à façon dont ils doivent être entendus. Bien que chaque association professionnelle ait prévu ses propres éléments de définition, il existe incontestablement un réel déséquilibre entre les deux du fait de la petitesse des additifs de la FBF face à la richesse des *definitions* de l'ISDA. Ce déséquilibre contraint parfois les professionnels de l'industrie bancaire à opérer ce qu'ils appellent un "*bridge*", c'est-à-dire à intégrer par référence des définitions issues d'ISDA au sein d'une documentation pourtant sous convention FBF. Certaines définitions présentes au sein de la documentation ISDA n'ayant pas d'équivalent au sein de son homologue français, l'adjonction de ces termes à ceux des additifs se révèle effectivement parfois nécessaire.

101. – La convention-cadre va ensuite être amendée par les contreparties, et ce notamment au moyen de la partie prévue à cet effet dans chaque convention de place qui se situe à la fin du document. On parle d'"Annexe" sous FBF et de "*schedule*" sous ISDA. Ces annexes vont permettre aux parties de négocier entre elles leurs engagements contractuels et prendre en compte les spécificités de leur relation juridique.

En plus de ces annexes générales, diverses annexes plus spécifiques peuvent venir s'ajouter au contrat-cadre. À titre d'illustration, l'"Annexe fiscale" sous FBF permet par exemple de se conformer aux déclarations fiscales liées à la réglementation américaine dite FATCA²³⁸ ; mais aussi d'encadrer les cas où il y aurait un quelconque changement législatif, réglementaire, jurisprudentiel ou administratif qui rendrait la transaction illicite sur le plan fiscal pour l'une

²³⁶ FBF, Définitions communes aux additifs techniques, 2007 – <http://www.fbf.fr/fr/contexte-reglementaire-international/cadre-juridique/codes-et-conventions/additifs-techniques---convention-cadre-fbf-relative-aux-operations-sur-instruments-financiers-a-terme>.

²³⁷ Deux versions existent : la « 2006 ISDA Definition » et la « 2000 ISDA Definition ».

²³⁸ L'accord dit FATCA pour "*Foreign Account Tax Compliance Act*" a été signé aux Etats-Unis le 18 mars 2010 afin d'instaurer un régime déclaratif pour les institutions financières à l'égard de certains comptes de contribuables américains dans le but de lutter contre la fraude internationale. La France a signé le 14 novembre 2013 avec le gouvernement américain un accord « *en vue d'améliorer le respect des obligations fiscales à l'échelle internationale et de mettre en œuvre la loi FATCA* » – <http://proxypubminefi.diffusion.finances.gouv.fr/pub/document/18/16304.pdf>.

ou l'autre des parties et constituerait une "circonstance nouvelle" au sens de la convention-cadre entraînant *de facto* la résiliation des opérations. D'autres annexes, telles que l'"Annexe Remises en Garantie" sous FBF et le "*Credit Support Annex*" sous ISDA, permettent également de préciser les modalités de calcul et de remise en pleine propriété des différents actifs financiers remis par une partie à une autre et qui « *sont affectés à la garantie de toutes les sommes qui peuvent être dues (...) au titre de toutes les transactions régies par la convention-cadre, et notamment au complet règlement du solde de résiliation* »²³⁹.

102. – Une fois la convention-cadre conclue (ainsi que les différentes annexes), les nouvelles transactions entrant dans le champ d'application de ladite convention-cadre seront conclues au moyen d'une "*confirmation letter*" (ou encore "*short form confirmation*"). Celle-ci va essentiellement se limiter à faire référence à la documentation initiale, c'est-à-dire aux additifs techniques ainsi qu'à la convention-cadre telle qu'amendée par son annexe, pour ensuite – comme son nom le laisse entendre – confirmer l'accord des parties sur les paramètres financiers de la transaction concernée. Il est néanmoins possible pour une confirmation – à l'instar de ce qui est fait via l'annexe – de venir modifier ou compléter les termes de la convention-cadre telle qu'amendée par son annexe. Dans cette hypothèse, la différence de la confirmation est que les modifications apportées ne s'appliqueront qu'à la transaction concernée, et non à toutes celles qui sont dans le giron de la convention-cadre comme c'est le cas pour l'annexe. De ce fait, en cas de contradiction entre les stipulations d'une confirmation et celles de la convention-cadre telle que modifiée par son annexe ou même des additifs techniques, ce seront celles issues de la confirmation qui prévaudront en vertu du principe *specialia generalibus derogant*.

Sans prétendre à l'exhaustivité, il nous semble pertinent de préciser qu'il existe aux côtés de la "*confirmation letter*" un autre type de confirmation à savoir la "*long form confirmation*". Cette confirmation va finalement jouer le même rôle qu'une convention-cadre mais pour une seule et même transaction. Cette *long form* est principalement utilisée lorsque les parties en présence sont d'accords sur les aspects financiers de l'opération mais savent que la négociation des clauses juridiques au sein de la convention-cadre va nécessiter un certain délai. Afin de gagner du temps, les parties décident alors de figer les aspects financiers au moyen de la *long form* qui équivalra à ce que les contreparties aient signé une convention-

²³⁹ Anne Remises en Garantie, version de 2007, Fédération Bancaire Française – <http://www.fbf.fr/fr/contexte-reglementaire-international/cadre-juridique/codes-et-conventions/convention-cadre-fbf-relative-aux-operations-sur-instruments-financiers-a-terme>.

cadre pour cette seule et unique opération. À l'inverse de la convention-cadre, une *long form* ne peut donc pas régir plusieurs transactions. Cette limitation du champ de la *long form* à la seule opération concernée entraîne un coût pour les parties au niveau de leur exposition nette. En effet, il n'est pas possible d'actionner le mécanisme de résiliation-compensation entre plusieurs *long form* en vue de dégager un solde net unique, de sorte que chaque confirmation dégagera son propre solde. La solution pour les contreparties est alors de prévoir au sein de la *long form* une obligation de négociation d'une convention-cadre dans un délai imparti qui aura vocation à récupérer la transaction concernée à l'issue d'un acte de novation.

103. – Pour résumer, l'architecture contractuelle type en matière de dérivés de gré à gré répond à un "triolet" documentaire quasi-institutionnel. En effet, « *les conventions-cadres se composent de trois documents : le contrat en lui-même qui définit les relations entre les parties et les principes qui le gouvernent, une annexe dans laquelle les parties peuvent insérer des dispositions spécifiques, dans le respect des principes généraux, les confirmations qui précisent au cas par cas les conditions économiques de chaque transaction* »²⁴⁰.

On relèvera néanmoins que cette trilogie documentaire – constituée par les conventions-cadres, les annexes et les confirmations – ne vient finalement que satisfaire au concept de "contrat-cadre" tel qu'il est désormais défini au sein du Code civil ; les annexes et les confirmations n'étant en définitive que des "contrats d'application précisant les modalités d'exécution" d'une convention-cadre²⁴¹.

Fort de ce constat, il nous semble que la présentation classico-classique de cette trilogie documentaire contractuelle en matière de dérivés de gré à gré mériterait d'être délaissée au profit de la dichotomie civiliste applicable en matière de contrat-cadre de droit commun en distinguant d'une part, un contrat-cadre et d'autre part, des contrats d'application (en l'espèce annexe, annexe fiscale, annexe de remises en garantie, confirmations, etc.).

²⁴⁰ F. Fages, J. Rossi, « Arbitrage en matière financière : nouvelles perspectives », Gazette du Palais n° 353, 19 décembre 2002, p. 29, 3. b).

²⁴¹ Cette idée ressort d'ailleurs dans la présentation de certains auteurs. À titre d'illustration : « *Concrètement, ces conventions prennent la forme de contrats-cadres auxquels les parties peuvent ajouter certaines modifications, sans toutefois ignorer les principes généraux qui les sous-tendent. Les parties n'ont ensuite plus qu'à établir les documents pour chaque transaction ("les confirmations", qui sont plus ou moins détaillées (...)), précisant les spécificités de ces opérations (...) et faisant simplement référence à la convention* ». – A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « *Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ?* », Option Finance n°640, 30 avril 2001, p. 28.

104. – Si l’architecture type de la documentation contractuelle utilisée en matière de dérivés de gré à gré est ainsi précisée, il nous reste encore à préciser la typologie quelque peu confuse des conventions-cadres existantes.

105. – Multiplicité terminologique – Se familiariser avec l’activité des opérations sur dérivés impose de s’inféoder au règne de nombreux acronymes, au premier rang desquels se trouvent ceux désignant la plupart des conventions-cadres existantes (ISDA, FBF, EMA, etc.). On comprend alors que le lecteur profane éprouvera quelques difficultés avant de pouvoir évoluer sereinement au sein de ce jargon et de cerner la nature de la documentation derrière chaque acronyme. À cette jungle terminologique, s’ajoutent également d’autres obscures appellations visant non plus à désigner une convention-cadre – comme le font les acronymes susmentionnés – mais à identifier la catégorie à laquelle celle-ci appartient. C’est ainsi qu’il arrive que soient évoquées, ici ou là, des conventions mono-produit ou multi-produits, trans-produits ou encore multi-opérations, sans parler de leurs équivalents – plus ou moins fidèles – dans la langue de Shakespeare largement utilisés par les praticiens. Cette multiplicité terminologique concernant les conventions-cadres existantes en matière de produits dérivés ainsi que leurs catégories dont elles relèvent, rend implacablement la typologie de celles-ci compliquée et confuse.

106. – Les produits comme critères des catégories – Nonobstant cet imbroglio, il convient de tenter de présenter les conventions-cadres de la façon la moins obscure possible. Les conventions-cadres en matière de produits dérivés peuvent appartenir à quatre catégories : les conventions dites "mono-produit", les conventions dites "multi-produits", les conventions dites "trans-produits" (également appelées "multi-opérations") et enfin les conventions dites "chapeau" (également appelées les "*master-master*")²⁴². En creux, on comprend que la

²⁴² Un auteur avait déjà formulé bien avant nous une telle typologie des conventions-cadres d’opérations sur dérivés. Cependant ce dernier distinguait seulement trois catégories. Selon lui, « *il pourra s’agir de conventions "mono-produit", c’est-à-dire de conventions destinées à ne régir qu’un type particulier d’opérations financières, c’est le cas par exemple des contrats-cadres ICOM, IFEMA, IRSA ou IRSEA. Il peut également s’agir de contrats "multi-produits", c’est-à-dire de conventions régissant l’ensemble de la gamme des produits d’une même qualification juridique, comme par exemple les contrats-cadres ISDA (...) ou FBF (...). Il peut enfin s’agir de conventions "trans-produits" (...), destinées à régir des instruments de natures financière et juridique distinctes, comme par exemple l’Euromaster* ». Concernant l’exemple des contrats-cadres ICOM, IFEMA, IRSA ou IRSEA, l’auteur précise plus loin qu’il s’agit des conventions suivantes : "ICOM" pour « *International Currency Options Market Master Agreement publié en 1997 par les membres du Foreign Exchange Committee, la British Bankers’ Association, le Tokyo Foreign Exchange Market Practices Committee et le Canadian Foreign Exchange Committee pour la documentation des opérations d’options de change* » ; "IFEMA" pour « *International Foreign Exchange Master Agreement publié en 1997 par les membres du Foreign Exchange Committee, la British Bankers’ Association, le Tokyo Foreign Exchange Market Practices Committee et le*

typologie des conventions-cadres se fonde en réalité sur la nature des produits ayant vocation à être régis par la convention.

107. – La catégorie spécifique des conventions-chapeau – La catégorie des conventions-chapeau étant quelque peu particulière par rapport aux autres, la plupart des auteurs décide de les traiter à part et ce afin notamment de la mettre en parallèle avec la catégorie des conventions dites trans-produits (ou encore multi-opérations).

En effet, un auteur estime – à raison – que par rapport à une convention multi-opérations, la convention-chapeau est « *une technique documentaire certes distincte, mais visant à atteindre un résultat économique strictement identique* »²⁴³. Le professeur Roussille partage ce même constat, en ce qu'elle estime que « *la soumission d'opérations de nature différente – swaps, options, prêts et pensions... – à une seule convention-cadre [ndlr : convention multi-opérations] offre les mêmes avantages que la convention-chapeau organisant une compensation globale* »²⁴⁴. Les techniques documentaires de ces deux types de conventions sont effectivement totalement différentes en ce qu'une convention trans-produits constitue un contrat-cadre à part entière et établi *a priori*, là où une convention-chapeau n'est en réalité qu'une forme de "liant contractuel" établi *a posteriori* entre plusieurs contrats-cadres "sous-jacents". Pour autant, il est vrai que ces deux formats documentaires visent *in fine* le même résultat économique, à savoir la réduction de l'exposition entre les parties à un solde unique net compensé. En effet, l'objectif économique recherché par l'utilisation de l'une ou l'autre de ces deux conventions-cadres réside dans la compensation finale unique de l'ensemble des expositions au titre des opérations de diverses natures régies par la convention-cadre en question (chapeau ou trans-produits).

Nonobstant cette identité d'objectif économique, il n'en demeure pas moins qu'une différence subsiste dans le procédé choisi pour l'atteindre. La compensation finale unique d'opérations de diverses natures ne sera pas issue des mêmes mécanismes juridiques selon le type de convention-cadre mise en place. À dire vrai, cette différence de mécanismes – dont sera issue la compensation finale unique – n'est d'ailleurs que le reflet de la différence d'objet entre ces

Canadian Foreign Exchange Committee pour la documentation des opérations de change à terme » ; "IRSA" pour « *Interest Rate Swap Master Agreement publié en 1987 par l'International Swaps Dealers Association - aujourd'hui renommée International Swaps and Derivatives Association (ISDA) pour la documentation des swaps de taux d'intérêt* » ; "IRSEA" pour « *Interest Rate and Currency Exchange Agreement publié en 1987 par l'ISDA pour la documentation des swaps de taux d'intérêt et de change* ». – A. Caillemer du Ferrage, « *Le rêve familier du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, I., §8 et notes 1, 2, 3 et 4, p. 5 et 15.

²⁴³ A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §16, p. 7.

²⁴⁴ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, II. 1).

deux conventions. En effet, « *la technique du contrat chapeau se distingue nettement de la convention trans-produits (...) en ce qu'elle n'est destinée à fonctionner qu'en cas de défaillance de l'une des parties, tandis que la seconde sert à régir structurellement, dès leur conclusion et jusqu'à leur terme, dans un ensemble contractuel cohérent et symétrique (...) un ensemble d'opérations de nature juridique distinctes. L'objet (...) n'est donc pas le même* »²⁴⁵. Les effets de la convention-chapeau ne se feront donc ressentir qu'à la suite de la manifestation d'un événement de défaut – tel que défini contractuellement – à l'encontre de l'une des parties, là où – à l'inverse – ceux de la convention trans-produits se font également ressentir tout au long de l'exécution des opérations. De cette manière, on entrevoit le fait que la différence entre une convention trans-produits et une convention-chapeau équivaut « *en d'autres termes [à] la distinction du close-out netting et du global netting* »²⁴⁶. La convention-chapeau a pour objet d'organiser la compensation globale des soldes de résiliation dégagés à l'issue de la résiliation-compensation de chaque contrat-cadre sous-jacent qu'elle régit ; tandis que la convention trans-produits a pour objet d'organiser un régime de résiliation-compensation unique pour l'ensemble des opérations – juridiquement différentes – qu'elle régit²⁴⁷. Un seul solde unique net compensé sera finalement obtenu pour chacune de ces conventions, mais pour la convention-chapeau ce sera au titre de la compensation globale alors que pour la convention trans-produits ce sera au titre d'un régime de résiliation-compensation unique. Enfin, cette compensation finale unique d'opérations de diverses natures – obtenue soit par mécanisme de compensation globale soit par mécanisme de résiliation-compensation – est justement ce qui permet à ces « *deux systèmes documentaires (...) [d'être] en réalité tous deux destinés à fonctionner d'abord comme un outil de protection du risque de crédit* »²⁴⁸.

²⁴⁵ A. Caillemer du Ferrage, « *Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, II. 4), §30, p. 10.

²⁴⁶ A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §30, p. 10.

²⁴⁷ En ce sens : « *le terme de close-out netting (...) doit (...) être réservé au mécanisme d'indemnisation contractuelle intra-convention, c'est-à-dire effectué au sein d'une convention-cadre unique pour l'ensemble des opérations qu'elle régit. (...) En revanche, l'opération, ultérieure au close-out netting, consistant dans la compensation entre eux de plusieurs de ces soldes de résiliation calculés en application des dispositions de plusieurs conventions-cadres distinctes, est un mécanisme de global netting* ». Ainsi, une convention trans-produits « *n'est pas un contrat "modulaire" qui traite en séquence les prêts de titres et les pensions. [Elle] n'organise pas la compensation de soldes de résiliation calculés par module ou "sous-convention", comme le ferait (...) une convention-chapeau de global netting. [Elle] globalise dans une mécanique de close-out netting unique des opérations, certes de natures juridiques différentes (...), mais considérées dans leur ensemble* ». – A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §8, §9 et §30, p. 5 et 11.

²⁴⁸ A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §31, p. 11.

108. – Si la typologie de ces quatre catégories des conventions-cadres utilisées est ainsi précisée, il nous reste encore à expliciter comment ces conventions sont au service de la limitation du risque de contrepartie.

2. Un outil certain de limitation du risque de contrepartie

109. – Une standardisation source de sécurité juridique – Il est certain que la standardisation d'une documentation se justifie souvent par le gain de temps qu'elle procure²⁴⁹. Mais corrélativement à l'argument quantitatif en faveur de la standardisation, il nous semble qu'un autre argument cette fois-ci qualitatif résonne plus encore en faveur du recours à cette standardisation : la sécurité juridique. La rédaction des conventions-cadres de place s'explique indiscutablement par la recherche d'une sécurité juridique²⁵⁰. C'est « *en raison des risques inhérents aux transactions financières et aux marchés de gré à gré (...) [que] la pratique a élaboré certains contrats types destinés à sécuriser ces transactions en limitant les risques* »²⁵¹.

Plus précisément, il faut comprendre ici que la sécurité juridique offerte par les conventions-cadres permet, d'une façon générale, de limiter le risque de contrepartie en ce qu'elle contribue à la prévisibilité de l'environnement juridique dans lequel évoluent les opérations sur dérivés et – surtout – participe aux efforts rédactionnels mis en œuvre par les opérationnels pour encadrer tant que faire se peut l'aléa juridico-financier de façon à ce que les relations contractuelles entre les parties se déroulent tel que prévu. La standardisation des relations contractuelles est facteur de prévisibilité juridique accrue des opérations sur dérivés et participe à ce titre à la limitation du risque de contrepartie.

²⁴⁹ Comme l'expliquent ainsi certains praticiens, « *au lieu de négocier au cas par cas les contrats dans leur intégralité, les intervenants des marchés OTC ont jugé préférable de proposer à leurs cocontractants des conditions générales standardisées et plus ou moins détaillées, limitant la négociation aux particularités de l'opération envisagée* ». – A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « *Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ?* », Option Finance n°640, 30 avril 2001, p. 28.

²⁵⁰ Certains auteurs expliquent d'ailleurs à ce titre que les « *nouveaux espaces de liberté [que constituaient les marchés de gré à gré, et qui avaient été] permis par la déréglementation des marchés financiers ont (...) rapidement fait apparaître le besoin d'un environnement légal sécurisé. Les opérateurs financiers sur ces marchés ont alors entrepris de construire cet environnement par la voie contractuelle en élaborant des conventions-cadres. [Or, la raison du recours à] ce procédé contractuel [est justement qu'il] présente le mérite d'offrir une sécurisation des transactions en les standardisant tout en laissant aux parties une certaine marge de manœuvre* ». – F. Fages, J. Rossi, « *Arbitrage en matière financière : nouvelles perspectives* », Gazette du Palais n° 353, 19 décembre 2002, p. 29, 3.

²⁵¹ A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, *op. cit.*, p. 27.

110. – Mais au-delà du fait que les conventions-cadres « assurent (...) une certaine sécurité juridique en permettant de maîtriser, ou tout au moins de limiter les risques inhérents aux opérations considérées »²⁵², il faut aussi comprendre que cette standardisation n'a pas uniquement pour fonction de sécuriser des transactions et un environnement légal risqués, elle a également – et surtout – pour effet d'optimiser les effets des mécanismes de compensation limitant le risque de contrepartie.

111. – **Une standardisation source d'optimisation des mécanismes de compensation** – Si le lien unissant conventions-cadres et mécanismes de compensation a toujours existé, il a en revanche changé de nature au fil du temps : d'abord lien de causalité, celui-ci est devenu aujourd'hui un lien de renforcement réciproque.

112. – **Lien de causalité aupaaravant** – Jusqu'à une époque – pas si lointaine – le législateur exigeait explicitement la présence de "conventions-cadres de place" pour que les dettes et créances afférentes aux opérations sur dérivés puissent être compensables entre elles. L'article L. 431-7 du Code monétaire et financier disposait jusqu'en février 2005 que c'est seulement « lorsque des opérations sur instruments financiers (...) sont régies par une convention-cadre respectant (...) les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale (...) [que] les dettes et créances afférentes à ces opérations sont compensables selon les modalités prévues par (...) lesdites conventions-cadres et peuvent donner lieu à l'établissement d'un solde unique compensé ». Ainsi, l'efficacité des mécanismes de compensation relatifs aux opérations sur dérivés était légalement subordonnée à la conclusion de convention-cadre de place. Le recours à "une ou plusieurs convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale" était ici une condition impérative pour bénéficier du régime légal de la compensation, c'est-à-dire de la possibilité de compenser les dettes et les créances entre elles ou d'établir un solde unique compensé. Par conséquent, si l'utilisation de telles conventions était déjà à l'époque source de sécurité juridique – au moyen de la standardisation de la documentation tel que susvisé – on comprend surtout que l'enjeu attaché au recours aux conventions-cadres de place était bien plus fort qu'aujourd'hui du fait de l'existence de ce lien de causalité qui unissait conventions-cadres de place et régime légal de la compensation. Le recours à une convention-cadre de place était effectivement la condition du bénéfice de ce régime. L'utilisation de ces

²⁵² A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ? », Option Finance n°640, 30 avril 2001, p. 27 et 28.

conventions entraînait l'application de ce régime légal, d'où notre formule de "lien de causalité". Il était impossible pour les contreparties à une convention non-consacrée (i.e. une convention ne respectant pas les principes d'une convention-cadre de place) de pouvoir revendiquer le droit de compenser les créances et dettes afférentes aux opérations sur dérivés ou d'établir un solde unique compensé. Le recours à des conventions-cadres de place était donc essentiel pour bénéficier de ces techniques de limitation du risque de contrepartie²⁵³.

113. – A partir de 2005²⁵⁴, une nouvelle formulation plus dépouillée a été adoptée avec le II de l'article L.431-7 selon laquelle « *Les conventions relatives aux obligations financières mentionnées au I [ndlr : obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers] sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* ». Ce même article L.431-7 a par la suite été abrogé en 2009²⁵⁵, pour faire l'objet d'une renumérotation²⁵⁶ au profit de l'article L.211-36-1 I du Code monétaire et financier²⁵⁷. La formulation du texte est identique à une précision près : « (...) *et les dettes et les créances y afférentes sont compensables entre toutes les parties* (...) ».

La distinction entre "conventions" et "conventions-cadres", opérée par la nouvelle rédaction, vient incontestablement porter atteinte au lien de causalité qui unissait initialement conventions-cadres de place et régime légal de la compensation. De par la conjonction de

²⁵³ C'est d'ailleurs la raison pour laquelle certains praticiens écrivaient au début du millénaire que « *les opérations sur produits dérivés, présentent plusieurs risques, parmi lesquels le risque dit "de contrepartie" (...). C'est dans ce derniers cas que la pratique des conventions-cadres s'est révélée particulièrement innovante. En effet, les conventions prévoient la possibilité, pour la partie non défaillante, de procéder à la résiliation du contrat (et donc de toutes les transactions en cours), cette résiliation emportant l'exigibilité anticipée des sommes dues au titre de ces opérations ("close-out netting"). Ensuite, les parties procèdent à une compensation des sommes dues et à recevoir, ce qui permet d'établir un solde unique pour l'ensemble des transactions régies par la convention. Ce principe a été reconnu par les législations des principaux pays actifs sur les marchés financiers. (...) La créance qui devra être produite sera donc diminuée du fait de la compensation, réduisant d'autant le risque de contrepartie encouru* ». – A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ? », *Option Finance* n°640, 30 avril 2001, p. 28 et 29 ;

²⁵⁴ Modification opérée par l'article 2 de l'Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, NOR : ECOX0400308R, JORF n° 47 du 25 février 2005, p. 3254, texte n° 40.

²⁵⁵ Abrogation opérée par l'article 3 de l'Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, NOR : ECET0821377R, JORF n° 7 du 9 janvier 2009, p. 570, texte n° 4.

²⁵⁶ Compte tenu de l'abrogation d'un article au profit de la création d'un autre telle que cela a été opéré (l'article 3 de l'Ordonnance n° 2009-15 a abrogé l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, tandis que l'article 1 de cette même ordonnance a créé l'article L. 211-36-1 du même Code, reprenant une partie de la formulation du texte abrogé), force est d'en déduire que l'article L.211-36-1 susvisé est en quelque sorte l'héritier du défunt article L.431-7 (Cf. Articles 1 et 3 de l'Ordonnance n° 2009-15).

²⁵⁷ Article créé par la même ordonnance que celle ayant justement abrogé l'article L.431-7 (Cf. article 1 de l'Ordonnance n° 2009-15).

coordination "ou", le législateur met désormais sur un pied d'égalité les hypothèses où les opérations sur dérivés sont « régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres », et consacre *de facto* la possibilité pour des conventions autres que des conventions-cadres de place – ou encore pour une convention-cadre de place dont certaines modifications altèreraient ses principes généraux – de bénéficier du régime légal de la compensation.

114. – Suite à cette modification législative, on aurait pu penser que certains praticiens allaient user de cette nouvelle faculté de recourir à des conventions-cadres qui ne seraient pas élaborées par des associations de place. Néanmoins, l'essentiel des opérations sur dérivés a continué de s'organiser sous une documentation de place pour diverses raisons : tout d'abord, car il est plus facile pour les acteurs économiques de négocier des opérations au moyen d'un langage juridique commun et consacré tel que celui offert par les documentations de place ; également, du fait que la jurisprudence en matière de contentieux des produits dérivés reste rare et laconique, les opérationnels privilégient des formats contractuels ayant été éprouvés auprès des juridictions afin de rester le plus possible en terrain jurisprudentiel connu ; enfin et surtout, car en dépit de la perte du lien de causalité entre conventions-cadres et mécanismes de compensation, il subsiste à présent un lien de renforcement réciproque entre ces derniers qui fait de ces conventions-cadres un réel instrument de limitation du risque de contrepartie.

115. – Lien de renforcement réciproque à présent – Certes, depuis les modifications opérées par le législateur, les conventions-cadres ne participent plus à la limitation du risque de contrepartie de la même façon. Le fait que jadis l'utilisation d'une convention-cadre de place était impérative pour bénéficier du régime légal de la compensation, cela hissait inévitablement ces conventions au sommet des outils de limitation du risque de contrepartie. Pour autant, en dépit de la disparition de ce lien de causalité, il n'en demeure pas moins qu'un lien de renforcement réciproque subsiste entre conventions-cadres et mécanismes de compensation et participe en ce sens à la limitation du risque de contrepartie.

En effet, en régissant et en organisant les mécanismes de compensation, une convention-cadre permet d'étendre leurs effets à l'ensemble des transactions régies par celle-ci. La documentation-cadre est à ce titre le vecteur par lequel les mécanismes de compensation prennent toute leur dimension. Les mécanismes de compensation sont finalement circonscrits au périmètre contractuel – et donc transactionnel – de la documentation dans laquelle ils sont insérés. Plus faible est ce périmètre contractuel, plus faibles seront les effets de ces mécanismes de compensation et *in fine* la limitation du risque de contrepartie qu'ils assurent.

Là où un contrat non-cadre vient restreindre le giron des effets de la compensation et brider *de facto* la limitation du risque de contrepartie, une convention-cadre permet à l'inverse de donner toute l'ampleur nécessaire aux mécanismes de compensation qu'elles renferment afin d'optimiser – et découpler – leur impact sur le risque de contrepartie²⁵⁸.

116. – Partant de là, on constate d'une part, que les mécanismes de compensation voient leurs effets renforcés par le recours à une convention-cadre et d'autre part, que les conventions-cadres voient leur intérêt renforcé par les mécanismes de compensation qu'elles déploient. Il en résulte un renforcement réciproque entre les conventions-cadres et les mécanismes de compensation : l'un renforce l'autre. Comme on l'a dit enfin, ce renforcement réciproque explique pourquoi la convention-cadre reste un outil incontournable de la limitation du risque de contrepartie en matière d'opérations sur dérivés : le recours à une convention-cadre optimise l'impact des mécanismes de compensation sur le risque de contrepartie. En d'autres termes, le "contenant" (convention-cadre) participe finalement autant à limitation du risque de contrepartie que le fait le "contenu" (mécanismes de compensation).

117. – Si nous venons d'expliquer comment les conventions-cadres utilisées en matière d'opérations sur dérivés constituent des instruments de limitation du risque de contrepartie, il nous reste encore à voir que certaines conventions-cadres particulières, les plus inhabituelles en pratique – rapidement abordées lors de notre typologie –, présentent des atouts exceptionnels en termes de limitation du risque de contrepartie mais soulèvent également certaines incertitudes.

B. Le recours à des conventions-cadres inhabituelles

118. – Nous venons de comprendre en quoi une convention-cadre lambda participe à la limitation du risque de contrepartie, mais nous avons également vu qu'il existait une importante diversité au sein de cette grande "famille" que constituent les conventions-cadres utilisées en matière de produits dérivés. Or, il est deux types de conventions – les conventions dites trans-produits et celles dites chapeau – tout particulièrement intéressantes au regard de la

²⁵⁸ Cette faculté d'"optimisation" a d'ailleurs déjà été pointée du doigt depuis longtemps par certains praticiens – notoires – pour qui « *les conventions-cadres relatives aux opérations sur instruments financiers sont devenues au fil des années des instruments juridiques indispensables pour optimiser la gestion du risque de contrepartie afférent à ces opérations* ». – A. Maffei, N. Granger, « L'Euro Master Agreement : un instrument pour gérer le risque de contrepartie », *Option Finance – entreprise & expertise* n° 788, 7 juin 2004, p. 27.

limitation du risque de contrepartie, en ce qu'elles proposent une compensation plus vaste que celle pratiquée par les conventions traditionnellement utilisées par les opérationnels. Ces deux conventions ont certes en commun un objectif économique commun²⁵⁹, qui est la compensation finale unique d'opérations de diverses natures, elles se distinguent cependant par le mécanisme de compensation mis en œuvre à cette fin. En dépit de cet incroyable avantage économique-prudentiel, certaines réticences persistent à l'encontre de ces deux outils de limitation du risque de contrepartie. On observe ainsi que les conventions trans-produits constituent un outil performant mais pourtant boudé des opérationnels (1), et que les conventions chapeau constituent quant à elles un outil avantageux mais appréhendé de ces derniers (2).

1. Les conventions dites "trans-produits" : un outil performant mais boudé

119. – L'étanchéité initiale des différents régimes de résiliation-compensation –
Une convention trans-produits (ou encore "multi-opérations") correspond à une convention-cadre à part entière – établie *a priori* – destinée à régir uniformément en son sein des instruments de natures financière et juridique distinctes²⁶⁰ (contrats financiers, pensions livrées, etc.). Pour comprendre comment ce type de convention constitue un outil de limitation du risque de contrepartie, il est important de connaître les raisons qui ont justifié sa création. Avant l'adoption de la loi NRE²⁶¹, les opérations sur instruments financiers à terme, pensions et prêts de titres étaient gouvernées par trois textes légaux distinctifs. Or, « *la doctrine a toujours considéré que la coexistence de ces trois régimes imposait d'en faire une application distributive, c'est-à-dire limitée, pour chacun d'eux, aux seules opérations spécifiques pour lesquelles il avait été élaboré* »²⁶². Ainsi, comme l'explique le professeur Roussille, la coexistence de ces trois régimes distincts de résiliation-compensation – jusqu'à ce que la compensation finale unique d'opérations de diverses natures ne soit consacrée par la

²⁵⁹ Voir *supra* §107.

²⁶⁰ Voir *supra* §107.

²⁶¹ Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, dite NRE, NOR ECOX0000021L, JORF n° 113 du 16 mai 2001, p. 7776, texte n° 2.

²⁶² A. Caillemer du Ferrage, « *Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, II. 1), §13 et §14, p. 6 – Le professeur Molfessis rappelle également que « *le droit positif connaissait, depuis 1996, trois régimes distincts de "close out netting" [et] l'existence de trois régimes distincts de résiliation-compensation empêchait les opérateurs de réaliser une compensation globale des dettes et créances résultant de l'ensemble des opérations visées instruments financiers à terme, pensions, prêts de titres* » (N. Molfessis, « *Le domaine du "global netting" et la loi sur les nouvelles régulations économiques* », Lexbase Hebdo édition affaires n° 1, 6 décembre 2001, N° Lexbase : N0984AAP).

loi dite NRE – impliquait que « *chaque type d'opérations restait (...) cloisonné dans le champ d'un contrat-cadre* »²⁶³. L'étanchéité existante entre les différents régimes de résiliation-compensation empêchait alors d'envisager la compensation globale et de réduire le risque de contrepartie subsistant après la résiliation-compensation opérée isolément au sein de chaque convention-cadre²⁶⁴.

120. – Réforme légale décloisonnant la résiliation-compensation – À partir de 2001, l'étanchéité existantes entre les différents régimes de résiliation-compensation a pris fin avec l'article L.431-7 alinéa 1 du Code monétaire et financier issu de la loi NRE qui est venu harmoniser les trois régimes existants, en visant uniformément la possibilité de compenser et d'établir un solde unique compensé pour « *les dettes et les créances afférentes aux opérations sur instruments financiers ou transferts temporaires de propriété d'instruments financiers (...) lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadres (...)* »²⁶⁵. Cette évolution – très attendue par les professionnels français – a constitué à l'époque une sorte d'innovation à double détente. L'unification du régime de *close-out netting* pour les trois types d'opérations sur instruments financiers consacrait *de facto* la possibilité de recourir à une convention-cadre unique pour l'ensemble de ces opérations²⁶⁶. Si l'on s'efforçait de faire "parler" ainsi le nouveau texte légal, c'est parce que celui-ci ne visait pas explicitement la possibilité de recourir à des conventions trans-produits. Seules étaient visées les opérations sur instruments financiers ou transferts temporaires de propriété d'instruments financiers

²⁶³ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, introduction.

²⁶⁴ En ce sens, le Professeur Roussille estime que « *chaque type d'opérations restait (...) cloisonné dans le champ d'un contrat-cadre (...)* [en raison de] *l'étanchéité entre les différents régimes de résiliation-compensation empêcha[ant] les opérateurs d'envisager la compensation globale de toutes les dettes et créances nées de chacune des opérations, en cas de procédure collective de leur cocontractant [ce qui] les privait ainsi d'un moyen efficace de réduire le risque de contrepartie qui persiste après la résiliation-compensation opérée au sein de chaque convention-cadre isolée [et] corollairement, du point de vue prudentiel, (...) les condamnait à assumer une charge en capital pour chaque type d'opérations* » (M. Roussille, *op. cit.*, introduction).

²⁶⁵ Rédaction issue de la version en vigueur du 16 mai 2001 au 2 août 2003 de l'article L. 431-7 al. 1 du Code monétaire et financier : « *Les dettes et les créances afférentes aux opérations sur instruments financiers, lorsqu'elles sont effectuées dans le cadre du règlement général du Conseil des marchés financiers, ainsi que les dettes et les créances afférentes aux opérations sur instruments financiers ou transferts temporaires de propriété d'instruments financiers lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadres respectant les principes généraux de conventions-cadres de place, nationales ou internationales, et organisant les relations entre deux parties au moins, dont l'une est un prestataire de services d'investissement, ou un établissement public ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2 ou un établissement non résident ayant un statut comparable, sont compensables selon les modalités prévues par ledit règlement ou lesdites conventions-cadres et peuvent donner lieu à l'établissement d'un solde unique compensé* ».

²⁶⁶ Le professeur Roussille expliquait d'ailleurs à ce titre qu'« *en harmonisant les différents régimes de résiliation-compensation, elle [ndlr : la loi NRE] autorise, en second lieu, l'unification d'opérations de nature différente par une convention-cadre unique, dite convention multi-opérations* » (M. Roussille, *op. cit.*, introduction).

« lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadres ». En dépit de cette reconnaissance textuelle explicite, l'essentiel de la doctrine estimait néanmoins de façon unanime que l'objectif du premier alinéa de l'art. L. 431-7 ne faisait aucun doute en ce qu'il consacrait l'extension du champ d'application du *close-out netting* et la possibilité de recourir à des conventions multi-opérations²⁶⁷. Puisque la loi ne visait plus qu'un régime unique concernant le *close-out netting* des produits dérivés, des prêts de titres et des pensions, certains auteurs estimaient alors légitime que l'on puisse documenter les trois types d'opérations sous une convention unique²⁶⁸. Ainsi, la réforme permettait d'atteindre un « objectif beaucoup plus ambitieux que le simple contournement des "cloisonnements opérationnels et des distorsions". Il ne s'agit pas seulement d'uniformiser les pratiques de marché, mais bien de bâtir un nouveau système de réduction des risques par globalisation dans un ensemble contractuel unique des expositions financières les plus diverses »²⁶⁹.

121. – On l'aura compris, cette réforme de 2001 a permis de fournir le fondement légal qu'attendaient les praticiens pour recourir aux conventions trans-produits. À dire vrai, cette "légitimation" légale était d'autant plus attendue par les professionnels qu'il existait déjà depuis 1999 une convention multi-opérations de place – l'*Euro Master Agreement* – issue d'une initiative européenne, « destinée à englober toutes les opérations de gré à gré conclues par les opérateurs européens dans un régime contractuel unique »²⁷⁰.

²⁶⁷ En ce sens : « c'est bien de l'extension du champ d'application du *close-out netting* dont il s'agit : trois conditions identiques à remplir pour chaque type d'opérations, un unique régime juridique de faveur dérogeant au droit des procédures collectives, et la possibilité offerte aux parties de documenter l'ensemble dans un contrat unique. L'objectif [ndlr : celui d'autoriser les conventions multi-opérations] est atteint » (A. Caillemer du Ferrage, « Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, II. 2), §16, p. 7).

²⁶⁸ En ce sens : « opérer la fusion des trois régimes, c'est unifier les conditions d'application des régimes favorables de *close-out netting* pour les produits dérivés, les prêts de titres et les pensions. Or, s'il n'existe plus qu'un régime unique, d'application obligatoire, pour toutes ces opérations, on voit mal ce qui en pratique interdirait de documenter ces trois types d'opérations sous une convention unique » (A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §16, p. 7).

²⁶⁹ A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §16, p. 7.

²⁷⁰ Le Professeur Roussille poursuit d'ailleurs en précisant : « Mais son efficacité au regard du droit français était jusqu'ici incertaine compte tenu de la disparité des trois régimes de résiliation-compensation existant depuis 1996 en matière de pensions, de prêts et d'opérations sur instruments financiers. C'est pourquoi la loi NRE a unifié ces trois régimes de résiliation-compensation » (M. Roussille, « La consécration de la compensation globale par la loi NRE », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, II).

122. – Nouvelle rédaction légale – À partir de 2005, la rédaction – issue de la réforme de 2001 – a finalement été abandonnée²⁷¹ au profit d'une nouvelle écriture, d'abord établie au II de l'article L.431-7 du Code monétaire et financier²⁷² – avant son abrogation²⁷³ – puis enfin au sein de son actuel héritier²⁷⁴ : l'article L.211-36-1 I du même Code. Désormais, le législateur dispose que « *les conventions relatives aux obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36 sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables entre toutes les parties. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* ». En dépit des modifications apportées, l'innovation (en faveur des conventions trans-produits) portée par le législateur de 2001 n'a pas été remise en cause depuis. En effet, et conformément à la nouvelle rédaction, attendu que les "obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36" du Code monétaire et financier incluent notamment les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers à terme, pensions livrées et prêts de titres²⁷⁵, il est donc toujours possible à ce jour de recourir à "une" convention-cadre unique pour l'ensemble de ces opérations – "résiliables et compensables entre toutes les parties" – et prévoyant "l'établissement d'un solde unique".

123. – À partir de 2001, une pierre importante a donc été posée en faveur de l'efficacité juridique d'une convention trans-produits en droit français. Le fait que le législateur n'ait pas abandonné depuis la validité de ce type de conventions, permet enfin aux opérationnels d'envisager les avantages offerts par ces conventions-cadres.

²⁷¹ Modification opérée par l'article 2 de l'Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, NOR : ECOX0400308R, JORF n° 47 du 25 février 2005, p. 3254, texte n° 40.

²⁷² Rédaction issue de la version en vigueur du 25 février 2005 au 27 juillet 2005 de l'article L. 431-7, II du Code monétaire et financier : « *II. Les conventions relatives aux obligations financières mentionnées au I [ndlr : obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers] sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* ».

²⁷³ Abrogation opérée par l'article 3 de l'Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, NOR : ECET0821377R, JORF n° 7 du 9 janvier 2009, p. 570, texte n° 4.

²⁷⁴ Comme expliqué précédemment, compte tenu de l'abrogation d'un article au profit de la création d'un autre telle que cela a été opéré (l'article 3 de l'Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 a abrogé l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, tandis que l'article 1 de cette même ordonnance a créé l'article L. 211-36-1 du même Code, reprenant une partie de la formulation du texte abrogé), force est d'en déduire que l'article L.211-36-1 susvisé est en quelque sorte l'héritier du défunt article L.431-7 (Cf. Articles 1 et 3 de l'Ordonnance n°2009-15).

²⁷⁵ L'article L. 211-36 du Code monétaire et financier dispose en effet que : « *I.- Les dispositions du présent paragraphe sont applicables : 1° Aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est (...)* ».

124. – Une convention source de limitation du risque de contrepartie – L'utilisation d'une convention trans-produits permet d'abord une certaine simplification documentaire et négociationnelle. Également – et surtout – une telle convention présente « *l'avantage d'organiser un close-out netting appliqué à une assiette globalisée de dettes et créances, autrement dit une compensation globale des obligations découlant de toutes les opérations de gré à gré régies par la convention* »²⁷⁶. Cette assiette globalisée des dettes et créances est effectivement l'enjeu clef de ce type de convention pour les opérationnels, parce qu'elle permet aux parties de réduire le risque de contrepartie à un solde de résiliation unique issu d'un *close-out netting* global. Plus encore, une telle approche "globale" permet d'éviter les risques attachés à la succession de plusieurs conventions-cadres où la survenance d'un événement constitue un cas de résiliation au titre de certaines opérations mais pas de l'ensemble²⁷⁷. C'est parce que le mécanisme de résiliation-compensation est unique pour l'ensemble des opérations – quelle que soit leur nature juridique – régies par la convention, que le risque de contrepartie est limité à hauteur de cette assiette globalisée. Ce type de convention-cadre constitue donc un outil de limitation du risque de contrepartie en ce qu'il élargit l'assiette de compensation et le périmètre des cas de résiliation par le jeu du mécanisme de *close-out netting* unique²⁷⁸.

En plus de réduire le risque de contrepartie, cette compensation globalisée « *présente l'avantage de limiter les risques prudentiels des établissements de crédit, améliorant ainsi les ratio qu'ils doivent respecter* »²⁷⁹ du fait que « *la conclusion d'une convention-cadre multi-opérations perm[et] de mettre en place une gestion unifiée des garanties, c'est-à-dire des*

²⁷⁶ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, II. 1).

²⁷⁷ En ce sens : « *l'avantage majeur de la formule du cadre contractuel unique réside dans le fait que la survenance d'un cas de défaut, tel que la "faillite" de l'une des parties, permet à la partie non défaillante de résilier de manière anticipée l'ensemble des opérations en cours entre les parties et de limiter son risque à un solde de résiliation unique compensé. L'EMA [European Master Agreement] permet ainsi d'éviter certains risques inhérents à la conclusion de plusieurs conventions-cadres par les parties, notamment lorsque la survenance d'un événement affectant l'une des parties constitue un cas de résiliation de certaines de leurs opérations mais pas de l'ensemble de celles-ci* ». – A. Maffei, N. Granger, « *L'Euro Master Agreement : un instrument pour gérer le risque de contrepartie* », Option Finance – entreprise & expertise n° 788, 7 juin 2004, p. 27.

²⁷⁸ En ce sens : « *plus l'assiette compensable est importante, plus le risque de contrepartie est limité. Par rapport à une résiliation-compensation prévue contrat par contrat, la compensation globale des dettes et créances offre une réduction supplémentaire du risque de contrepartie* ». – N. Molfessis, « *Le domaine du "global netting" et la loi sur les nouvelles régulations économiques* », Lexbase Hebdo édition affaires n° 1, 6 décembre 2001, N° Lexbase : N0984AAP.

²⁷⁹ N. Molfessis, *op. cit.*

dépôts de garantie et des appels de marge uniques, calculés sur la base des différentes opérations en cours, quelle que soit leur nature »²⁸⁰.

125. – Frein opérationnel – Ces effets sur le risque de contrepartie et prudeniels avaient incité la plupart des auteurs à penser que ces conventions trans-produits étaient l’avenir des conventions-cadres. Le professeur Roussille affirmait d’ailleurs à l’époque que ces conventions avaient toutes les raisons de « *progressivement remplacer les contrats multi-produits* [ndlr : Conventions classiques type ISDA ou FBF] *et constituer une nouvelle génération de contrats de gré à gré* »²⁸¹. Des années après cette réforme législative tant attendue, le succès prédit n’est pourtant pas au rendez-vous. À dire vrai, l’utilisation des conventions multi-opérations – et notamment de l’*Euro Master Agreement* – a même été boudée par les professionnels. Les réticences trouvent essentiellement leur source d’une part, dans le fait que les opérationnels ont l’habitude tenace et préfèrent recourir aux contrats traditionnels connus de tous car *de facto* plus faciles à négocier et d’autre part, dans le fait que ce type de convention nécessite la mise en place d’un dispositif opérationnel susceptible de traiter simultanément des opérations de natures différentes²⁸². Comme l’avaient relevé certains auteurs, l’utilisation par les opérationnels de conventions multi-opérations tiendrait notamment à la condition qu’ils « *réussissent à surmonter les difficultés techniques attachées au calcul des marges trans-opérations* »²⁸³.

126. – En dépit de la complexité opérationnelle associée à ce type de convention-cadre, l’effort à fournir pour permettre aux services de *back office* en charge de ces calculs d’être capables de gérer de telles conventions en vaut la peine tant les avantages économique-prudentielles sont importants. De plus – et à l’instar de certains auteurs – il nous semble que la difficulté opérationnelle attachée à la gestion du collatéral et du risque de contrepartie sur

²⁸⁰ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, II. 1) et note 32.

²⁸¹ M. Roussille, *op. cit.*, II. 1).

²⁸² En ce sens, certains praticiens relevaient également à l’égard de l’*European Master Agreement* que si cette convention trans-produits « *permet aux parties de calculer leurs appels de marge sur une base globale, c’est-à-dire au titre de l’ensemble de leurs opérations. Ceci suppose toutefois que les parties concernées disposent, d’un point de vue opérationnel, de systèmes compatibles avec ce nouveau dispositif* ». – A. Maffei, N. Granger, « *L’Euro Master Agreement : un instrument pour gérer le risque de contrepartie* », Option Finance – entreprise & expertise n° 788, 7 juin 2004, p. 27.

²⁸³ Le Professeur Roussille poursuivait d’ailleurs en précisant que « *ce calcul suscite notamment des difficultés lorsque les marges ou dépôts de garanties sont constitués en titres de nature différente ; il requiert alors des calculs complexes puisqu’il suppose une valorisation quotidienne des titres. Il ne peut souvent être réalisé que par le recours à des opérations manuelles* ». – M. Roussille, *op. cit.*, II. 1) et note 32.

une telle base transversale n'est insurmontable tant des difficultés équivalentes ont d'ores-et-déjà été surmontées par les mêmes opérationnels dans le passé²⁸⁴.

127. – On vient de voir que l'utilisation d'une convention trans-produits constituait un outil de limitation du risque de contrepartie en permettant une compensation finale unique d'opérations de diverses natures. Or, il reste à voir que l'utilisation d'une convention chapeau permet également d'atteindre ce même résultat. Pour autant, nous verrons que cet outil nourrit encore une appréhension de la part des acteurs.

2. Les conventions dites "chapeau" : un outil avantageux mais appréhendé

128. – Les conventions dites "chapeau" partagent avec les conventions trans-produits le même objectif économique qu'est la compensation finale unique d'opérations de diverses natures. En dépit de cet objectif économique commun, ces deux types de conventions-cadres se distinguent d'une part, du fait que la compensation finale unique est obtenue au moyen de mécanismes différents pour chacune des conventions (par mécanisme de compensation globale pour les conventions chapeau et par mécanisme de résiliation-compensation unique pour les conventions trans-produits²⁸⁵) et d'autre part, par le fait qu'une convention trans-produits constitue un contrat-cadre à part entière établi *a priori*, là où une convention-chapeau n'est en réalité qu'une forme de "liant contractuel" établi *a posteriori* entre plusieurs contrats-cadres isolés. Certes, ces différences n'empêchent pas les conventions chapeau d'être utilisées dans une hypothèse analogue à celle des conventions trans-produits – et que l'on qualifiera de "classique" – c'est-à-dire visant à regrouper sous la convention chapeau des instruments de

²⁸⁴ En ce sens : « *On reproche également au texte [ndlr : l'art. L.431-7 du CMF en ce qu'il permet de recourir à des conventions trans-produits] que les "lignes de produits" dérivés, pensions et prêts de titres sont fréquemment en pratique gérées par des équipes distinctes et que nos établissements bancaires et financiers ne sont que très rarement dotés des outils, notamment informatiques, permettant de gérer le collatéral et le risque de contrepartie sur une telle base transversale. À cela, nous rappellerons qu'en 1993 c'était déjà le cas pour les seuls produits dérivés et que les mêmes critiques avaient été faites à l'époque. C'est un petit démenti à l'école sociologique du Doyen Carbonnier. Le fait ne façonne pas toujours le droit, en tout cas financier. C'est aussi une revanche pour les juristes à qui les marchés reprochent volontiers de ne pas savoir "oser"...* ». – A. Caillemer du Ferrage, « *Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, III., §53, p. 14.

²⁸⁵ Selon nous, la convention trans-produits et la convention chapeau permettent toutes les deux de dégager un solde unique de résiliation reposant sur une assiette globalisante. Pour autant le chemin juridique à l'origine du solde n'est pas le même selon le type de convention retenu. La convention trans-produits permet la mise en œuvre d'une résiliation-compensation unique "globale". Le solde unique est issu de ce *close-out netting* qui a été fait sur l'assiette globale des dettes et créances. La convention chapeau permet quant à elle la mise en œuvre d'une compensation globale. Le solde unique est issu ici d'une compensation globale des différents soldes dégagés à l'issue de chaque résiliation-compensation au sein de chaque convention régie par la convention chapeau.

natures financière et juridique distinctes (prêts de titrés, pensions livrées ou contrats financiers) mais relevant du droit financier. Néanmoins, ces mêmes caractéristiques des conventions chapeau les distinguant des conventions trans-produits (compensation globale et mise en œuvre de la documentation *a posteriori*) leur permettent également d'être envisagées dans une utilisation plus "innovante" permettant de regrouper l'ensemble des opérations de quelque nature que ce soit – y compris de droit commun – ouvertes entre les deux contreparties. Si les opérationnels sont à même de saisir l'avantage d'une utilisation classique des conventions chapeau (a), on ne peut nier une certaine appréhension à l'égard d'une utilisation plus innovante (b).

a. L'avantage lié aux conventions "chapeau"

129. – Avantages opérationnels – La technique de la convention chapeau dépasse les frontières des produits dérivés et il n'est pas rare de la retrouver dans d'autres opérations financières ou de droit commun. Parmi les raisons expliquant son succès, on peut citer les nombreux avantages opérationnels que ce format offre. Certains praticiens affirmaient par exemple à l'égard d'un contrat de regroupement en matière de convention cadre Opcvm – qui repose sur le mécanisme d'une convention chapeau²⁸⁶ – que celui-ci permet « *de maîtriser la multiplication des relations contractuelles (...) [et que] la finalité principale de ce contrat est de simplifier la négociation et le traitement administratif des conventions cadres (...)* »²⁸⁷. À l'instar de ces auteurs, on comprend que le mécanisme de la convention chapeau trouve ici son intérêt « *dans un souci de simplification administrative (...) [en ce qu'il] permet à leurs signataires de conclure, en un seul instrumentum, un ensemble de conventions cadres de place couramment utilisées (...) pour la couverture juridique de leurs opérations de marché de gré à gré* »²⁸⁸. Plus encore, ces mêmes praticiens ajoutaient que ce mécanisme « *offre une possibilité de gain de temps en termes de négociation de conventions cadres tout en assurant une plus grande sécurité juridique des opérations et en permettant aux parties d'avoir une vue globale et instantanée de la couverture juridique de leurs opérations de marché de gré à gré* »²⁸⁹.

²⁸⁶ Voir : « *le mécanisme sur lequel [il] repose (...) est celui d'une "convention chapeau"* ». – T. Bensoussan, C. Le Hir, « *Contrat de regroupement de convention cadre Opcvm* », Banque & Droit n° 86, novembre-décembre 2002, I. B), p. 4.

²⁸⁷ T. Bensoussan, C. Le Hir, *op. cit.*, p. 3.

²⁸⁸ T. Bensoussan, C. Le Hir, *op. cit.*, p. 3.

²⁸⁹ T. Bensoussan, C. Le Hir, *op. cit.*, II. C), p. 5.

130. – Avantage économique – À ces avantages opérationnels s'ajoute le même avantage économique que celui offert par les conventions trans-produits à savoir l'élargissement de la base utilisée pour la compensation. Or, l'élargissement de l'assiette compensable permet de répondre aux hypothèses où un établissement ne se trouve pas forcément créancier de sa contrepartie au titre de l'ensemble des différentes opérations²⁹⁰. Ainsi, « *en liant par une "convention-chapeau" les conventions-cadres conclues avec une même contrepartie, les banques et autres prestataires de services d'investissement (PSI) pourront, en cas d'augmentation du risque de défaillance de celle-ci, compenser les soldes nets résultant des compensations réalisées sur la base des conventions-cadres de premier niveau* »²⁹¹. De même qu'en matière de conventions trans-produits, le résultat est donc substantiel car la compensation finale obtenue sera beaucoup plus avantageuse pour la partie bénéficiaire du paiement du solde qui en résulte, du fait que les opérations entrant dans le champ de cette compensation seront beaucoup plus nombreuses, et l'exposition au risque de contrepartie sera donc réduite à hauteur du paiement de ce seul solde unique. C'est par cet accroissement de l'assiette compensable que la convention chapeau constitue un outil de limitation du risque de contrepartie.

131. – Mise en œuvre de défauts croisés – À toutes fins utiles, on peut préciser – à l'instar du professeur Roussille – que l'avantage économique que constitue l'élargissement de l'assiette compensable peut être facilité par la mise en œuvre de clauses de défauts croisés. En effet, « *le recours à une convention-chapeau sera l'occasion d'aménager la procédure à suivre lorsqu'un "cas de défaut" se réalise. Les parties n'auront qu'à insérer une clause de "défaut croisé" qui leur évitera d'avoir à procéder formellement à la résiliation-compensation de toutes les conventions. À la simple constatation d'un défaut au titre de l'une des conventions, l'envoi d'une seule notification suffira à déclencher, de plein droit, la résiliation-*

²⁹⁰ Comme l'explique un auteur : « *lorsqu'un établissement bancaire se trouve "globalement" créancier de sa contrepartie au titre de leurs opérations sur produits dérivés, rien ne permet a priori de supposer qu'il en va de même pour la position de ce même établissement à l'égard de cette même contrepartie pour leurs opérations de pensions livrées ou de prêts de titres. Très concrètement, son risque est de devoir payer à l'administrateur judiciaire de sa contrepartie défaillante le solde de résiliation dégagé sur opérations de pensions livrées, en même temps que d'avoir à produire à la faillite pour le paiement du solde de résiliation dégagé sur opérations de produits dérivés* ». A. Caillemier du Ferrage, « *Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, II. 1), §13 et §14, p. 6.

²⁹¹ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, I. 1).

compensation de toutes les conventions-cadres et, par voie de conséquence, la compensation globale »²⁹².

La clause de défauts croisés permet donc – par son effet domino – l’automatisation de la résiliation de l’ensemble des conventions soumises à la convention chapeau. Elle constitue un outil de limitation du risque de contrepartie, en ce qu’elle permet que la mise en œuvre de la compensation globale ne soit pas retardée par l’attente de la réalisation de chacun des cas de défaut pour chacune des conventions soumises à la convention chapeau. Grâce à cette clause, la compensation globale est automatiquement mise en œuvre dès le premier cas de défaut, quel qu’il soit. On pourrait ainsi se risquer à dire – non sans badinerie syntaxique – que c’est parce que cette clause facilite la mise en œuvre d’un outil de limitation du risque de contrepartie (la compensation globale) qu’elle devient un outil à part entière de limitation du risque de contrepartie.

132. – Également, ce type de clause permet finalement de souligner – voire de renforcer – le rôle de "liant contractuel" qu’endosse la convention chapeau. C’est parce que la convention chapeau lie différentes conventions qu’elle « *permet, lors de la résiliation d’une convention-cadre, d’étendre le close-out netting aux autres Masters conclu entre les parties et précisés en annexe, sans exception. Chaque contrat donnera lieu à l’établissement d’un solde net, puis les différents soldes seront compensés entre eux. (...) En annexe, les parties désignent les conventions susceptibles de faire l’objet du global netting et peuvent prévoir que ce dernier s’appliquera également à des transactions conclues en dehors de toute contrat-cadre* »²⁹³.

133. – À toutes fins utiles, il nous semble enfin opportun de préciser – comme le rappellent d’ailleurs certains praticiens – qu’« *outre le cas de la résiliation d’un contrat, il peut être procédé au global netting lorsqu’une des parties ne respecte pas ses engagements, en vertu du CPMA [ndlr : convention chapeau de place]* »²⁹⁴. Cela veut dire que la mise en œuvre de la compensation globale issue de la convention chapeau n’est pas nécessairement tributaire de la réalisation d’un cas de défaut au niveau des conventions-cadres, mais peut également dépendre de la réalisation d’un tel cas au niveau de la convention chapeau elle-même.

²⁹² M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, I. 1).

²⁹³ À propos d’une convention chapeau de place (Cross Product Master Agreement) : A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « *Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ?* », Option Finance n°640, 30 avril 2001, p. 33.

²⁹⁴ À propos d’une convention chapeau de place (Cross Product Master Agreement) : A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, *op. cit.*, p. 33.

134. – Consécration légale du mécanisme – Forts de ces avantages, les opérationnels étaient depuis longtemps désireux de voir le mécanisme de la convention chapeau consacré par le législateur. C'est ainsi qu'une fois encore, obéissant à une forme de keynésianisme, la demande a créé l'offre législative²⁹⁵ ! La loi NRE du 15 mai 2001 a ainsi consacré pour la première fois le mécanisme de la convention chapeau à l'article L. 431-7 alinéa 2 du Code monétaire et financier, qui disposait à l'époque que « *s'il existe deux conventions-cadres ou plus entre les parties, celles-ci - pour autant que ces parties soient un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une institution visée à l'article L. 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable - peuvent les lier entre elles en sorte que les soldes résultant de la compensation qui viendrait à être effectuée pour chaque convention-cadre conformément à l'alinéa précédent fassent à leur tour l'objet d'une compensation entre eux* »²⁹⁶. Le législateur définit donc les conventions chapeau en visant simplement le fait que les parties « *peuvent les lier entre elles* [ndlr : les conventions-cadres en présence] ». Cette formulation choisie par le législateur témoigne de l'idée qu'à la différence des conventions trans-produits qui sont des contrats à part entière, les conventions chapeau ne sont en réalité que des "liants contractuels".

135. – Limitation *rationae personae* par le législateur de l'époque – La lettre de l'article L. 431-7 al. 2 du Code monétaire et financier limitait²⁹⁷ le bénéfice du mécanisme des

²⁹⁵ Plus précisément, le professeur Roussille rappelle qu'avant 2001 « *chaque type d'opérations restait (...) cloisonné dans le champ d'un contrat-cadre. Aussi, un opérateur, se trouvant face à une contrepartie défaillante, ne pouvait-il pas, s'il avait conclu deux contrats-cadre avec elle, compenser les soldes nets compensés résultant de la résiliation-compensation mise en œuvre au sein de chacun de ces contrats. Il se trouvait obligé de régler sa dette résiduelle, au titre de l'un des deux types d'opérations, et de déclarer sa créance résiduelle afférente à l'autre type d'opération, comme créancier chirographaire. (...) L'ensemble de ces considérations a conduit les opérateurs à réclamer, depuis la fin des années quatre-vingt-dix, la consécration en droit français du global netting, c'est-à-dire la possibilité de compenser globalement toutes les dettes et créances afférentes à différentes opérations de gré à gré avec un contractant qui s'avère défaillant, même s'il est soumis à une procédure collective. Leur vœu a été exaucé par la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) du 15 mai 2001, qui ouvre deux possibilités pour y parvenir. Elle permet, en premier lieu, de relier des conventions-cadre de nature différente par une « convention-chapeau » organisant une compensation globale. (...) elle autorise, en second lieu, l'unification d'opérations de nature différente par une convention-cadre unique, dite convention multi-opérations [ndlr : telle que susvisée]* ». – M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, introduction.

²⁹⁶ Version telle que modifiée par l'art. 29 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, dite NRE, NOR ECOX0000021L, JORF n° 113 du 16 mai 2001, p. 7776, texte n° 2.

²⁹⁷ Dans sa version issue de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, dite NRE : « *S'il existe deux conventions-cadres ou plus entre les parties, celles-ci - pour autant que ces parties soient un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une institution visée à l'article L. 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable - peuvent les lier entre elles en sorte que les soldes résultant de la compensation qui viendrait à être effectuée pour chaque convention-cadre conformément à l'alinéa précédent fassent à leur tour l'objet d'une compensation entre eux* ».

conventions chapeau aux seules parties étant « *un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une institution visée à l'article 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable* ». L'ensemble des parties à la convention devait donc relever de cette liste énumérée par le législateur. Cette limitation *ratione personae* était regrettable pour les raisons d'ailleurs évoquées à l'époque par le professeur Roussille qui expliquait que « *les banques et autres PSI ne pourront donc pas profiter du dispositif pour les opérations de gré à gré qu'ils ont conclues avec les personnes extérieures au monde de la finance, comme une société commerciale ou un établissement public. Or, c'est pourtant à l'égard de ces contreparties non professionnelles qu'ils encourent les plus gros risques de défaillance, puisque celles-ci ne sont contraintes à aucune gestion prudentielle et ne font l'objet d'aucun contrôle particulier* »²⁹⁸. À dire vrai, en plus d'être regrettable sur le plan économique, cette limitation *ratione personae* était en grande partie inefficace car elle pouvait facilement être contournée en raison de la compensation globale offerte par l'alinéa 1 du même article en matière de conventions trans-produits pour lesquelles les entreprises commerciales étaient à l'inverse éligibles²⁹⁹.

Fort heureusement, depuis l'abrogation de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, cette limitation *ratione personae* n'a pas perduré. En effet, le mécanisme des conventions chapeau relève aujourd'hui de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier, qui dispose que : « *I. — Les conventions relatives aux obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36 sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables entre toutes les parties. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres.*

II. — Les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation des opérations et

²⁹⁸ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, I. 2).

²⁹⁹ Il existait un débat doctrinal à l'époque sur l'efficacité de la limitation *ratione personae* de l'alinéa 2 de l'art. L. 431-7 du CMF, qui excluait la compensation globale via le mécanisme de convention chapeau à l'égard des entreprises commerciales et des particuliers. Cela étant, certains auteurs ont mis en avant le fait qu'à l'égard de ces contreparties, la compensation globale pouvait finalement résulter par la mise en place d'une convention trans-produits (= type *European Master Agreement*). En effet, comme l'alinéa 1 de l'art. L. 431-7 du CMF permettait la compensation entre les dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers (donc prêts de titrés, pensions livrées ou contrats financiers) régies par une ou plusieurs conventions-cadres de place ; on pouvait parfaitement estimer que l'EMA – bien que visant plusieurs types de produits financiers – n'en était pas moins une convention-cadre de place et pouvait à ce titre bénéficier de la compensation entre ses dettes et créances (= ce qui revient *in fine* à de la compensation globale). Et comme l'alinéa 1 envisageait la possibilité de bénéficier de cette compensation en présence d'entreprises commerciales, l'EMA était donc le moyen de bénéficier du même résultat économique que celui du *global netting* issue d'une convention chapeau mais en contournant la limitation de l'alinéa 2 pour ce type de contreparties. Voir en ce sens les auteurs : M. Roussille, *op. cit.*, I. 2) ; N. Molfessis, « *Le domaine du "global netting" et la loi sur les nouvelles régulations économiques* », Lexbase Hebdo édition affaires n° 1, 6 décembre 2001, N° Lexbase : N0984AAP.

obligations mentionnées à l'article L. 211-36 et au I du présent article (...) peuvent être notamment prévues par des conventions ou conventions-cadres (...) ».

L'application de ce régime nécessite donc que la convention en question (convention chapeau en l'occurrence) soit relative aux obligations financières mentionnées à l'art. L. 211-36 du Code monétaire et financier. Or celui-ci vise (entre autres) à son I. 1° les « *obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, une société de financement, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre* ».

La nouvelle rédaction de ces dispositions appelle trois remarques : la première est que l'on observe que la limitation *ratione personae* se retrouve finalement énoncée à l'art. L. 211-36, I. 1° susvisé mais l'on peut constater qu'elle s'est réduite de moitié, puisqu'il est désormais nécessaire que seulement "une au moins des parties" soit une partie éligible et non plus l'ensemble des parties ; la deuxième est que la formulation très générale choisie par le législateur – visant "une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres" – assure que le mécanisme de la convention chapeau correspond parfaitement à la nouvelle définition légale du format de la documentation éligible au régime de la compensation globale ; la troisième, enfin, est que les "obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36" (tel que visé par l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier) incluent bien les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers à terme, pensions livrées et prêts de titres³⁰⁰.

³⁰⁰ L'article L. 211-36 du Code monétaire et financier dispose en effet que : « I.- *Les dispositions du présent paragraphe sont applicables : 1° Aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est (...)* ». Sur ce que recouvre cette notion d'"opérations sur instruments financiers", un auteur estime notamment que : « *La notion d'"opération sur instruments financiers" soulève certaines interrogations quant à ses contours. Cette notion ne fait, à notre connaissance, l'objet d'aucune définition légale ou réglementaire et donne lieu à des divergences d'interprétation. La doctrine s'accorde à considérer qu'elle recouvre au minimum les instruments financiers à terme ou contrats financiers (tels que définis, C. monét. fin., art. L. 211-1, III), ainsi que les prêts de titres financiers (C. monét. fin., art. L. 211-22 à L. 211-26) et pensions (C. monét. fin., art. L. 211-27 à L. 211-34) qui étaient expressément visés avant la réforme opérée par la loi de sécurité financière. Cette référence aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers avait été supprimée par la loi de sécurité financière au motif que de telles opérations faisaient partie des opérations sur instruments financiers (Ph. Marini, Rapp. Sénat, (2002-2003), n° 206, t. 1, p. 243).* » (M-F. Rautou, « *Prestataires de services d'investissement – Procédures collectives* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 1550, 30 juin 2010, §57 et §58).

136. – Autrement dit, la lettre des dispositions législatives susvisées permet à ce jour l'utilisation – classique – d'une convention chapeau, c'est-à-dire aux fins de lier plusieurs conventions-cadres relatives à des obligations financières de diverses natures (contrats à terme, pensions livrées et prêts de titres), afin que l'ensemble des dettes et créances y afférentes soient compensables entre les contreparties et aboutissent à l'établissement d'un solde global unique, du moment que l'une des parties à la convention est une contrepartie éligible.

137. – Convention chapeau et éléments d'extranéité – Si les dispositions légales permettent à une convention chapeau de couvrir plusieurs conventions-cadres relatives à des obligations financières de diverses natures, il reste encore à déterminer si certaines de ces conventions peuvent relever de droits étrangers, car la présence d'éléments d'extranéité au sein d'une convention chapeau poserait la question de la loi applicable. L'hypothèse impliquant la présence d'éléments d'extranéité est d'ailleurs loin de relever de la fiction tant l'existence de plusieurs conventions-cadres au sein d'une convention chapeau multiplierait d'autant les foyers de rattachement éventuels³⁰¹.

Il n'empêche que cette question de la loi applicable aux conventions chapeau n'est pas plus insurmontable que ne l'est le sujet de l'efficacité internationale de toute convention au niveau du droit international. Les conditions d'efficacité extraterritoriales sont en effet les mêmes³⁰². Autrement dit, la mise en œuvre d'une convention chapeau nécessite de prendre les mesures

³⁰¹ En ce sens : « la détermination de la loi applicable à la convention-chapeau pourrait constituer un souci majeur. La difficulté semble, de prime abord, importante car l'existence de plusieurs conventions-cadres entre les parties multiplie les foyers de rattachement éventuels, alors même que chaque convention-cadre s'inscrit déjà souvent dans une situation de rattachement hétérogène. Ainsi, si deux parties ont conclu des conventions soumises à des lois nationales différentes et qu'en outre, les sûretés constituées à cette occasion relèvent elles-mêmes d'autres lois, à quel système juridique rattacher la convention de compensation globale ? Le problème est que la soumission du contrat à une loi reconnaissant une portée dérogatoire à la compensation ne suffit pas pour assurer les parties de l'efficacité de la convention de compensation. Or, il est impossible de déterminer a priori quelle loi sera appliquée pour juger de l'opposabilité de la résiliation-compensation. Comme elle n'est pratiquement appelée à jouer qu'en cas de procédure collective, ouverte ou à venir, de l'un des contractants, tout dépendra de la *lex concursus* en cause, car comme toute loi de police, elle trouvera toujours à s'appliquer » (M. Roussille, « La consécration de la compensation globale par la loi NRE », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 5, Septembre 2001, étude 100042, I. 1) et Note de bas de page n° 17).

³⁰² En ce sens : « L'efficacité de la convention de compensation chapeau au regard du droit international privé n'est pas soumise à des conditions plus restrictives que ne l'est une convention-cadre isolée. Qu'elle prenne le "relai" de conventions-cadres impliquant des lois différentes ne modifie en rien la solution. Elle ne s'applique en effet qu'à des obligations résiduelles détachées de la loi régissant la convention dont elles ont résulté. Aussi, en cas de procédure collective de l'une des parties à la convention de compensation globale, toutes les compensations opérées, qu'il s'agisse des compensations de premier niveau ou de la compensation globale, seront communément appréciées par le tribunal du débiteur défaillant, si celui-ci subit une procédure collective. Et c'est finalement la *lex concursus*, applicable à la faillite, qui conditionnera l'efficacité de ces différents mécanismes » (M. Roussille, *op. cit.*, I. 1) et Note de bas de page n° 17).

préalables telles qu'étudiées précédemment concernant le "risque pays"³⁰³. Ainsi, le risque juridique procédant de l'application d'une loi étrangère à la convention chapeau se pose *in fine* de la même manière que pour les opérations sur les produits dérivés conclues dans un contexte international. Partant de là, la solution pour limiter le risque lié à la loi étrangère applicable est la même que celle décrite pour le risque pays : il convient de procéder en amont à l'audit juridique du régime juridique national dont relève la potentielle contrepartie afin de s'assurer que dans l'hypothèse d'un contentieux judiciaire auprès des juridictions du pays concerné, celles-ci appréhenderaient le mécanisme de la convention chapeau de la même façon que le droit français. C'est d'ailleurs la même idée qui avait déjà été avancée par le Professeur Roussille, selon laquelle « *les opérateurs français [avaient] intérêt à conclure de convention-cadre et, a fortiori de convention-chapeau de compensation globale, qu'avec des contreparties dont la loi reconnaît, elle aussi, le close-out netting et le global netting. Et il va de soi que la convention devra être soumise à une loi qui attribue une portée dérogatoire de ces mécanismes* »³⁰⁴.

138. – Mise en œuvre opérationnelle – Si sur le plan juridique on vient de voir que le mécanisme de la convention chapeau ne posait aucune difficulté, sa mise en œuvre opérationnelle est en revanche plus redoutée par les professionnels. Bien loin des craintes pouvant être formulées en la matière, la mise en place d'une convention chapeau concernant des opérations toujours en cours n'implique pourtant aucune révolution opérationnelle ou obstacles "négociationnels" ! Comme le relève d'ailleurs le professeur Roussille, la mise en place d'une convention chapeau est bien moins contraignante que l'insertion d'une clause au sein de contrats-cadres obligeant la conclusion d'avenants pour chacun d'eux et dont « *la perspective d'une renégociation [peut] être l'occasion, pour certains, de chercher une baisse des commissions, primes et garanties exigées par leur cocontractant professionnel* »³⁰⁵. À l'inverse la convention chapeau « *présente l'avantage notable de ne pas contraindre à renégocier les portefeuilles de contrats en cours (...) [et] évite ainsi un coût important, considérant que la conclusion d'un contrat-cadre – qui suppose la rédaction d'annexes spécifiques à chaque situation – est un processus long* »³⁰⁶. La mise en place d'une convention chapeau n'imposant pas de renégociation des portefeuilles, il nous semble que

³⁰³ Voir *supra* §52 et s.

³⁰⁴ M. Roussille, « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042, I. 1) et Note de bas de page n° 17.

³⁰⁵ M. Roussille, *op. cit.*, I.

³⁰⁶ M. Roussille, *op. cit.*, I.

l'enjeu économique-prudentielle attaché à la compensation globale peut être une motivation suffisante pour encourager les parties à se retrouver une nouvelle fois autour de la table pour décider de mettre en place une telle convention pour leurs opérations en cours.

139. – Sur le plan rédactionnel, les professionnels ne partent pas de zéro car ils bénéficient d'ores et déjà d'un modèle de place de convention chapeau qu'est le "CPMA" – pour "*Cross Product Master Agreement*" – élaboré en février 2000 par l'association professionnelle américaine TBMA (pour "*The Bond Market Association*") devenue aujourd'hui la SIFMA (pour "*Securities Industry and Financial Markets Association*"). Cela fait déjà quelques temps que certains praticiens expliquent que « *ce contrat est en fait un "Master de Master" [ndlr : synonyme de convention chapeau], c'est-à-dire qu'il ne régit pas directement les opérations concernées mais englobe un ensemble de contrats-cadres qui demeurent inchangés* »³⁰⁷.

140. – Après cette présentation de l'application "classique" des conventions-chapeau, il convient désormais de se pencher sur l'hypothèse d'une utilisation plus "innovante" de la convention chapeau, consistant à regrouper l'ensemble des opérations de quelque nature que ce soit – y compris de droit commun – ouvertes entre les deux contreparties.

b. L'utilisation innovante des conventions "chapeau"

141. – Opérations non financières – Une fois conscient des avantages économique-prudentiels qu'offre une convention chapeau, on peut naturellement se poser la question de savoir s'il est possible de faire "rentrez" encore plus d'opérations sous cette documentation afin de continuer à en étendre l'assiette compensable. Les parties peuvent-elles intégrer au sein d'une convention chapeau des opérations qui ne sont pas financières au sens *stricto sensu*, c'est-à-dire relatives à des instruments financiers, mais relevant du droit commun (prêt, location, etc.) ?

142. – Notion clef d'obligations financières – On a vu que le mécanisme de convention chapeau est régi par les articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire financier. À la lecture de ces textes, on comprend que c'est la notion d'"obligations financières" qui permet de savoir quelles opérations sont susceptibles d'être regroupées sous la convention-chapeau.

³⁰⁷ A. Achard, C. Burford, H. Mc Corry, F. Despars, « *Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ?* », *Option Finance* n°640, 30 avril 2001, p. 33.

En effet, l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier autorise que soient régies « *par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* » uniquement « *les obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36* ».

La notion d'"obligations financières" est « *particulièrement imprécise et large* »³⁰⁸. Elle inclut assurément les opérations sur instruments financiers (contrats à terme, pensions livrées et prêts de titres) classiquement envisagées par les opérationnels. Il convient de détailler le champ d'application de cette notion afin de pouvoir déterminer si des opérations de droit commun ont leur place au sein de conventions chapeau.

143. – Dualité de régime – Comme a pu le synthétiser le professeur Roussille, l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier « *visé trois catégories d'"obligations financières" : celles qui résultent d'"opérations sur instruments financiers" conclues entre au moins un professionnel du secteur bancaire ou financier et une autre personne morale ; celles résultant de tout "contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers", domaine matériel très étendu qui est restreint par un critère personnel, le contrat devant être conclu exclusivement entre professionnels du secteur bancaire ou financier ; celles nées de la participation aux systèmes de règlement interbancaires et de règlement-livraison* »³⁰⁹. Depuis la publication de cet auteur, une quatrième catégorie d'obligations financières a également été insérée dans l'énumération légale. Les obligations résultant de contrats conclus dans le cadre du recours à une chambre de compensation constituent désormais aussi des obligations financières³¹⁰.

En dépit de l'existence de ces quatre catégories d'obligations financières, seules les deux premières feront l'objet de notre réflexion en ce qu'elles correspondent parfaitement aux

³⁰⁸ M-F. Rautou, « *Prestataires de services d'investissement – Procédures collectives* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 1550, 30 juin 2010, §58.

³⁰⁹ M. Roussille, « *Garanties d'obligations financières et assiette du gage de compte d'instruments financiers* », JCP La semaine Juridique – Edition Entreprise et Affaires n°16, 20 avril 2006, §6, p. 711.

³¹⁰ Art. L211-36 du Code monétaire et financier : « *I.- Les dispositions du présent paragraphe sont applicables : 1° Aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, une société de financement, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collective territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre ; 2° Aux obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers lorsque toutes les parties appartiennent à l'une des catégories de personnes mentionnées à l'alinéa précédent, à l'exception des personnes mentionnées aux alinéas c à n du 2° de l'article L. 531-2 ; 3° Aux obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 ; 4° Aux obligations financières résultant de contrats conclus entre une ou plusieurs chambres de compensation et un de leurs adhérents, entre cet adhérent et un client auquel il fournit, directement ou indirectement, un service de compensation, et entre ce client et la ou les chambres de compensation mentionnées au présent 4°* ».

hypothèses d'utilisation d'une convention chapeau que nous envisageons. La première catégorie d'obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers correspond à l'utilisation des conventions chapeau – que l'on qualifie de "classique" – visant à regrouper un ensemble d'opérations de natures juridiques différentes mais relevant toutes du domaine financier *stricto sensu* (pensions livrées, prêts de titres et contrats financiers). La seconde catégorie d'obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers, correspond à l'utilisation – que l'on qualifie d'"innovante" – visant à regrouper sous une convention chapeau un ensemble d'opérations de natures juridiques différentes relevant à la fois du droit financier mais également et surtout du droit commun.

Or, le texte législatif prévoit une dualité de régime entre ces deux catégories d'obligations financières, fondé sur un critère *ratione personae*. Le législateur distingue ainsi « *les obligations financières portant sur tout type de contrat (lors des travaux préparatoires à Bruxelles il était donné comme exemple une entreprise qui souhaite acheter du matériel de jardin) de celles résultant des seules opérations sur instruments financiers* »³¹¹. Il faut préciser que les obligations résultant des opérations sur instruments financiers peuvent bénéficier des mécanismes du *global netting* – via une convention chapeau – dès lors que "l'une au moins des parties à l'opération" est une partie éligible, telle que listée par l'art. L. 211-36 I 1° susvisé³¹². À l'inverse, les obligations portant sur tout type de contrat ne peuvent bénéficier d'un tel mécanisme que dans l'hypothèse où cette fois-ci "toutes les parties" sont des entités éligibles. La qualité des parties a donc un impact direct sur le périmètre de la notion d'obligations financières et « *selon que le contrat est conclu entre une ou deux entités*

³¹¹ H. de Vauplane, « *Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF* », Revue Banque n° 668, Avril 2005, p. 87. Cet auteur précise également : « *le choix du gouvernement a consisté à distinguer les obligations financières portant sur tout type de contrat (lors des travaux préparatoires à Bruxelles il était donné comme exemple une entreprise qui souhaite acheter du matériel de jardin) de celles résultant des seules opérations sur instruments financiers. L'intérêt de la distinction réside dans le champ d'application du netting. Alors que pour les entités publiques ou réglementées (banques, assurances, entreprises d'investissement...), les obligations financières issues de tout contrat peuvent bénéficier des mécanismes de netting, les entreprises industrielles et commerciales non réglementées ne bénéficient pas de cette extension (par choix politique)* ».

³¹² Si l'on devait se risquer à résumer la liste énumérative de l'article L. 211-36 I 1° du Code monétaire et financier à un type d'entités éligibles, on pourrait dire – de façon quelque peu restrictive – que les entités listées sont finalement des professionnels réglementés du secteur bancaire et financier. Art. L. 211-36 I 1° : « (...) lorsque l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, une société de financement, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre ».

éligibles, la définition des obligations financières auxquelles le régime dérogatoire au droit commun s'applique varie »³¹³.

144. – Restriction *ratione personae*, source de désintérêt économique – Le recours à une convention chapeau afin de regrouper des obligations financières issues de tout type de contrat n'est donc envisageable qu'entre contreparties relevant de la catégorie des entités éligibles, car c'est dans cette seule hypothèse que « *la définition des obligations financières est (...) très vaste et englobe tout contrat donnant lieu à une exécution par un versement d'espèces ou la livraison d'instruments financiers, ce qui recouvre la majeure partie des contrats* »³¹⁴. Sans la présence des deux entités éligibles, la définition qui est donnée des "obligations financières" ne permet pas de pouvoir compenser globalement sous une convention chapeau les obligations financières issues de tout contrat.

Or, il est certain que cette restriction *ratione personae* limite profondément l'intérêt des conventions chapeau, dans l'hypothèse telle qu'étudiée d'obligations financières issues de tout contrat, compte tenu de la non-prise en compte de la masse des expositions existantes – hors opérations sur instruments financiers – à l'encontre des contreparties commerciales non éligibles. En effet, l'effort de la mise en place de cette documentation inusuelle peut sembler pour les opérationnels ne pas en valoir la peine, compte tenu du fait que la compensation globale qui en résulterait ne bénéficierait pas aux nombreuses opérations (pour ne pas dire majoritaires) en cours avec leurs contreparties commerciales non éligibles.

145. – Restriction *ratione personae*, source d'inefficacité juridique – Le fait que le régime dérogatoire des articles L. 211-36 et s. du Code monétaire et financier, en matière d'obligations financières issues de tout contrat, ne puisse s'appliquer qu'entre entités éligibles soulève également la question de l'intérêt de recourir à celui-ci compte tenu de l'existence des nouvelles dispositions législatives ayant instauré un régime de résolution bancaire affectant l'efficacité de tels mécanismes compensatoires à l'égard de ces mêmes entités. Plus exactement, la France s'est dotée – d'abord de son propre chef³¹⁵ puis ensuite par

³¹³ M-F. Rautou, « *Prestataires de services d'investissement – Procédures collectives* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 1550, 30 juin 2010, §54.

³¹⁴ M-F. Rautou, *op. cit.*, §55 ; Voir aussi : J-J. Daigre et M. Roussille, « *L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières* », Revue Droit et patrimoine n° 140, Septembre 2005, p. 26.

³¹⁵ Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, NOR : EFIX1239994L, JORF n° 0173 du 27 juillet 2013, p. 12530, texte n° 1.

transposition des normes européennes³¹⁶ – d'un nouveau régime légal destiné à mettre « à la disposition de l'autorité française de supervision bancaire les outils destinés à prévenir ou à limiter le risque systémique qui pourrait résulter de la faillite d'institutions financières de grande taille »³¹⁷ telles que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Or parmi ces mesures, on trouve notamment l'impossibilité de déclencher le mécanisme de résiliation et compensation visé à l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier du seul fait d'une mesure de prévention ou gestion de crise telle que prévue par ce nouveau régime³¹⁸, ainsi que la possibilité pour les autorités de résolution de suspendre les accords de compensation³¹⁹.

Sans entrer dans les détails de ces nouvelles mesures à la disposition de l'ACPR – et ce afin de ne pas empiéter sur nos futurs développements tout spécialement consacrés à ces nouvelles dispositions légales portant atteinte au sacro-saint régime dérogatoire de l'article L.211-36-1 du Code monétaire et financier³²⁰ – on peut simplement dire que celles-ci viennent tuer toute velléité qui aurait pu naître de la possibilité offerte par le législateur français de mettre en place une convention chapeau relative aux obligations financières issues de tout contrat entre entités éligibles. Le nouveau régime de résolution bancaire ne s'appliquant qu'à l'égard d'entités étant des professionnels réglementés du secteur bancaire et financier³²¹, et

³¹⁶ Directive 2014/59/UE dite "BRRD" du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012 Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE, JOUE n° L173, 12 juin 2014, p. 190 ; Et Règlement délégué (UE) 2015/63 de la Commission du 21 octobre 2014 complétant la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les contributions ex ante aux dispositifs de financement pour la résolution, JOUE n° L11, 17 janvier 2015, p. 44.

³¹⁷ C. Louisfert, « Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close-out netting) », Bulletin Joly Bourse n° 11, 2 novembre 2013, p. 546, Introduction.

³¹⁸ Conformément à l'article 68 de la Directive BRRD n°2014/59/UE ainsi qu'aux articles L. 613-45-1, L. 613-50-3, L. 613-50-4 et L. 613-57-1 du Code monétaire et financier.

³¹⁹ Conformément à l'article 71 de la Directive BRRD n°2014/59/UE ainsi qu'aux articles L. 613-50-3, L. 613-56-5 et L. 613-62 du Code monétaire et financier.

³²⁰ Voir *infra* §376 et s.

³²¹ Conformément à l'art. L. 613-34 I du Code monétaire et financier, les dispositions relatives à ce régime de résolution bancaire « s'appliquent aux personnes suivantes : 1° Les établissements de crédit définis à l'article L. 511-1 ; 2° Les entreprises d'investissement au sens de l'article L. 531-4, à l'exception : a) Des sociétés de gestion de portefeuille mentionnées à l'article L. 532-9 ; b) Des entreprises d'investissement qui fournissent exclusivement un ou plusieurs des services d'investissement mentionnés aux 1,2,4 ou 5 de l'article L. 321-1 et qui ne sont pas habilitées à fournir le service connexe de tenue de compte-conservation d'instruments financiers mentionné au 1 de l'article L. 321-2 ; 3° Les établissements financiers mentionnés au 4 de l'article L. 511-21 qui sont des filiales d'un établissement de crédit, d'une entreprise d'investissement ou d'une compagnie mentionnée aux 4° à 6° du présent article et auxquels s'applique la surveillance sur une base consolidée de leur entreprise mère, sur le fondement des articles 6 à 17 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 ; 4° Les compagnies financières holding et les compagnies financières holding mères dans un État membre ou dans l'Union, au sens du paragraphe 1 de l'article 4 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 ; 5° Les compagnies financières holding mixtes et les

finalement correspondant plus ou moins à celles pouvant bénéficier de la compensation globale au titre d'une convention chapeau relative à des obligations financières issues de tout contrat, on comprend donc que les champs d'application *ratione personae* de ces deux dispositions viennent *de facto* se télescoper. Le législateur français alimente un paradoxe en limitant l'utilisation du mécanisme de compensation globale à la présence de certaines entités éligibles – dans l'hypothèse d'une utilisation telle qu'étudiée – tout en autorisant dans un contexte de résolution des atteintes contre le régime de ce même mécanisme uniquement à l'encontre de ces mêmes entités ! Les opérationnels ne peuvent trouver intérêt à un tel mécanisme de compensation globale qui se trouve finalement être d'une part, limité dans son efficacité économique en ne concernant pas les entités commerciales non éligibles et d'autre part, limité dans son efficacité juridique en étant susceptible de voir sa mise en œuvre perturbée dans un contexte de résolution bancaire.

146. – Pour résumer, on vient de voir qu'il existait de nombreuses conventions-cadres pouvant être utilisées par les acteurs. Qu'il s'agisse de conventions-cadres de place ou bien de conventions plus inhabituelles comme les conventions trans-produits ou les conventions chapeau, leur utilisation s'inscrit toujours dans une volonté de limiter le risque de contrepartie le plus "globalement" possible. Pour autant, les contrats-cadres ne sont pas les seuls outils contractuels de limitation du risque de contrepartie en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré. En effet, il en va de même avec le recours aux contrats de collatéralisation. Ces derniers participent fortement à la gestion du risque de contrepartie.

§2. Le recours aux contrats de collatéralisation

147. – La limitation contractuelle du risque de contrepartie peut intervenir par la mise en place d'accords d'échange réciproque d'actifs (ou encore contrats dits de "collatéralisation") entre les parties (A). Il faut comprendre ici que cette collatéralisation contractuelle se fait sur une base volontaire de la part des parties et ne s'inscrit pas dans les hypothèses relevant des obligations règlementaires européennes de compensation centrale et

compagnies financières holding mixtes mères dans un État membre ou dans l'Union, au sens du paragraphe 1 de l'article 4 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 ; 6° Les compagnies holding mixtes, au sens du paragraphe 1 de l'article 4 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 ; S'agissant des succursales d'établissements de crédit mentionnées au I de l'article L. 511-10, ne s'appliquent que les dispositions du V de l'article L. 613-62 et celles de l'article L. 613-62-1 ».

de collatéralisation qui seront respectivement étudiées un peu plus loin³²². Nous verrons enfin que des récentes dispositions législatives soulèvent certaines interrogations quant à la possible mise en place de contrats de collatéralisation avec l'intervention de tiers (B).

A. Contrat de collatéralisation entre les parties

148. – Finalité du contrat de collatéralisation – Les parties peuvent décider de recourir volontairement au mécanisme des garanties financières. L'idée consiste ici pour des contreparties à une opération sur dérivés de gré à gré de contractualiser des échanges réciproques d'actifs ayant vocation à garantir « *toutes les sommes qui peuvent être dues par l'une des parties au titre de toutes les transactions régies par la convention-cadre, et notamment du complet règlement du solde de résiliation* »³²³.

Ces échanges d'actifs – souvent qualifiés de "collatéral" (de l'anglais *collateral*) – permettent certes de garantir les éventuelles créances dues tout au long de l'exécution de la ou des transaction(s) couverte(s) par le contrat de collatéralisation ; mais ils permettent surtout de couvrir l'évolution potentiellement défavorable de la valeur du produit dérivé ainsi collatéralisé. Plus exactement, rappelons qu'un produit dérivé tire sa valeur de son actif sous-jacent mais également que cette valeur est fluctuante en fonction des variations de sa valeur de marché associée ("*mark-to-market*"). La fluctuation de la valeur du dérivé implique *de facto* que celle-ci puisse être alternativement en défaveur de l'une ou de l'autre des parties. Ainsi, le collatéral permet à une contrepartie de "coller" à la volatilité de la valeur *mark-to-market* et de ne pas subir son éventuelle dépréciation. Comme l'expliquait déjà un auteur il y a une vingtaine d'années³²⁴, c'est précisément cette volonté des acteurs économiques de maîtriser l'exposition au risque de contrepartie découlant de la nature volatile de la valeur *mark-to-market* d'un dérivé qui constitue la principale raison derrière la mise en place

³²² Voir *infra* §265 et s. et §333 et s.

³²³ Formulation issue du contrat de collatéralisation "*Annexe Remises en Garantie*" (version 2007) sous documentation FBF.

³²⁴ G. Bailby, « *Le développement du collatéral* », Revue Banque n°569, avril 1996, p. 23 ; Selon cet auteur, la raison du recours aux contrats de collatéralisation est d'une certaine façon liée à la volonté de gérer son exposition au risque de contrepartie : « *À cause de la nature volatile de la valeur mark-to-market d'un produit dérivé, il est difficile d'estimer à un instant donné le niveau de risque de contrepartie, présent et futur, induit par un portefeuille d'opérations. Sur des opérations long terme en particulier, la banque doit être prête à assumer le risque de voir son exposition sur sa contrepartie augmenter avec la valeur mark-to-market des contrats. [...] Pour répondre à ces problèmes, les grands intervenant de marchés ont de plus en plus recours, entre eux ou avec leurs clients, à la mise en place de contrats de collatéralisation directement inspirés des techniques utilisées sur les marchés organisés* ».

précoce de contrats de collatéralisation, directement inspirés des techniques utilisées sur les marchés organisés.

149. – Contrats de collatéralisation de place – Pour mettre en place un contrat de collatéralisation, les parties vont recourir – de façon quasi systématique – aux deux documentations cadres prévues par les associations professionnelles que sont l'ISDA et la FBF. Pour la première on parlera du *Credit Support Annex* (dit "CSA"), et pour la seconde l'on parlera de l'Annexe Remises en Garantie (dit "ARG"). Il faut comprendre que ces deux contrats de collatéralisation sont conçus comme des extensions de chacune des conventions-cadres de place respectives, au même titre que le sont les diverses annexes possibles ou confirmations. L'idée est – là encore – que le contrat de collatéralisation vient spécifier l'un des aspects de la relation contractuelle régie de façon générale par la convention-cadre.

150. – Contrat de collatéralisation et appels de marges – Concernant l'objet même du contrat de collatéralisation, les parties vont définir avec précision les modalités relatives aux échanges réciproques d'actifs.

L'échange du collatéral s'effectuera par des "appels de marge" à des dates définies (sous FBF on parle de "date de calcul"). À chacune de ces dates, un agent de calcul – tel que déterminé par les parties – procède à la valorisation des transactions afin d'en déterminer la valeur de marché (*mark-to-market*). C'est cette même valeur qui permet de déterminer s'il y a lieu à échanger du collatéral et, le cas échéant, dans quelles proportions. L'échange de collatéral n'étant pas systématique. Plus exactement, on va comparer la valeur de marché à la date de calcul avec la valeur du collatéral ayant déjà été versé. Afin de mieux comprendre le principe des appels de marges, prenons l'exemple d'un *mark-to-market* évalué à -10 millions à la date de calcul "T0", puis évalué à -13 millions à la date "T1". Imaginons que la contrepartie ait donc versé 10 millions de collatéral à T0, alors elle n'aura à verser que 3 millions de collatéral à T1 car on soustrait la valeur de marché au montant du collatéral déjà versé (13 millions de *mark-to-market* à T0 moins 10 millions de collatéral déjà versé = 3 millions de collatéral à verser à T1).

Il convient également de préciser que l'échange de collatéral est encadré par l'application de deux seuils : une franchise (ou encore "*threshold*") et un montant minimum de transfert. La franchise correspond au montant à hauteur duquel une partie³²⁵ accepte qu'aucun échange de collatéral ne soit effectué et donc que son risque de contrepartie ne soit pas couvert. Le

³²⁵ Précisons que le montant de la franchise peut être différent entre les parties au contrat de collatéralisation.

montant minimum de transfert correspond quant à lui au montant de l'appel de marge en-deçà duquel la partie concernée³²⁶ n'est pas tenue de verser le collatéral. Reprenons notre exemple précédent, en ajoutant une franchise s'élevant à 2 millions ainsi qu'un montant minimum de transfert d'un million. On a vu que la contrepartie était censée verser 10 millions de collatéral à T0, mais en tenant désormais compte de la franchise de 2 millions, cela revient pour la partie concernée à seulement devoir verser 8 millions (10 - 2). On a ensuite dit qu'à T1 l'exposition s'élevait à 13 millions. Aussi, en tenant compte à la fois du montant du collatéral ayant déjà été versé à T0 (8 millions) ainsi que le montant de la franchise dont la partie concernée bénéficie (2 millions), alors cette partie devra verser 3 millions de collatéral à T1 (13 - 8 - 2). La partie concernée a été tenue à chaque fois de verser le collatéral à sa contrepartie car le montant des appels de marges – tant à T0 qu'à T1 – étaient supérieurs au montant minimum de transfert (un million). À l'inverse, si l'appel de marge à T0 ou à T1 avait été inférieur à un million, alors la partie concernée n'aurait pas été tenue de verser le collatéral. Il peut également arriver que l'application de la franchise "annihile" l'appel de marge. En effet, imaginons que la partie concernée soit censée verser 1,5 millions avant l'application d'une franchise de 2 millions, aucun appel de marge n'aura alors à être effectué du fait que le montant du collatéral est resté inférieur à celui de la franchise applicable.

Pour résumer, en matière d'appels de marges, une partie peut "appeler" du collatéral si et seulement si la valeur obtenue du *mark-to-market* moins le collatéral déjà versé est égale ou supérieure à la franchise applicable et au montant minimum de transfert. Il faut comprendre que l'idée est ici d'éviter aux parties d'échanger systématiquement du collatéral à la moindre fluctuation du *mark-to-market* et tout particulièrement en présence de faibles appels de marge.

151. – Du fait d'être conçu comme une extension d'une convention-cadre de place, entrent théoriquement dans le giron du contrat de collatéralisation toutes les transactions gouvernées par ladite convention. Il peut néanmoins être prévu entre les parties que certaines de ces transactions en soient exclues pour diverses raisons (économiques ou commerciales). Il convient alors d'être attentif à ces hypothèses de collatéralisation partielle car elles sont parfois susceptibles d'entraîner *in fine* une augmentation du risque de contrepartie au lieu d'en assurer une limitation. Reprenons à titre d'illustration un exemple fourni par un auteur : « *Mark-to-market produits de taux : -40 millions de dollars ; Mark-to-market Equity : +50 millions de dollars. Si [la partie concernée] ne collatéralise que les dérivés de taux, elle versera 40 millions de dollars à la contrepartie alors même qu'elle est en risque sur 10 (50-*

³²⁶ Là encore, précisons que ce montant minimum de transfert peut différer entre les parties.

40). *En cas de défaut, le solde net à recevoir au titre de la liquidation du contrat cadre s'élève à +10 millions de dollars (50-40). Malgré cela notre risque sera de 50 soit 10 (soulte résiliation) plus 40 (collatéral déjà versé) »*³²⁷.

152. – Précisions enfin que la périodicité des dates de calcul ainsi que les méthodologies en matière de valorisation des transactions et du calcul du montant du collatéral à échanger sont fixées par les parties au sein du contrat de collatéralisation. Les parties vont également déterminer quels types d'actifs seront acceptés au titre du collatéral échangé. Indépendamment de la liste d'actifs éligibles prévue par le législateur³²⁸, on constate en pratique que les sommes d'argent et les titres sont les actifs les plus souvent échangés entre les parties.

153. – **Nature juridique des appels de marges** – Si l'on vient de voir que le contrat de collatéralisation a pour objet d'organiser les appels de marge, reste encore à déterminer la nature juridique du transfert de collatéral. À la lecture des textes tant européens³²⁹ que nationaux³³⁰, on constate qu'un contrat de collatéralisation peut être conçu soit avec transfert de propriété, soit avec constitution de sûreté. Dans le premier cas, le constituant de la garantie financière (collatéral) transfère au preneur de cette dernière la pleine propriété des actifs donnés en garantie de ses obligations tandis que dans le second cas, le constituant remet au preneur ou en sa faveur des actifs en garantie pour lesquels le constituant en conserve la pleine propriété.

Comme le souligne un auteur à l'égard de l'hypothèse du contrat de collatéralisation avec transfert de propriété³³¹, l'un des "apports majeurs" de ce régime des garanties financières est notamment de consacrer un nouvel exemple de propriété-sûreté – au titre de laquelle un créancier se voit transférer la propriété d'un bien ou d'un ensemble de biens à titre de garantie d'une dette – dont notre droit ne reconnaît pas une "utilisation générale".

Dans notre hypothèse, c'est-à-dire lorsque les parties recourent – volontairement – aux contrats de collatéralisation (et donc en dehors de toutes obligations réglementaires de

³²⁷ G. Bailby, « *Le développement du collatéral* », Revue Banque n°569, avril 1996, p. 24.

³²⁸ Art. L211-38 I du Code monétaire et financier : « À titre de garantie des obligations financières (...) les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété (...) d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits (...) ».

³²⁹ Art. 2, 1, a) de la Directive 2002/47/CE du Parlement Européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financières (Directive dite " Collatéral"), Journal Officiel des Communautés européenne n° L168 du 27/06/2002, p. 46.

³³⁰ Art. L211-38 I du Code monétaire et financier.

³³¹ S. Praicheux, « *Sûretés financière* », Répertoire de droit des sociétés, octobre 210 (actualisation : janvier 2018), Dalloz, §111 et s. et §160.

compensation centrale ou de collatéralisation), les appels de marges emportent le transfert de la pleine propriété du collatéral en faveur de la partie qui le reçoit. D'ailleurs, les traditionnels contrats de collatéralisation sous ISDA et FBF prévoient expressément un tel transfert de propriété à l'égard du collatéral³³².

154. – À titre d'indication, on doit préciser que plusieurs types de contrats de collatéralisation peuvent être mis en place par les parties et que tous ne sauraient être analysés de la même façon que celle concernant ces contrats de collatéralisation traditionnels susvisés. Si ces derniers constituent des contrats de garanties financières avec transfert de propriété, il n'en demeure pas moins que d'autres contrats pourront être avec constitution de sûreté. Plusieurs contrats de collatéralisation – à l'instar de ceux liés aux obligations réglementaires de compensation centrale et de collatéralisation que nous étudieront plus loin³³³ – pourront même coexister au sein d'une même opération aux fins d'organiser des appels de marges mêlant à la fois transfert en pleine propriété et constitution de sûreté.

155. – Propriété-sûreté et risque de contrepartie – Le recours aux contrats de collatéralisation avec transfert de propriété permet donc aux parties de voir leurs obligations financières respectives garanties par un ensemble d'actifs dont elles acquièrent la pleine propriété. Ainsi, le règlement définitif des sommes qui seraient dues par l'une des parties étant garanti par les actifs que celle-ci aura d'ores-et-déjà versé à sa contrepartie qui les détiendra en pleine propriété, l'exposition finale subie par cette contrepartie sera donc réduite au montant du solde unique de résiliation moins la valeur des actifs déjà en sa possession. Imaginons qu'un solde unique de résiliation soit à la charge de la partie B au bénéfice de la partie A et s'élève à 100. L'exposition au risque de contrepartie subie par la partie A sur la partie B devrait être évalué à 100. Cela étant, imaginons qu'il y ait eu des appels de marges dans le cadre d'un contrat de collatéralisation entre les parties, et que la partie B avait déjà versé en faveur de la partie A du collatéral à hauteur de 80. Alors l'exposition au risque de contrepartie subie par la partie A sur la partie B sera finalement réduite à hauteur de 20 (car 100-80). On pourrait même imaginer que la partie B ait déjà versé du collatéral d'une valeur finalement supérieure au solde unique de résiliation et que la partie A soit tenue de lui

³³² Il est par exemple stipulé dès le préambule du contrat de collatéralisation "ARG" de la FBF que « *les parties souhaitent, par la présente annexe ("Annexe"), convenir des modalités de remise en pleine propriété de sommes d'argent, de valeurs, d'instruments financiers, créances, contrats ou d'effets pour tenir compte de l'évolution de la Valeur des Transactions de Référence* ». Le "CSA" sous ISDA exclut également la constitution de sûreté ("*security interest*") et prévoit le transfert en pleine propriété ("*transfer of title*").

³³³ Voir *infra* §265 et s. et §333 et s.

restituer l'excédent. C'est de cette manière qu'un contrat de collatéralisation constitue un outil de limitation de l'exposition finale au risque de contrepartie.

Également, on comprend désormais pourquoi la périodicité des dates de calcul et de la valorisation des appels de marge telles que susvisées sont des caractéristiques importantes du contrat de collatéralisation devant être négociées par les parties ; en effet, plus le laps de temps entre chaque appel de marge sera réduit et plus faible sera le risque de différence entre le collatéral déjà versé et la valeur finale du *mark-to-market*. En outre, la périodicité des appels de marges détermine l'exposition pendant laquelle est subi le risque de contrepartie.

156. – Propriété-sûreté et liquidité – Cette nouvelle application de la propriété-sûreté que constituent les contrats de collatéralisation avec transfert de propriété, a été reconnue par le législateur certes parce qu'elle constitue un important outil de limitation du risque de contrepartie, mais également parce qu'elle participe à la liquidité des marchés financiers « *en permettant la circulation des actifs affectés en garantie* »³³⁴. L'immobilisation des capitaux propres représente un coût important pour les acteurs économiques et possède donc un impact direct sur la liquidité des marchés financiers. Or, le fait pour une contrepartie bénéficiaire du collatéral d'en devenir propriétaire, permet par la suite à celle-ci de pouvoir utiliser souverainement cet actif aux fins de financer d'autres opérations. Ainsi, « *un même actif sert à refinancer simultanément plusieurs dettes envers différents créanciers* »³³⁵.

En dépit de ces avantages offerts par le mécanisme de la propriété-sûreté – appliquée aux garanties financières – certains faits liés à la crise des *subprimes* ont également fait apparaître les inconvénients attachés à ce type de garantie dans l'hypothèse où son créancier ferait faillite. À titre d'illustration, la défaillance de *Lehman Brothers International Europe* (LBIE) avait notamment conduit l'établissement à être dans l'impossibilité de restituer les actifs fournis par ses clients en garantie des opérations. Certains auteurs expliquent que la propriété-sûreté peut participer à « *propager le risque systémique, au lieu d'en prévenir la contagion* »³³⁶, en raison de ce risque de non-restitution des actifs subi par les constituants de la propriété-sûreté. L'ESMA a elle-même reconnu dans un document consultatif consacré à la

³³⁴ S. Praicheux, « *Le traitement juridique des garanties financières, entre restrictions et innovations* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 623, §1.

³³⁵ S. Praicheux, *op. cit.*, p. 624, §6.

³³⁶ S. Praicheux, *op. cit.*, p. 624, §7. Cet auteur ajoute également que : « *Le risque se matérialise d'autant plus qu'en termes de preuve, la propriété-sûreté aboutit à un "éloignement de l'actif", souvent cédé plusieurs fois au long d'une chaîne d'intermédiaires situés la plupart du temps dans différents Etats, soumis à des législations distinctes, connaissant parfois un secret bancaire ou fiscal renforcé, ce qui accroît le risque d'une non-restitution de l'actif initialement affecté en garantie à défaut de pouvoir identifier ou localiser celui-ci* ».

réglementation MiFID II³³⁷, que le recours aux contrats de collatéralisation avec transfert de propriété impliquait pour les parties de se satisfaire d'une simple "promesse de restitution" des actifs remis en garantie par d'autres de même nature, ce qui était susceptible d'entraîner une "altération significative" des risques en cause. En raison de ces risques associés au mécanisme de la propriété-sûreté appliqué aux garanties financières, certaines restrictions à son utilisation ont été apportées par le législateur européen.

157. – Nouvelles restrictions européennes – Afin de protéger les acteurs économiques les moins expérimentés des potentiels dangers susmentionnés attachés à la propriété-sûreté, la directive MiFID II a récemment posé une interdiction absolue à l'égard de la clientèle non-professionnelle de recourir à des contrats de collatéralisation avec transfert de propriété³³⁸. À la suite de la transposition de la directive en droit interne, la nouvelle rédaction de l'art. L533-10, II, 9° du Code monétaire et financier dispose ainsi que « *les prestataires de services d'investissement (...) ne concluent pas de contrats de garanties financières avec transfert de propriété avec des clients non professionnels en vue de garantir leurs obligations présentes ou futures, réelles, conditionnelles ou potentielles, ou de les couvrir d'une autre manière* ».

Cette restriction du recours à la propriété-sûreté à l'égard de la clientèle non professionnelle s'inscrit dans une démarche protectionniste, gouvernée par l'idée selon laquelle le recours à des contrats de collatéralisation avec constitution de sûreté emporte un risque moins important de non-restitution des actifs échangés à titre de garantie. Il nous semble cependant que ce risque de non-restitution des actifs peut malgré tout "réapparaître" sous ces mêmes contrats notamment lorsque ces derniers prévoient un droit de réutilisation des actifs (aussi dit "re-use"). Bien que nous étudierons plus spécifiquement ce droit dans le cadre de l'obligation réglementaire de collatéralisation³³⁹, précisons ici que ce droit consiste pour le bénéficiaire à pouvoir aliéner à des fins de réinvestissement les actifs remis à titre de sûreté. Ce droit de re-use s'explique – là encore – afin de favoriser la liquidité du marché en permettant la

³³⁷ ESMA, « *Consultation Paper – MiFID II / MiIFR* », 22 may 2014, ESMA/2014/549, §2.8, 13, page 55 – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf : « *TTCA is a legal mechanism under which a firm takes full ownership of a client's instruments or funds so that they no longer belong to the client, who will not benefit from the MiFID protections that would otherwise apply. Instead, under a TTCA, the client accepts the investment firm's promise to repay the funds or (equivalent) financial instruments. The nature of the risks involved for the client is therefore significantly altered* ».

³³⁸ Interdiction posée par l'article 16 §10 de la Directive MIFID II 2014/65/UE, p. 398 : « *Une entreprise d'investissement ne conclut pas de contrats de garantie financière avec transfert de propriété avec des clients de détail en vue de garantir leurs obligations présentes ou futures, réelles, conditionnelles ou potentielles, ou de les couvrir d'une autre manière* ».

³³⁹ Voir *infra* §348.

circulation d'actifs dont le bénéficiaire n'est pourtant pas propriétaire. En contrepartie de ce droit, le créancier s'engage à « *restituer au constituant des biens ou droits équivalents* »³⁴⁰. Malgré cette promesse de restitution, on comprend aisément que la restitution des actifs remis à titre de garantie se voit ici aussi menacée lorsqu'un tel droit de réutilisation existe. Eu égard à la volonté du législateur européen de réduire le risque de non restitution des actifs remis à titre de garantie, la cohérence aurait donc commandé selon nous d'interdire à l'égard de la clientèle non professionnelle tant le recours aux contrats de collatéralisation avec transfert de propriété que celui aux contrats avec constitution de sûreté prévoyant un tel droit de réutilisation. Sans aller jusqu'à cette interdiction, le législateur a tout de même récemment mis en place un encadrement de la réutilisation des instruments financiers reçus en vertu d'un contrat de collatéralisation. Ainsi, non seulement toute contrepartie fournissant le collatéral doit être « *dûment informée (...) des risques et des conséquences que pourrait entraîner (...) le fait de consentir un droit d'utilisation d'une garantie (collateral) fournie en vertu d'un contrat de garantie avec constitution de sûreté* »³⁴¹, mais celle-ci doit également avoir « *donné son consentement exprès préalable, attesté par une signature écrite ou un moyen juridique équivalent* »³⁴² pour la mise en place d'un tel droit de réutilisation.

158. – La clientèle professionnelle se voit elle aussi imposer par le législateur européen de nouvelles restrictions concernant la propriété-sûreté. Plus exactement, la directive déléguée du 7 avril 2016 contraint les Etats membres à imposer « *aux entreprises d'investissement d'examiner dûment, et d'être en mesure de démontrer qu'elles l'ont fait, l'opportunité d'utiliser des contrats de garantie financière avec transfert de propriété dans le contexte du lien entre les obligations du client envers l'entreprise et les actifs du client soumis au contrat de garantie financière avec transfert de propriété* »³⁴³. Le texte européen précise par ailleurs l'ensemble des facteurs à prendre en considération afin de pouvoir examiner une telle opportunité de recourir à la propriété-sûreté³⁴⁴.

³⁴⁰ Art. L211-38 III du Code monétaire et financier.

³⁴¹ Art. 15, 1°, a) du Règlement (UE) 2015/2365 dit "SFTR" du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JOUE n° L337 du 23 décembre 2015, p. 19.

³⁴² Art. 15, 1°, b) du Règlement SFTR 2015/2365, p. 19.

³⁴³ Art. 6, 1° de la Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire, JOUE n° L87 du 31 mars 2017, p. 509.

³⁴⁴ Art. 6, 2° de la Directive déléguée 2017/593, p. 509 : « *Lorsqu'elles examinent l'opportunité de recourir à des contrats de garantie financière avec transfert de propriété et documentent cet examen, les entreprises d'investissement prennent en considération l'ensemble des facteurs suivants: a) s'il existe seulement un lien très*

Enfin, dans l'hypothèse où un prestataire de services d'investissement aurait – malgré tout – jugé opportun de recourir à de tels contrats de collatéralisation, le législateur européen lui impose alors de « *soulig[n]er auprès des clients professionnels et des contreparties éligibles les risques encourus ainsi que les effets de tout contrat de garantie financière avec transfert de propriété sur les instruments financiers et fonds du client* »³⁴⁵. Indépendamment de la question de savoir la forme que doit recouvrir ce devoir de "soulig[n]er" ou même jusqu' où il s'arrête, on comprend ici que tout l'enjeu pour la contrepartie du prestataire est de comprendre que ce type de contrats de collatéralisation emporte une perte des droits sur les actifs remis à titre de garantie et par conséquent un risque accru de non restitution de ces derniers.

C'est d'ailleurs toujours dans cet esprit de défiance que le législateur prévoit désormais – à la suite de la transposition de MiFID II – que les prestataires de services d'investissement « *prennent, lorsqu'ils détiennent des instruments financiers appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits de propriété des clients sur ces instruments financiers et empêchent leur utilisation pour leur propre compte, sauf consentement exprès des clients* »³⁴⁶. Dispositif étant également étendu aux fonds appartenant à des clients³⁴⁷.

159. – Fort de ces nouvelles restrictions à l'égard de la clientèle professionnelle et de détail, l'idée gouvernant le régime des garanties financières est désormais on ne peut plus claire et consiste à prendre ses distances à l'égard de la propriété-sûreté, et plus généralement de la réutilisation des actifs mis en garantie.

faible entre les obligations du client envers l'entreprise et l'utilisation de contrats de garantie financière avec transfert de propriété, y compris si la probabilité d'obligations du client vis-à-vis de l'entreprise est faible ou négligeable; b) si le montant des fonds des clients ou des instruments financiers soumis au contrat de garantie financière avec transfert de propriété dépasse de loin les obligations du client, voire est illimité si le client a une quelconque obligation envers l'entreprise; et c) si l'ensemble des instruments financiers ou fonds des clients sont soumis aux contrats de garantie financière avec transfert de propriété, sans égard pour les obligations respectives de chaque client envers l'entreprise ».

³⁴⁵ Art. 6, 3° de la Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire, JOUE n° L87 du 31 mars 2017, p. 509.

³⁴⁶ Art. L533-10, II), 7° du Code monétaire et financier.

³⁴⁷ Art. L533-10, II), 8° du Code monétaire et financier : « *Prennent, lorsqu'ils détiennent des fonds appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits de ces clients sur ces fonds, notamment en cas d'insolvabilité. Les entreprises d'investissement ne peuvent en aucun cas utiliser pour leur propre compte les fonds déposés auprès d'elles par leurs clients, sous réserve des articles L. 440-7 à L. 440-10* ».

160. – À ces réflexions s'ajoutent certaines interrogations liées aux récentes dispositions législatives prévoyant l'hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières.

B. Contrat de collatéralisation avec l'intervention de tiers

161. – Système initialement bilatéral – À l'origine, le transfert des actifs au titre des garanties financières se fait – classiquement – par et entre les parties au contrat de collatéralisation (avec transfert de propriété ou constitution de sûreté). Plus précisément, aucun tiers n'est généralement associé à cet échange de garanties. Ce « *système d'obédience essentiellement bilatérale* »³⁴⁸ – comme certains auteurs ont pu l'appeler – est d'ailleurs celui décrit par la Directive Collatéral³⁴⁹. Ce postulat initial selon lequel l'octroi des garanties ne se ferait que par les parties elles-mêmes et non par des tiers se justifie à la fois par la fréquence toute relative en pratique de cette hypothèse, mais également en raison des nombreux doutes existants eu égard aux modes de réalisation applicables aux tiers fournisseurs de garanties. Pour autant, ce système bilatéral n'est plus désormais le seul envisagé par les textes relatifs aux garanties financières. En effet, la loi dite "Sapin 2"³⁵⁰ est venue modifier l'art. L211-38 du Code monétaire et financier – dont l'objet est précisément d'organiser le mécanisme des garanties financières – en y ajoutant de manière expresse la possibilité que les remises ou sûretés puissent « *être effectuées ou constituées par (...) des tiers* »³⁵¹. La reconnaissance de cette nouvelle hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières pose la question de ses conditions d'application pour lesquelles le législateur aurait pu apporter plus de précisions. Il est vrai que certains doutes peuvent être émis à l'égard tant de la constitution de telles garanties financières (1) que de leur réalisation (2).

1. Constitution des garanties financières par un tiers

162. – Qualification juridique de l'engagement du tiers – Indépendamment du régime juridique applicable aux actifs échangés à titre de garantie, l'hypothèse d'un tiers constituant de garanties financières pose avant tout la question de la qualification juridique de

³⁴⁸ D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §92.

³⁴⁹ Directive Collatéral 2002/47/CE, p. 43 et s.

³⁵⁰ Art. 56 de la loi n° 2016-1691 dite "Sapin 2" du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1), NOR : ECFM1605542L, JORF n° 0287 du 10 décembre 2016, texte n° 2.

³⁵¹ Art. L211-38, I, al. 2 du Code monétaire et financier : « *Les remises et sûretés mentionnées au premier alinéa du présent I peuvent être effectuées ou constituées par les parties elles-mêmes ou par des tiers* ».

son engagement. Or, l'idée est ici celle d'un tiers qui vient constituer une garantie (au moyen d'une constitution de sûreté ou d'un transfert en pleine propriété) au profit de la dette de l'une des parties initiales (c'est-à-dire au titre de la convention-cadre d'opérations sur dérivés qui les unit).

Par ailleurs, en droit commun la qualification juridique de la constitution de garantie pour dette d'autrui est depuis longtemps au centre de débats doctrinaux et jurisprudentiels. S'est ainsi posée la question de savoir si le fait de constituer une sûreté réelle pour garantir la dette d'autrui (théorie dite du "cautionnement réel") devait s'analyser comme une sûreté "purement" réelle ou bien comme une sûreté hybride ou "mixte", en ce sens que la sûreté emprunterait des caractéristiques propres à la fois aux sûretés personnelles et réelles³⁵².

163. – Applicabilité du régime des garanties financières – Cette problématique de droit commun intéresse tout autant le droit des opérations sur dérivés en raison du fait que la qualification juridique retenue pour la constitution de sûretés réelles pour dette d'autrui peut avoir un impact quant à l'applicabilité du régime des garanties financières. En effet, comme le laisse entendre la formulation de l'article L211-38 du Code monétaire et financier³⁵³, « *seules certaines sûretés réelles mobilières peuvent faire l'objet d'une garantie financière translatrice ou non de propriété* »³⁵⁴. À l'inverse, les sûretés personnelles ne peuvent pas faire l'objet de telles garanties financières³⁵⁵. On comprend alors que si la constitution de sûretés réelles pour dette d'autrui devait s'analyser comme une sûreté mixte, il pourrait naître des doutes quant à la pleine application du régime des garanties financières sur ce type de sûretés.

Rappelons cependant que, par une décision en chambre mixte de 2005³⁵⁶, la Cour de cassation a déjà eu l'occasion d'apporter une position unifiée quant à la nature juridique de la

³⁵² Pour plus de détails sur ce débat, voir notamment : P. Simler, « *Fasc. 10 : Cautionnement – Définition, critère distinctif et caractères* », JurisClasseur Notarial Répertoire, 18 février 2013 (Actualisation 6 Février 2018, § 22 et s. ; Egalement : G. Amlon, « *Fasc. 200 : Procédures collectives – Créanciers antérieures titulaires de sûretés personnelles ou d'une sûreté réelle pour autrui (cautionnement, garanties autonomes, lettres d'intention...)* », JurisClasseur Notarial Formulaire, 15 Avril 2011 (Actualisation : 15 Mars 2017), §70 et s.

³⁵³ Art. L.211-38, I, al. 1 du Code monétaire et financier : « (...) *les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété (...) d'instruments financiers, effets créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits (...)* ».

³⁵⁴ S. Praicheux, « *Sûretés financières* », Répertoire de droit des sociétés, Octobre 2010 (actualisation : Janvier 2018), §104.

³⁵⁵ Au-delà d'une "exclusion" à proprement parler des sûretés personnelles en matière de garanties financières, une place est toutefois faite à certaines hypothèses impliquant de telles sûretés (comme par exemple celle d'une contre-garantie). Ainsi, comme le rappelle un auteur, seul « *l'engagement qui naît d'une sûreté personnelle (d'un cautionnement ou d'une garantie autonome, en particulier) peut être couvert au moyen d'une garantie financière, pourvu que les conditions fixées par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier se trouvent être remplies* » ; – S. Praicheux, *op.cit.*, §105.

³⁵⁶ Cass. ch. Mixte, 2 décembre 2005, Madame Pasquier c/ BNP Paribas, n° 03-18.210, JurisData n° 2005-031111.

constitution d'une garantie réelle pour dette d'autrui. Selon la Haute juridiction, le fait pour un tiers de constituer une sûreté réelle pour garantir la dette d'autrui "n'impliquant aucun engagement personnel"³⁵⁷ constitue non pas une sûreté mixte mais bel et bien une sûreté réelle³⁵⁸. Ainsi, en matière de garantie pour dette d'autrui « *trois cas de figure bien distincts peuvent donc se présenter, et trois seulement : la sûreté réelle constituée par un tiers, qu'il était convenu d'appeler "cautionnement réel" ; l'addition d'un cautionnement et d'une sûreté réelle, souscrits par un même tiers en garantie de la dette du débiteur ; le cautionnement contre-garanti par une sûreté réelle constituée par la caution elle-même* »³⁵⁹.

164. – On peut déduire de ces précisions que l'hypothèse d'un tiers fournisseur de garanties financières pourrait s'analyser – selon qu'il existe ou non un engagement personnel de la part du tiers de s'acquitter de l'obligation garantie – soit, comme l'addition d'une sûreté réelle et d'un cautionnement soit, comme une simple sûreté réelle. En pratique, il n'existerait vraisemblablement jamais de tel engagement personnel de la part du tiers fournisseur de garanties financières. Aussi, l'engagement – purement réel – d'un tiers fournisseur de garanties financières doit s'analyser comme une sûreté réelle entrant *de facto* dans le champ d'application du régime des garanties financières.

165. – Conditions à respecter par le constituant – À ces réflexions doit également s'ajouter l'attention à porter au respect de certaines conditions par le tiers constituant des garanties financières. En effet, si l'on vient de voir qu'une telle hypothèse doit s'analyser comme une sûreté réelle, celle-ci n'en demeure pas moins avoir été constituée pour la dette d'autrui. Or, bien qu'il n'existe pas à proprement parler de régime *per se* consacré aux sûretés (réelles ou personnelles) constituées pour garantir la dette d'autrui, force est de constater que la jurisprudence ainsi que certains textes législatifs – éparses – ont peu à peu soumis ce type de sûretés au respect de certaines conditions particulières.

³⁵⁷ Formule issue de la décision : Cass. ch. Mixte, 2 décembre 2005, Madame Pasquier c/ BNP Paribas, n° 03-18.210, JurisData n° 2005-031111.

³⁵⁸ En ce sens : « *Par un important arrêt du 2 décembre 2005, la chambre mixte de la Cour de cassation considère que la constitution pour autrui d'une garantie réelle ne s'analyse pas en une sûreté mixte, mais en sûreté réelle (...). L'appellation de cautionnement réel ne correspond donc plus à la réalité de cette variété de garanties* » – S. Piedelièvre, « *N'est pas un cautionnement une sûreté réelle consentie pour garantir la dette d'un tiers n'impliquant aucun engagement personnel* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 2, 12 Janvier 2006, 1056.

³⁵⁹ P. Simler, « *Une sûreté réelle consentie pour garantir la dette d'un tiers n'impliquant aucun engagement personnel n'est pas un cautionnement* », La Semaine Juridique Edition Générale n°52, 28 décembre 2005, II 10183.

Initialement, le droit commun imposait l'existence d'une cause comme condition de validité des conventions³⁶⁰. En matière de sûretés pour dette d'autrui – et plus particulièrement à l'égard du cautionnement – la Cour de cassation avait d'ailleurs eu l'occasion de préciser³⁶¹ que la cause de l'engagement de la caution se situait non pas dans ses relations d'affaires avec le débiteur principal mais dans les rapports entre le créancier et le débiteur principal, et plus précisément dans le crédit ou l'avantage consenti par le premier au second en conséquence de la sûreté fournie par la caution³⁶². Bien que la notion de "cause" ait été abandonnée – du moins d'un point de vue sémantique – par la réforme du droit des obligations, certains auteurs estiment pourtant que le concept n'a pas totalement disparu³⁶³. À l'appui de cette théorie, il est vrai que la nouvelle rédaction retenue par l'art. 1169 du Code civil assure une certaine continuité, et impose désormais – à titre de validité – aux contrats à titre onéreux la présence d'une "contrepartie" n'étant ni "illusoire" ni "dérisoire" au profit de celui qui s'engage³⁶⁴. Certains auteurs estiment que cet article aurait tout autant vocation à s'appliquer à des sûretés pour dette d'autrui telle que le cautionnement³⁶⁵. De récentes décisions de la Haute juridiction vont dans ce sens et continuent de sanctionner par la nullité le cautionnement constitué pour dette d'autrui qui serait dépourvu de véritable cause³⁶⁶. Aussi – et quel que soit finalement le choix sémantique retenu par le législateur – on comprend qu'il est important pour la validité d'une sûreté constituée pour la dette d'autrui (à l'instar des garanties financières) que celle-ci présente un véritable "intérêt" pour la société constituante.

³⁶⁰ Anc. art. 1131 du Code civil (version en vigueur du 17 février 1804 au 1^{er} octobre 2016) : « *L'obligation sans cause, ou sur une fausse cause, ou sur une cause illicite, ne peut avoir aucun effet* ».

³⁶¹ Notamment à l'occasion de l'arrêt dit "Lempereur" : Cass. com., 8 Novembre 1972, n° 71-11.879 : D. 1973, p. 752, note Ph. Malaurie.

³⁶² En ce sens, un auteur rappelle « *le fameux arrêt "Lempereur" qui, refusant de localiser la cause de l'engagement de la caution dans les relations – d'amitié ou d'affaires – que celle-ci entretient avec le débiteur principal (relations relevant de simples mobiles, personnels à la caution, donc la modification en cours d'opération ne remet pas en cause la pérennité de son engagement), la situe de manière assez artificielle dans les rapports entre créancier et débiteur et, plus précisément, dans le crédit ou l'avantage que le premier accepte de consentir au second en conséquence de la sûreté* » ; – Charles Gijsbers, « *Pourquoi s'engage-t-on à payer la dette d'autrui ? (quand la cause se réinvente dans le contentieux du cautionnement)* », Revue des procédures collectives n°1, Janvier 2018, comm. 22.

³⁶³ V. en ce sens : F. Chénéde, « *La cause est morte... vive la cause ?* », Contrats Concurrence Consommation n° 5, Mai 2016, dossier 4.

³⁶⁴ Art. 1169 du Code civil : « *Un contrat à titre onéreux est nul lorsque, au moment de sa formation, la contrepartie convenue au profit de celui qui s'engage est illusoire ou dérisoire* ».

³⁶⁵ En ce sens : P. Simler, « *Droit des sûretés* », Chronique, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 49, 7 décembre 2017, 1667, §7 ; D. Mazeaud, « *Une rareté : l'annulation d'un contrat de cautionnement pour absence de cause* », Recueil Dalloz 2017, p. 1694 ; Y-M. Laithier, « *"L'avenir du passé" : la cause de l'engagement de la caution* », Revue des contrats n°3, 15 Septembre 2017, p. 421 ; O. Deshayes, T. Genicon et Y-M. Laithier, « *Réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations* », Litec LexisNexis, 20 Octobre 2016, p. 289.

³⁶⁶ En l'espèce il s'agissait du défaut d'un véritable avantage consenti par le créancier au débiteur principal ; Cass. com., 17 mai 2017, n°15.15.746, JurisData n° 2017-009369.

Afin de participer au contrôle en amont de la présence de cet intérêt à l'égard du constituant, on va voir que la sûreté (réelle ou personnelle) prise en garantie d'une dette d'autrui doit nécessairement être conforme à l'objet social de la société constituante ainsi qu'à son intérêt social pour pouvoir être valide.

166. – Conformité à l'objet social – Concernant d'une part la conformité à l'objet social de la société constituante, cette condition s'inscrit dans la lignée du principe dit de "spécialité" – tel que dégagé par la doctrine – selon lequel la capacité juridique des personnes morales est limitée aux actes participant à la réalisation de leur objet social. Dans notre hypothèse de tiers fournisseur de garanties financières, il conviendra alors de vérifier en amont que la constitution de telles sûretés pour garantir la dette d'autrui est prévue au sein de l'objet social du tiers constituant. À défaut d'une mention expresse – qui reste d'ailleurs assez rare en pratique – il conviendra soit, que la constitution des garanties financières ait été spécialement autorisée par un "vote unanime"³⁶⁷ des organes dirigeants du tiers constituant soit, de s'assurer qu'il existe bien une "communauté d'intérêts"³⁶⁸ entre le tiers constituant et la partie garantie.

Le défaut de conformité à l'objet social n'aura pas les mêmes conséquences selon que le tiers constituant est une société à responsabilité illimitée ou limitée. Dans le premier cas, la sûreté constituée pour dette d'autrui qui n'est pas conforme à l'objet social (ou seulement qui le dépasse) sera sanctionnée par la nullité³⁶⁹. À l'inverse, si le tiers constituant est une société à responsabilité limitée, alors la sûreté concernée ne sera pas nulle et engagera malgré tout le

³⁶⁷ À titre d'illustration, la Cour de cassation s'est déjà prononcée en faveur de la validité de cautionnements qui « *avaient été donnés avec l'accord unanime de tous les associés lors d'une assemblée générale extraordinaire* » (Cass. com., 18 mars 2003, n° 00-20041). Voir sur cette décision : Dr. sociétés 2003, comm. 110, note J. Monnet ; JCP E 2003, p. 688, obs. P. Bouteiller ; JCP E, 2004, 29, n° 6, obs. J.-J. Caussain, Fl. Deboissy et G. Wicker ; D. 2004, somm. 271, obs. J.C. Hallouin ; D. 2003, p. 974, obs. A. Lienhard ; Rev. sociétés 2003, p. 500, obs. Y. Guyon ; Bull. Joly Sociétés 2003, p. 643, § 138, note J.-F. Barbière ; RJDA 6/2003, n° 605.

³⁶⁸ Comme l'explique un auteur, notamment à l'égard du cautionnement, « *la communauté d'intérêts suppose généralement que les sociétés caution et débitrice principale soient liées par un lien juridique (...). Toutefois, la Cour de cassation a précisé, dans son arrêt rendu le 1^{er} février 2000 [ndlr : pourvoi n° 97-17.827], que la communauté d'intérêts relève de l'appréciation souveraine des juges du fond ; ainsi, dans sa décision de juillet 2001, la communauté d'intérêts a été reconnue, alors qu'il n'existait aucun lien juridique entre les deux sociétés (Cass. com., 17 juillet 2001 [ndlr : pourvoi n° 98-18.438] (...)) ; de même, elle est reconnue lorsque les sociétés appartiennent à un même groupe (CA Paris, 1^{er} décembre 2000, [ndlr : JurisData n° 2000-133358] (...))* » (R. Besnard-Goudet, « *Fasc. 9-20 : Objet social – Influence sur les pouvoirs des dirigeants* », JurisClasseur Sociétés Traité, 26 Janvier 2015 (Actualisation : 15 Septembre 2015), §22). Concernant une autre décision identique (Cass. com., 13 décembre 2011, n° 10-26.968) voir également : M. Roussille, « *Validité du cautionnement par une SNC* », Revue Droit des sociétés n°3, Mars 2012, comm. 44.

³⁶⁹ Sur ce sujet, voir : R. Besnard-Goudet, « *Fasc. 9-20 : Objet social – Influence sur les pouvoirs des dirigeants* », JurisClasseur Sociétés Traité, 26 Janvier 2015 (Actualisation : 15 Septembre 2015), §40 ; Concernant la nature de la nullité, la Cour de cassation a pu préciser dans une décision récente que « *l'action en nullité d'une sûreté accordée par une société civile en garantie de la dette d'un associé (...) vise à faire constater une nullité absolue* » (Cass. civ. 1^{ère}, 18 Octobre 2017, n°16-17.184).

constituant (et ce en dépit du principe de spécialité). La nullité de la sûreté non conforme serait ici possible seulement si le contractant est de mauvaise foi³⁷⁰.

167. – Conformité à l'intérêt social – Concernant d'autre part la conformité à l'intérêt social du tiers constituant, il s'agit là d'une seconde condition cumulative nécessaire à la validité de la sûreté constituée pour garantir la dette d'autrui. Ainsi, bien qu'une telle sûreté soit conforme à l'objet social du tiers constituant, sa validité peut cependant être entachée si elle est contraire à l'intérêt social du constituant³⁷¹. Là encore, le défaut de conformité à l'intérêt social du tiers constituant par les garanties financières ne sera pas sanctionné de la même façon selon que le constituant est une société à responsabilité illimitée ou limitée. Dans le premier cas, la sûreté constituée pour dette d'autrui non conforme à l'intérêt social sera sanctionnée par la nullité³⁷². À l'inverse, si le tiers constituant est une société à responsabilité limitée, alors la sûreté concernée ne serait vraisemblablement pas nulle et pourrait engager malgré tout le constituant³⁷³.

³⁷⁰ Cette solution est notamment énoncée de façon expresse au sein de différents textes du Code de commerce. Concernant la SARL, l'art. L.223-18 al. 5 C. com. dispose ainsi que « *la société est engagée même par les actes du gérant qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.* ». Concernant la SA, une formulation équivalente est également reprise à l'égard de actes pris par le conseil d'administration (L.225-35 al. 2 C. com.), par le directeur général (L.225-56 I al. 2 C. com.), ou par le directoire (L.225-64 al. 2 C. com.) qui ne relèveraient pas de l'objet social. Sur ce sujet voir également : R. Besnard-Goudet, « *Fasc. 9-20 : Objet social – Influence sur les pouvoirs des dirigeants* », JurisClasseur Sociétés Traité, 26 Janvier 2015 (Actualisation : 15 Septembre 2015), §41 à §51.

³⁷¹ Pour une tentative de présentation de ce que recouvre précisément la notion de l'intérêt social, voir : G. Piette, « *Cautionnement et intérêt social – Les implications réciproques* », La Semaine Juridique Edition Générale n°25, 16 juin 2004, doct. 142, §28 et s. Cet auteur explique notamment que « *la doctrine est unanime pour relever l'imprécision de la notion d'intérêt social. Il s'agit d'un concept "mou", d'un "standard, un concept à contenu variable". Cette caractéristique explique que le contenu de l'intérêt social ne soit pas figé et intangible. Il évolue au gré des matières et des besoins. En revanche, l'unanimité disparaît lorsqu'il s'agit de savoir ce que recouvre précisément l'intérêt social* ».

³⁷² À titre d'illustration : « *Mais attendu que n'est pas valide la sûreté accordée par une société civile en garantie de la dette d'un associé dès lors qu'étant de nature à compromettre l'existence même de la société, elle est contraire à l'intérêt social ; qu'il en est ainsi même dans le cas où un tel acte entre dans son objet statutaire* » (Cass. com., 24 septembre 2014, n° 13-17347). Sur cet arrêt voir notamment : J-P. Garçon, « *Validité de l'hypothèque accordée pour la dette d'un associé : nécessité d'un intérêt social* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n°51-52, 19 Décembre 2014, 1387.

³⁷³ En ce sens : « *Attendu (...) que, serait-elle établie, la contrariété à l'intérêt social ne constitue pas, par elle-même, une cause de nullité des engagements souscrits par le gérant d'une société à responsabilité limitée à l'égard des tiers* » (Cass. com., 12 mai 2015, n°13-28504 et n° 14-11.038). Sur ces décisions voir notamment : P. Dupichot, « *L'Europe au secours des sûretés pour autrui consenties par les sociétés de capitaux* », Bulletin Joly Sociétés n° 12, 02 décembre 2015, p. 609. Certains auteurs ont cependant critiqué la confusion opérée par cette décision, voir notamment : N. Rontchevsky, « *Garantie hypothécaire de la dette d'un tiers consentie par une SARL au profit d'une banque – Contrariété de la garantie à l'intérêt social – Nullité de la garantie (non)* », Banque et Droit n° 164, Novembre-Décembre 2015, p. 70 ; M. Roussille, « *Cautionnement hypothécaire souscrit pas une SARL : certitudes et incertitudes quant à la portée d'un acte contraire à l'intérêt social...* », Droit des sociétés n° 8-9, Août 2015, comm. 147.

168. – On comprend de l'ensemble de ces éléments que des garanties financières qui auraient été constituées par un tiers – sans que celles-ci ne soient conformes à son objet social et à son intérêt social – ne comportent vraisemblablement un risque de nullité que si le tiers constituant est une société à responsabilité illimitée. Par conséquent, l'attention doit être tout particulière lorsque le tiers constituant relève de ce type particulier de sociétés. À l'inverse, on pourrait croire que dans l'hypothèse où le tiers constituant de garanties financières serait une société à responsabilité limitée, alors l'attention pourrait être plus relative en raison du très faible risque de nullité qu'encouraient les garanties financières non conformes. Bien au contraire, l'attention doit cependant tout autant être portée à l'égard de ces sociétés du fait de l'existence d'un certain nombre de textes législatifs issus du Code de commerce qui encadrent spécifiquement la façon dont certaines sociétés commerciales à responsabilité limitée (SA, SAS, SARL, etc.) peuvent constituer une sûreté pour garantir la dette d'autrui.

169. – **Spécificités liées à des sociétés commerciales à responsabilité limitée** – Des dispositions du Code de commerce prévoient en effet à l'égard de certaines sociétés commerciales à responsabilité limitée soit, une procédure d'autorisation en interne soit, une interdiction pure et simple de constitution de garantie.

Concernant la procédure d'autorisation d'abord, il est imposé aux sociétés anonymes (avec conseil d'administration ou directoire) que « *les cautions, avals et garanties donnés par des sociétés autres que celles exploitant des établissements bancaires ou financiers font l'objet d'une autorisation du conseil dans les conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat* »³⁷⁴. Le non-respect de cette autorisation spéciale a déjà été sanctionné par la Cour de cassation par l'inopposabilité de la garantie³⁷⁵. Précisons enfin que l'emploi par le législateur du terme général de "garanties" laisse à croire raisonnablement que tout type de sûreté (réelle ou personnelle) est concernée ici par ce processus d'autorisation spéciale. La jurisprudence s'est d'ailleurs déjà prononcée en ce sens³⁷⁶. Par conséquent, une sûreté réelle pour garantir la

³⁷⁴ Art. L.225-35 al. 5 du Code de commerce pour les SA avec conseil d'administration ; Formulation quasiment identique à l'art. L.225-68 al. 2 du Code de commerce pour les SA avec directoire : « *Toutefois, les cautions, avals, garanties, sauf dans les sociétés exploitant un établissement bancaire ou financier, font l'objet d'une autorisation du conseil de surveillance dans des conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat* ».

³⁷⁵ Cass. com., 15 Octobre 1991, n° 89-19.969. Sur cette décision voir : Y. Guyon, « *Inefficacité d'une ratification implicite par le conseil d'administration du cautionnement donné par le président au nom de la société* », Revue des sociétés 1992, p. 57 ; Y. Reinhard, « *Inopposabilité à la société du cautionnement donné par le président de la société sans l'autorisation préalable du Conseil d'administration* », RTD Com. 1992, p. 638.

³⁷⁶ La jurisprudence a déjà admis l'application de ces dispositions à des sûretés réelles telles qu'une hypothèque (Cass. com. 11 février 1986, Revue des sociétés 1987, 243, note Daigre) ou encore un nantissement d'actions (CA Lyon, 28 février 1997, inédit – B. Petit, Y. Reinhard, « *Garanties données par le dirigeant d'une société. Nantissement d'actions* », RTD Com. 1998, p. 177). Également, il ne semble pas que le caractère intra-groupe de

dette d'autrui – à l'instar des garanties financières – doit donc faire l'objet de ce mécanisme d'autorisation spéciale dans l'hypothèse où la société constituante serait une société anonyme (avec conseil d'administration ou directoire).

Concernant l'interdiction de constitution de garantie ensuite, celle-ci s'applique à l'égard des sociétés anonymes (avec conseil d'administration³⁷⁷ ou directoire³⁷⁸), des sociétés à responsabilité limitée³⁷⁹ et des sociétés par actions simplifiées³⁸⁰. Pour toutes ces sociétés, le législateur prévoit en effet qu'« à peine de nullité du contrat, il est interdit aux administrateurs [ndlr : selon le type de société sont également visés les membres du directoire et membres du conseil de surveillance, les gérants ou associés] autres que les personnes morales de contracter, sous quelque forme que ce soit, des emprunts auprès de la société, de se faire consentir par un découvert, en compte courant ou autrement, ainsi que de faire cautionner ou avaliser par elle leurs engagements envers les tiers ». La lettre de cette interdiction fait état d'une énumération – selon nous – exhaustive et qu'il n'est aucunement visé le cas des sûretés réelles. Aussi, on peut raisonnablement penser que ces dispositions n'ont pas vocation à s'appliquer aux sûretés réelles. À l'appui de cette solution, on peut d'ailleurs raisonner par analogie en se référant aux décisions relativement récurrentes de la Cour de cassation qui rappellent que certains textes du code civil applicables aux cautions n'ont pas vocation à s'appliquer aux sûretés réelles consenties pour garantir la dette d'autrui³⁸¹. Par conséquent, tout laisse à penser que rien n'interdit à une société – pourtant soumise à ces dispositions (SA, SAS, etc.) – de constituer des sûretés réelles pour garantir la dette d'autrui, telles que des garanties financières.

170. – En résumé, pour que la constitution des garanties financières fournies par un tiers puisse être valide il faut d'une part, – et peu importe ici le type de société du tiers fournisseur – que celles-ci soient conformes à son objet et à son intérêt social et d'autre part, –

la garantie puisse justifier d'une exemption à ce processus d'autorisation (Cass. com., 28 avril 1987, n° 85-16.956 : Bulletin Joly, 1998, 231, note J-F. Barbiéri).

³⁷⁷ Art. L.225-43 al. 1 du Code de commerce.

³⁷⁸ Art. L.225-91 al. 1 du Code de commerce.

³⁷⁹ Art. L.223-21 al. 1 du Code de commerce.

³⁸⁰ Art. L.227-12 du Code de commerce.

³⁸¹ En ce sens : « Attendu que pour prononcer la nullité du "cautionnement hypothécaire" consenti par la SCI, l'arrêt retient qu'il résulte (...) de la loi susvisée que les sociétés qu'elle régit ne peut se porter caution (...). Qu'en statuant ainsi, alors qu'une sûreté consentie pour garantir la dette d'un tiers, laquelle n'implique pas un engagement personnel à satisfaire à l'obligation d'autrui, n'est pas un cautionnement, lequel ne se présume pas » (Cass. civ. 3^e., 23 mars 2017, n° 16-10.766). Egalement : « Attendu, d'autre part, qu'ayant (...) exactement retenu que la sûreté réelle consentie (...) pour garantir la dette [d'autrui], laquelle n'impliquait aucun engagement personnel à satisfaire l'obligation d'autrui, n'était pas un cautionnement, de sorte que l'article 2314 du code civil n'était pas applicable » (Cass. civ. 3^{ème}, 12 avril 2018, n° 17-17.542).

uniquement dans le cas où le tiers fournisseur serait une société anonyme – qu’elles aient également été spécialement autorisées conformément au processus d’autorisation susvisé.

171. – Si nous venons d’étudier quelles pouvaient être les conditions d’application de la nouvelle hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières d’un point de vue de la constitution des garanties, il reste encore à étudier la question de leur réalisation.

2. Réalisation des garanties financières constituées par un tiers

172. – Une réalisation non différenciée – La nouvelle hypothèse des tiers fournisseurs de garanties financières – consacrée par la loi Sapin 2 – ne s’est manifestement pas accompagnée d’une adaptation des modes de réalisation de ces garanties. Ainsi, le fait que les garanties soient fournies par les parties elles-mêmes ou par des tiers ne changera par conséquent en rien leur mode de réalisation. Or comme le précise l’art. L211-38 du Code monétaire et financier, « *la réalisation de telles garanties intervient (...) par compensation, appropriation ou vente* »³⁸².

On peut légitimement se poser la question de savoir si ces différents modes de réalisation applicables aux garanties financières posent des difficultés dans l’hypothèse où le constituant serait un tiers. À dire vrai, la réponse varie à la fois en fonction du fait que le contrat de collatéralisation se fait avec ou sans transfert de propriété, mais également selon que la réalisation intervient par appropriation ou par compensation.

173. – Réalisation des contrats avec transfert de propriété – Lorsqu’il a été mis en place un contrat de collatéralisation avec transfert de propriété, alors l’hypothèse d’un tiers fournisseur de garanties financières ne posera ici aucune difficulté et ce peu importe le mode de réalisation retenu. En effet, un tel transfert en pleine propriété assure – à l’égard des actifs remis à titre de garantie – un véritable transfert du patrimoine du tiers fournisseur vers le patrimoine de la partie receveuse. C’est précisément ce transfert entre patrimoines qui fait que la partie receveuse sera d’ores-et-déjà en pleine possession des actifs lors de la réalisation des garanties et pourra donc soit, directement se les approprier soit, procéder à leur compensation. Concernant la réalisation par appropriation, la possession des actifs transférés à titre de garantie permet à la partie receveuse de pouvoir conserver directement ces actifs à hauteur du solde de résiliation unique (dont elle serait créancière).

³⁸² Art. L.211-38, II, 3° du Code monétaire et financier.

Concernant la réalisation par compensation, il faut comprendre que sa mise en œuvre implique – entre autres – que l'on soit en présence d'obligations dites "réciproques" entre deux personnes. Plus précisément, la compensation peut intervenir uniquement à l'égard des seuls patrimoines dont relèvent les dettes et créances réciproques sujettes à la compensation³⁸³. Or – sans entrer ici plus dans les détails de cette condition de réciprocité³⁸⁴ – précisons simplement que le transfert en pleine propriété des garanties permet d'assurer cette réciprocité au sein des patrimoines concernés par la compensation. À titre d'illustration, prenons l'exemple de deux parties (parties A et B) ayant conclu une convention-cadre d'opérations sur dérivés. Un contrat de collatéralisation avec transfert de propriété a été également conclu au titre de cette convention-cadre et prévoit notamment que l'une des parties (partie A) recourt à un tiers pour fournir ses garanties financières. Suite à une résiliation-anticipée de la convention-cadre, un solde unique est calculé et se trouve être en faveur de la partie B. Cette dernière va dès lors pouvoir réaliser par compensation les garanties financières fournies par le tiers aux fins de payer sa créance issue du solde de résiliation unique. La réalisation par compensation n'est ici possible qu'en raison du fait que la partie B est pleine propriétaire des actifs remis à titre de garantie et que ces derniers ont par conséquent intégré le "périmètre" des obligations réciproques entre les deux parties initiales (parties A et B). Seuls les deux patrimoines des parties initiales sont ici concernés par la compensation et en aucun cas celui du tiers fournisseur.

174. – Fort de ce raisonnement, on peut facilement imaginer que la question de la réalisation en matière de tiers fournisseur de garanties financières soit quelque peu plus compliquée en présence de contrat de collatéralisation avec constitution de sûreté.

175. – Réalisation des contrats avec constitution de sûreté – À la différence d'un contrat de collatéralisation avec transfert de propriété, un contrat avec constitution de sûreté n'assure aucun transfert entre patrimoines. Le tiers fournisseur de garanties financières resterait ici l'entier propriétaire des actifs sur lesquels portent les sûretés constituées à titre de garantie. Ce non-transfert de propriété a pour conséquence que trois patrimoines vont être concernés au moment de la résiliation anticipée de la convention-cadre, à savoir ceux des deux parties initiales ainsi que celui du tiers fournisseur de garanties. Cette situation n'affecte pas de la

³⁸³ Voir *infra* note de bas de page n°393 qui fait état de décisions de justice refusant la mise en œuvre de la compensation à l'égard de patrimoines distincts de ceux dont relevaient les dettes et créances concernées.

³⁸⁴ Cette condition de "réciprocité" nécessaire à la compensation sera étudiée plus précisément dans les développements qui suivent ci-après.

même façon la question de la réalisation des sûretés selon que celle-ci se fait par appropriation ou par compensation.

176. – La réalisation par appropriation est le mode de réalisation traditionnel des sûretés de droit commun. Or, le fait que le constituant des sûretés soit ici le tiers et non la partie initiale n'est en rien un obstacle à la réalisation par appropriation. La partie receveuse (et qui serait créancière à l'issue de la résiliation anticipée) peut donc parfaitement réaliser les sûretés, constituées par le tiers à titre de garanties, pour ensuite se les approprier à hauteur du solde de résiliation unique.

177. – La réalisation par compensation des sûretés constituées à titre de garantie soulève en revanche un certain nombre de difficultés, au point que certains auteurs estiment que ce mode de réalisation serait incompatible avec l'hypothèse d'une garantie financière constituée par un tiers³⁸⁵.

178. – Droit commun de la compensation – Afin de comprendre cette incompatibilité, il convient d'en revenir au droit commun : le code civil dispose en effet que la compensation – légale ou conventionnelle – ne peut jouer qu'à l'égard « *d'obligations réciproques* »³⁸⁶. Cette condition de réciprocité des obligations est nécessaire mais ne suffit pas en tant que telle à l'accomplissement du phénomène de la compensation. Ce dernier implique également « *une aptitude intrinsèque des obligations à en subir le mécanisme* »³⁸⁷. Or selon le législateur, les obligations ne sont – sauf dispositions contraires – éligibles à la compensation que lorsqu'elles sont « *fongibles, certaines, liquides et exigibles* »³⁸⁸. À ces conditions peut également s'ajouter le critère de la connexité en matière de faillites, de telle sorte que

³⁸⁵ Voir notamment : F. Auckenthaler, « *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 43, 27 Octobre 2005, 1519, §24 ; D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §92 et s.

³⁸⁶ Art. 1347 al. 1 du Code civil : « *La compensation est l'extinction simultanée d'obligations réciproques entre deux personnes* » ; Art. 1348-2 du Code civil : « *Les parties peuvent librement convenir d'éteindre toutes obligations réciproques, présentes ou futures par compensation* ».

³⁸⁷ D. R. Martin, L. Andreu, « *Fasc. 10 : Régime Général des obligations – Compensation – Conditions de la compensation* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1347 à 1348-2, 2 mars 2017, §42.

³⁸⁸ Art. 1347-1 du Code civil : « *Sous réserve des obligations prévues à la sous-section suivante, la compensation n'a lieu qu'entre deux obligations fongibles, certaines, liquides et exigibles* ».

l'ouverture d'une procédure collective ne saurait faire obstacle à la compensation de dettes et créances connexes³⁸⁹.

179. – Question de la validité du mécanisme de garanties par un tiers – C'est au regard de ce droit commun de la compensation, que certains auteurs en tirent la conclusion que l'hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières viendrait inévitablement se heurter à la nécessaire condition de réciprocité lors de la réalisation par compensation³⁹⁰. Il faut comprendre ici que ce n'est pas tant le fait que des tiers soient à l'origine de la fourniture de garanties financières qui pose une difficulté mais bien le fait que de telles garanties puissent être compensées avec les dettes et créances relatives aux obligations financières entre les parties initiales. Cette absence de réciprocité soulève dès lors la question de l'opposabilité – voire de la validité – de contrats de collatéralisation prévoyant la compensation des garanties financières constituées par un tiers au profit de l'une des parties.

Deux types d'éléments de réponse pourraient être apportés à cette question selon que l'on retient une conception que l'on pourrait qualifier de "restrictive" ou "extensive" de la compensation.

180. – Conception restrictive – D'une part, une conception restrictive de la compensation pourrait conduire à une analyse en défaveur de la réalisation par compensation en matière de tiers fournisseurs de garanties financières. La clef de voûte de cette conception repose sur l'idée que la condition de réciprocité des obligations concernées participerait à "l'essence"³⁹¹ même de la notion de compensation. Autrement dit, aucune compensation ne saurait être possible à l'égard d'obligations non réciproques. À l'appui de cette conception restrictive, la Cour de cassation a d'ailleurs déjà pu affirmer « *que la compensation, fût-elle conventionnelle, implique l'existence d'obligations réciproques entre les parties* »³⁹². Également, la jurisprudence a déjà pu préciser que l'existence d'un groupe de sociétés ne

³⁸⁹ Art. L622-7, I du Code de commerce : « *Le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture, à l'exception du paiement par compensation de créances connexes* ».

³⁹⁰ Voir notamment : S. Praicheux, « *Le traitement juridique des garanties financières, entre restrictions et innovations* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 633, §32 ; F. Auckenthaler, « *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 43, 27 Octobre 2005, 1519, §24 ; D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §92 et s.

³⁹¹ Certains auteurs avancent l'idée que la condition de réciprocité « *semble être de l'essence de la compensation [de sorte qu'] il n'est pas possible d'y déroger par une compensation conventionnelle* » (D. Robine, S. Praicheux, *op. cit.*, §92).

³⁹² Cass. com., n° 90-17322, 23 juin 1992, publié au bulletin.

permettait pas de justifier la mise en œuvre de la compensation invoquée par une société-mère débitrice alléguant la dette de son créancier à l'égard d'une de ses filiales. De ces décisions, on comprend finalement que le lien économique pouvant résulter de l'appartenance à un même groupe de sociétés ne saurait permettre la création du lien de réciprocité nécessaire à la compensation, les sociétés du groupe n'en demeurant pas moins des personnes morales distinctes avec des patrimoines distincts³⁹³. Par conséquent, la condition de réciprocité semble être un principe absolu tel en matière de compensation qu'aucune convention ou situation économique ne saurait permettre d'y déroger. Cette conception restrictive de la compensation impose dès lors d'envisager les autres mécanismes juridiques qui seraient nécessaires pour permettre la réalisation par compensation à l'égard des tiers fournisseurs de garanties financières.

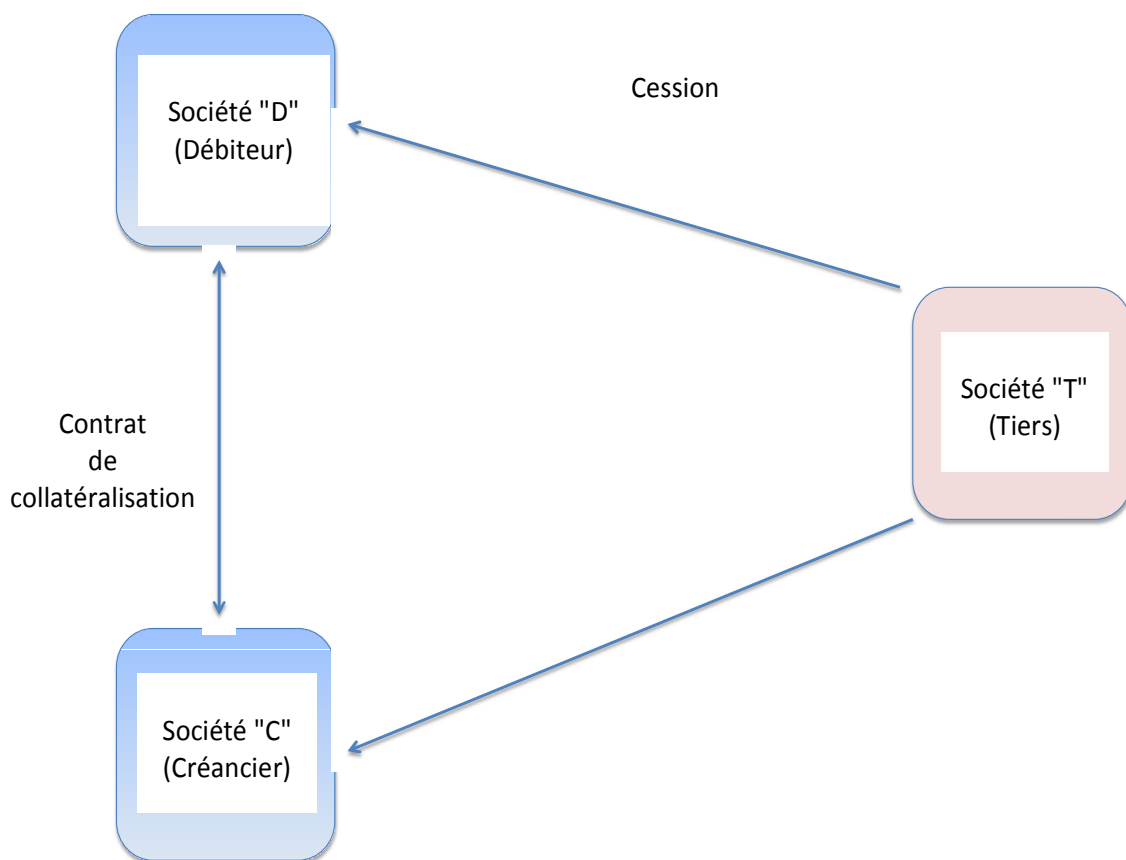
181. – À l'instar de certains auteurs³⁹⁴, la première piste alternative serait d'envisager la mise en place d'une cession entre la partie ayant fait appel au tiers fournisseur de garanties et ce même tiers. Imaginons en effet la situation où une société "D" conclut une convention-cadre d'opérations sur dérivés avec une société "C". Au titre de cette convention est également conclu un contrat de collatéralisation prévoyant que la société "D" recourt à un tiers dit société "T" (étant la société-mère de la société "D") pour fournir les garanties financières. S'ajouterait à ce schéma contractuel la stipulation selon laquelle le tiers (société "T") cède ses droits – au titre de la fourniture des garanties financières – à la société "D". À l'issue de la résiliation anticipée de la convention-cadre, la société "D" se retrouve débitrice du solde

³⁹³ En ce sens : « *L'existence d'un groupe de sociétés ne permet pas au créancier de compenser sa dette à l'égard de la filiale avec la dette que la société mère aurait envers lui. Si ces deux entités appartiennent au même groupe, elles n'en constituent pas moins des personnes morales distinctes avec des patrimoines distincts* » (CA Paris, ch. 3, Section 1, SA PRISME c/ SNC EURIWARE SERVICES, 12 Juin 2001, JurisData n° 2001-161053). Également : « *Il ne peut y avoir compensation que lorsque deux personnes se trouvent débitrices l'une envers l'autre. Aussi, un débiteur ne peut prétendre effectuer une compensation avec ce que son créancier peut devoir à un tiers, même s'il s'agit d'une société dépendant du même groupe dès lors que rien n'établit qu'il y ait confusion de patrimoine entre les sociétés distinctes* » (CA Orléans, ch. civ. section 1, SARL COBA CIE ORLEANAISE DE BATIMENT c/ JOUSSET, 20 mai 1992, JurisData n° 1992-043912). Aussi : « *C'est à tort que le débiteur entend invoquer la compensation à la demande en paiement de son créancier dans la mesure où il ne démontre par que les conditions de la compensation soient réunies. Le seul fait que le débiteur détienne une créance sur une société appartenant au groupe de son créancier est insuffisant* » (CA Metz, ch. 1, SA Colman Bois c/ SARL KIS FORST UND HOLDS GMBH, 12 Septembre 2007, n°06/01615, JurisData n° 2007-345060). V. aussi : CA Paris, 29 Novembre 1962, Dalloz 1963, p. 648, note J.-M. Verdier.

³⁹⁴ D. R. Martin, L. Andreu, « *Fasc. 10 : Régime Général des obligations – Compensation – Conditions de la compensation* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1347 à 1348-2, 2 mars 2017, §13 : « *Un débiteur ne pourrait naturellement prétendre effectuer une compensation avec ce que son créancier pourrait devoir à un tiers (...). La solution vaut aussi quand le tiers est une société dépendant du groupe même auquel appartient la société débitrice, dès lors que rien n'établit qu'il y ait confusion de patrimoine entre les sociétés distinctes (...). Il n'en irait autrement qu'au cas où le tiers aurait cédé ses droits au débiteur, parce qu'alors cette cession le rendrait créancier de son propre créancier* ».

unique de résiliation. Dans cette hypothèse-ci, il serait alors possible de procéder à la compensation des dettes et créances afférentes aux obligations financières des parties (sociétés "D" et "C") avec celles relatives aux garanties financières fournies par le tiers (société "T"). En effet, la cession intervenue entre le tiers "T" et la société débitrice "D" permet de transférer les dettes et créances relatives aux garanties au sein du patrimoine de la partie "D" et ainsi de remplir la condition de réciprocité nécessaire à la réalisation par compensation entre les parties "D" et "C".

Schéma :



182. – Une autre alternative concernant l’hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières consisterait en « *la stipulation d’un mécanisme de compensation multilatérale* »³⁹⁵.

³⁹⁵ F. Auckenthaler, « Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §102 : « En pratique, ensuite, la compensation est inapplicable lorsque la sûreté a été consentie par un tiers au profit du débiteur. En effet, en pareille hypothèse, et à défaut de réciprocité, la compensation supposera la stipulation d’un mécanisme de compensation multilatérale ».

183. – Conception extensive – D'autre part, une conception extensive de la compensation pourrait inversement conduire à admettre la réalisation par compensation en matière de tiers constituants de garanties financières. Cette conception repose sur l'idée que la condition de réciprocité constitue certes l'essence de la compensation mais pas de manière absolue, de telle sorte que certaines dérogations très spécifiques – car justifiées – pourraient être parfois apportées.

Au soutien de cette conception, il convient d'évoquer la loi dite "Sapin 2"³⁹⁶ qui est venue modifier l'art. L211-38 du Code monétaire et financier – dont l'objet est précisément d'organiser le mécanisme des garanties financières – en y ajoutant simplement la possibilité que les remises ou sûretés puissent « être effectuées ou constituées par (...) des tiers »³⁹⁷. Non seulement cette nouvelle disposition prévoit explicitement une extension du système bilatéral classique au profit de l'hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières, mais également et surtout, cette extension s'est faite sans que ne soient modifiés les modes de réalisation des garanties. La lettre de ce nouvel article L211-38 plaide par conséquent en faveur de l'idée qu'un tiers peut fournir des garanties financières et que les dettes et créances relatives à ces dernières pourront parfaitement être compensées avec celles afférentes aux obligations financières des parties³⁹⁸. C'est d'ailleurs en ce sens que certains auteurs, pourtant partisans de la conception restrictive, ont été contraints "d'admettre"³⁹⁹ que le législateur a autorisé une telle fourniture des garanties par des tiers sans exclure la réalisation par compensation.

Ces mêmes auteurs tentent néanmoins de tempérer cette nouvelle disposition en se fondant sur « le relatif laconisme du régime envisagé qui se borne à en édicter le principe (ndlr : celui des tiers fournisseurs de garanties) »⁴⁰⁰, de telle sorte qu'il est – selon eux – « permis de penser que les rédacteurs des textes relatifs aux garanties financières n'ont pas perçu cette difficulté (ndlr : à savoir la réalisation par compensation en dépit du défaut de réciprocité) »⁴⁰¹. Bien au contraire, il est selon nous permis de penser que le législateur avait

³⁹⁶ Art. 56 de la loi Sapin 2 n° 2016-1691.

³⁹⁷ Art. L211-38, I, al. 2 du Code monétaire et financier : « Les remises et sûretés mentionnées au premier alinéa du présent I peuvent être effectuées ou constituées par les parties elles-mêmes ou par des tiers » ;

³⁹⁸ Art. L211-38, I, al. 3 du Code monétaire et financier : « Les dettes et créances relatives à ces garanties et celles afférentes à ces obligations sont alors compensables conformément à l'article L. 211-36-1 ».

³⁹⁹ S. Praicheux, « Le traitement juridique des garanties financières, entre restrictions et innovations », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 632, §32 : « Certes, on doit admettre que la reconnaissance de la possibilité pour un tiers d'octroyer une sûreté réelle ne s'est pas accompagnée d'une adaptation (ou d'une modification) des modes de réalisation des garanties, pour tenir compte de cette extension. Les conditions d'application – ou plutôt d'opposabilité – d'une compensation à l'égard du tiers constituant de la garantie financière demeurent donc incertaines ».

⁴⁰⁰ D. Robine, S. Praicheux, « Garanties financières », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §92.

⁴⁰¹ D. Robine, S. Praicheux, *op. cit.*, §92.

parfaitement perçu la question soulevée par le défaut de réciprocité et la réalisation par compensation, mais que ce dernier a manifestement décidé d'y apporter ici une dérogation spéciale. Cette dérogation qui serait accordée par le législateur se justifie selon nous par une cohérence tant juridique qu'économique.

184. – Une cohérence juridique tout d'abord car ce ne serait pas la première fois que le législateur déroge au droit commun de la compensation en matière de garanties financières. À dire vrai, c'est même par deux fois que celui-ci a déjà apporté de telles dérogations.

D'une part – et comme on l'a évoqué précédemment – on sait effectivement que le droit commun de la compensation impose classiquement aux obligations pouvant être compensées qu'elles respectent nécessairement quatre conditions dont celle de fongibilité⁴⁰². Les obligations doivent donc être fongibles pour pouvoir bénéficier de la réalisation par compensation. Or, à la lecture de l'art. L211-38 du Code monétaire et financier on constate que la compensation a vocation à s'appliquer aux dettes et créances relatives à des garanties portant sur des actifs très divers tels que des « *instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent* »⁴⁰³. Si les sommes d'argent sont sans nul doute fongibles par nature, il n'en est pas de même concernant les instruments financiers, créances ou contrats. Le législateur offre donc bel et bien ici la possibilité aux parties de pouvoir recourir à la compensation d'obligations non fongibles.

D'autre part, on sait également – tel qu'évoqué précédemment – que le Code de commerce autorise le paiement par compensation des créances nées antérieurement au jugement d'ouverture d'une procédure collective si et seulement si ces dernières sont connexes⁴⁰⁴. En matière de garanties financières, rappelons que celles-ci sont réalisables par compensation « *conformément au I de l'article L.211-36-1 [du Code monétaire et financier]* »⁴⁰⁵. Or, tout

⁴⁰² Art. 1347-1 du Code civil : « *Sous réserve des obligations prévues à la sous-section suivante, la compensation n'a lieu qu'entre deux obligations fongibles, certaines, liquides et exigibles* ».

⁴⁰³ Art. L211-38, I du Code monétaire et financier : « [al. 1] *À titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits, réalisables, même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par le livre VI du code de commerce, ou d'une procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ou d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition.* [al. 2] *Les remises et sûretés mentionnées au premier alinéa du présent I peuvent être effectuées ou constituées par les parties elles-mêmes ou par des tiers.* [al. 3] *Les dettes et créances relatives à ces garanties et celles afférentes à ces obligations sont alors compensables conformément au I de l'article L. 211-36-1* ».

⁴⁰⁴ Art. L622-7, I du Code de commerce : « *Le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture, à l'exception du paiement par compensation de créances connexes* ».

⁴⁰⁵ Art. L211-38, I, al. 3 du Code monétaire et financier.

l'intérêt de ce mécanisme de résiliation-compensation consiste précisément à faire que la partie voulant recourir à la compensation après le jugement d'ouverture ne soit pas tenue de démontrer le caractère connexe des créances concernées⁴⁰⁶. En effet, bien que cette condition de connexité n'aurait pas véritablement risqué d'être contestée à l'égard d'opérations de même nature et surtout régies par une même convention-cadre, « *la question pouvait, en revanche, se poser pour des créances afférentes à des opérations de nature différente ou régies par des conventions-cadres distinctes. La loi offre donc l'avantage d'éviter tout risque de contestation sur ce point* »⁴⁰⁷. Enfin, le régime légal de ce mécanisme de résiliation-compensation permet également de le soustraire à la sanction de la nullité de la compensation opérée pendant la période suspecte⁴⁰⁸. On comprend par conséquent que le législateur est venu une fois encore apporter d'importantes dérogations au droit commun de la compensation en matière de garanties financières, et ce en les soustrayant aux contraintes – non moins fondamentales – de la connexité et de la nullité de la période suspecte.

Partant de ce constat selon lequel le législateur a déjà pu exprimer sa volonté de déroger à d'importantes conditions du droit commun de la compensation, il ne serait dès lors pas impossible d'admettre que celui-ci ait décidé de récidiver à l'égard de la condition de réciprocité des obligations en permettant – telle que la nouvelle formulation "laconique" l'invite – la réalisation par compensation des garanties financières fournies par des tiers. L'existence d'éléments jurisprudentiels en droit commun défavorables à cette hypothèse – tels qu'évoqués précédemment⁴⁰⁹ – pourrait d'ailleurs expliquer la raison pour laquelle le

⁴⁰⁶ Voir en ce sens : « *Intérêt de la règle – Le mécanisme de l'article L. 211-36-1, I et II, du Code monétaire et financier permet en premier lieu d'éviter à la partie souhaitant compenser après le jugement d'ouverture d'avoir à démontrer que les créances réciproques présentent le caractère de connexité exigé par l'article L. 622-7 du Code de commerce.* » (F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §88).

⁴⁰⁷ F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §88. Cet auteur ajoute également que : « *Cette condition de connexité aurait sans doute été remplie, s'agissant d'opérations de même nature régies par une convention-cadre. La question pouvait, en revanche, se poser pour des créances afférentes à des opérations de nature différente ou régies par des conventions-cadres distinctes. La loi offre donc l'avantage d'éviter tout risque de contestation sur ce point* ». Dans le même sens : « *Grâce à ce texte, les parties se trouvent dispensées d'établir la connexité entre lesdites obligations qui peuvent provenir de conventions distinctes, en cas d'ouverture d'une procédure collective contre l'une d'entre elles* » (S. Praicheux, « *Instruments financiers à terme* », Répertoire de droit des sociétés, Mai 2009 (actualité : janvier 2015), §116).

⁴⁰⁸ Nullité posée par l'art. L.632-1 du Code de commerce. En ce sens, voir notamment : « *En second lieu, l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier permet d'éviter l'écueil de la nullité de la compensation opérée pendant la période suspecte (...). En effet, dans la mesure où le mécanisme de compensation des conventions-cadres peut être qualifié de compensation conventionnelle, il aurait pu exister un risque d'annulation de la compensation opérée pendant la période suspecte. De même, elle ne pourra être remise en cause par la preuve de la connaissance de l'état de cessation des paiements du défaillant par son cocontractant* » (F. Auckenthaler, *op. cit.*, §88).

⁴⁰⁹ Voir la note de bas de page n°393.

législateur a tenu à prévoir (laconiquement certes mais expressément malgré tout) une telle possibilité.

185. – Enfin, aux côtés de cette cohérence juridique, cette nouvelle dérogation – consciente – du législateur est selon nous d’autant plus envisageable qu’elle se justifierait par une certaine cohérence économique.

Admettre l’hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières participe effectivement à une cohérence économique en ce qu’elle favorise l’accès aux opérations sur dérivés des petits acteurs économiques, notamment en protégeant le coût de la liquidité. Plus exactement, la mise en œuvre de garanties financières possède un coût important pour les entreprises en termes de capitaux propres. Ce coût est d’autant plus lourd à l’égard des plus petits acteurs économiques. La question de la liquidité (des marchés financiers et de ses divers acteurs) étant une des préoccupations des dernières réglementations européennes, il n’est pas incongru de penser que le législateur national ait également souhaité s’inscrire dans cette même démarche de protection. Or, l’hypothèse de tiers fournisseurs de garanties financières participe précisément de ce souci de liquidité et tout particulièrement au bénéfice des plus petits acteurs économiques. L’hypothèse d’application la plus évidente est naturellement celle des groupes de sociétés. L’idée étant qu’une filiale d’un grand groupe pourrait demander à sa société mère – bénéficiant de ressources capitalistiques plus importantes – de fournir les garanties financières à sa place, lui permettant ainsi de sauvegarder ses précieux capitaux. À dire vrai, cet exemple constitue un cas d’école tant un grand nombre d’acteurs économiques du marché d’opérations sur dérivés de gré à gré se retrouvent dans une situation similaire et – jusqu’à ce jour – étaient en attente d’une réponse de la part du législateur. C’est d’ailleurs en ce sens que les auteurs, pourtant partisans d’une conception restrictive, ont reconnu eux-mêmes que « *cette extension aux garanties fournies par des tiers sera particulièrement utile et devrait être saluée par la pratique* »⁴¹⁰. On pourrait cependant avancer l’idée selon laquelle peu importe le mode de réalisation applicable, le seul fait de pouvoir recourir à un tiers pour fournir les garanties financières suffit *in fine* pour être en faveur de la liquidité et de favoriser l’accès aux petits acteurs économiques. C’est oublier cependant que la compensation est le mode de réalisation le plus attractif pour les acteurs économiques. Or, il nous semble que si la réalisation par compensation n’était pas envisageable en tant que telle dans le cadre de tiers fournisseurs de garanties financières, alors la nécessaire mise en place d’une architecture contractuelle – telle qu’envisagée précédemment (compensation multilatérale, cession, etc.) –

⁴¹⁰ D. Robine, S. Praicheux, « *Garanties financières* », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018, §92.

supplémentaire à celle existante et déjà complexe (convention-cadre, annexe, contrat de collatéralisation, etc.), risquerait de provoquer une forme de dissuasion pour les opérationnels. Finalement, peu de sociétés-mères envisageraient de fournir une telle "énergie documentaire" pour pouvoir bénéficier de la réalisation par compensation.

185-1. – Pour résumer, nous venons de découvrir comment la documentation contractuelle en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré participait à la gestion du risque de contrepartie. Ainsi, chacun des supports contractuels étudiés (conventions-cadres et contrats de collatéralisation) constitue un outil à part entière de gestion du risque de contrepartie aux effets bien spécifiques. On a vu en effet que le recours aux différentes conventions-cadres s'inscrit dans une volonté de limiter le risque de contrepartie le plus "globalement" possible en ventilant plus ou moins l'assiette des dettes et créances prise en compte lors du calcul du solde de résiliation. Le recours aux contrats de collatéralisation s'inscrit quant à lui dans une volonté de limiter le risque de contrepartie "réalisé" (subi *in fine* par la partie non défaillante), en permettant de couvrir le résidu du risque de contrepartie subsistant après la résiliation-compensation des opérations (soit le solde unique de résiliation).

Par conséquent, l'enjeu attaché à ces supports contractuels en matière de gestion du risque de contrepartie, fait que les parties s'efforcent systématiquement de s'assurer de leur efficacité en amont de leur conclusion.

Section 2 – L'efficacité des supports contractuels

186. – Pour que les techniques légales et leurs supports contractuels puissent efficacement participer à la gestion du risque de contrepartie (tel qu'étudié précédemment), encore faut-il que l'opération soit valablement conclue. En effet, l'annulation de l'opération par les tribunaux rendrait inefficace l'ensemble de ces outils de gestion du risque de contrepartie. Le risque juridique de nullité de l'opération constitue ainsi le tout premier point d'attention des opérationnels. Ce risque de nullité se cristallise autour du défaut de capacité juridique de la contrepartie (§1) ainsi que du défaut de compétence du signataire au nom et pour le compte de la contrepartie (§2). Nous verrons que les audits juridiques sont alors l'outil commun permettant de limiter de tels risques.

§1. Audits relatifs à la capacité juridique de la contrepartie

187. – Aussi évidente que puisse paraître la question de la capacité juridique d'une contrepartie, elle n'en est pas moins le point d'attention le plus incontournable en matière de produits dérivés. La raison tient aux conséquences économiques attachées à l'annulation d'une opération. Dès lors, pour limiter le risque attaché au défaut de capacité de la contrepartie, les opérationnels recourent à des audits juridiques procédant d'une part, à des vérifications liées à la capacité de la contrepartie à pouvoir conclure des produits dérivés (A) et d'autre part, à des vérifications liées au caractère spéculatif de l'opération sur dérivés envisagée (B).

A. Vérifications concernant la capacité de la contrepartie

188. – **Le défaut de capacité, source de nullité** – Le bon sens veut que « (...) *dans un système où la règle reste la liberté de contracter, il n'y a pas, sauf exception, de contrôle préalable pour s'assurer de la validité d'un acte juridique* »⁴¹¹. Pour autant, rappelons que la nullité est la « *sanction entraînant la disparition rétroactive d'un acte juridique dont les conditions de formation n'ont pas été respectées* »⁴¹². Ainsi, l'opérationnel en banque peut essentiellement limiter le risque de nullité en s'assurant du respect des conditions de formation de la convention relative à une opération sur dérivés devant être conclue entre une contrepartie et l'établissement de crédit. À ce titre, et comme le précise le nouvel article 1128 du Code civil, trois conditions sont nécessaires à la validité d'un contrat : le consentement des parties, leur capacité de contracter et enfin un contenu licite et certain. Parmi ces conditions, la capacité juridique est le point de toutes les attentions pour l'Industrie bancaire. En effet, la condition du contenu licite et certain ne pose plus de difficulté particulière depuis que le législateur a soustrait les dérivés à l'exception de jeu prévue à l'article 1965 du Code civil, et a reconnu leur validité pour autant que leur cause et leur objet soient licites⁴¹³. De même, la

⁴¹¹ S. Sana-Chaillé de Néré, « *Contrats et obligations – Nullité ou rescision des conventions – Généralités : nullité* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1304 à 1314, 4 sept. 2012, mis à jour le 9 juin 2016, §6.

⁴¹² S. Sana-Chaillé de Néré, *op. cit.*, §1.

⁴¹³ Sans cette dérogation légale, le débat sur la qualification des produits dérivés en tant que paris aurait pu perdurer et ces derniers auraient dès lors pu être potentiellement soumis à l'exception de jeu prévue par la loi. Cette exception sanctionne effectivement l'illicéité des dettes de jeu et pari en ne leur accordant aucune action en justice. Fort heureusement, l'article L. 432-20 du Code monétaire et financier précise 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 sont licites. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent d'opérations à terme, se prévaloir de l'article 1965 du code civil [ndlr : i.e. l'exception de jeu], alors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence* ».

condition du consentement des parties ne pose pas plus de difficultés que dans n'importe quelle autre relation contractuelle et il s'agira – ici comme ailleurs – de s'assurer d'avoir fourni à sa contrepartie toutes les informations nécessaires et utiles dont on a la charge afin d'éviter tous vices du consentement susceptibles de remettre en cause la conclusion du contrat. À ce titre, les établissements de crédit mettent d'ailleurs en œuvre divers processus internes afin d'assurer la conformité avec leurs obligations d'informations souvent renforcées. La capacité juridique de la contrepartie occupe en revanche une place toute particulière dans l'attention des opérationnels, car il s'agit d'une condition de validité de la convention. Or, étant subordonnée à la situation de la contrepartie elle échappe *de facto* un peu plus aux vérifications possibles par l'établissement de crédit⁴¹⁴. Également, et comme le rappellent certains auteurs à la suite de la réforme du droit des obligations⁴¹⁵, « *la technicité de la matière [ndlr : la capacité contractuelle des sociétés] s'est accrue ces dernières années (...), confirmée par le recours fréquent en la matière à des opinions juridiques sollicitées d'avocats ou de juristes d'entreprise afin que ceux-ci expriment formellement le jugement qu'ils portent sur la capacité contractuelle de sociétés parties à des conventions le droit des affaires. La question de la capacité est même, parfois, l'objet exclusif de ces opinions, notamment dans les opérations de financement bancaire* »⁴¹⁶.

Afin de palier le risque de nullité résultant de l'incapacité juridique de la contrepartie, il est d'usage pour les opérationnels des dérivés de réaliser un audit juridique de la capacité juridique de la partie cocontractante. Que ces audits soient assurés par les opérationnels eux-mêmes (interne) ou par des cabinets d'avocats (externe), ils n'en restent pas moins identiques quant au contenu des points de vérification à contrôler et qui sont ceux développés ci-après.

189. – Vérification du régime juridique applicable à la contrepartie – Contrairement aux idées reçues, les opérations sur dérivés ne sont pas exclusivement conclues entre des établissements spécialistes des marchés financiers. Les établissements de crédit peuvent avoir face à eux divers types de contrepartie, allant des sociétés commerciales aux associations ou des personnes morales de droit public. Cette diversité de formes juridiques impose d'identifier le régime juridique applicable à la contrepartie afin de s'assurer que l'opération envisagée ne soit pas encadrée ou même interdite par les dispositions lui étant applicables. En effet, selon

⁴¹⁴ Il est évidemment plus facile de contrôler les exigences qui incombent à soi-même que celles incombant aux autres.

⁴¹⁵ Issue de l'Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n°0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

⁴¹⁶ P. Mousseron, « *Le nouveau régime de la capacité contractuelle des sociétés : la boussole de l'objet social* », Recueil Dalloz 2016, p. 906.

la forme juridique de la contrepartie, le giron de la capacité juridique n'est pas le même et n'offre pas les mêmes possibilités. À titre d'illustration, et comme le rappelle la décision "Savour Club" de la Cour de cassation⁴¹⁷, les sociétés commerciales ont la capacité pour conclure des opérations sur dérivés, sauf disposition contraire des statuts, au motif qu'elles relèvent de la « *gestion financière de la société* ». À l'inverse, certaines entités peuvent avoir une capacité juridique plus limitée. En matière de personnes physiques ou de personnes morales, le principe de liberté de contracter s'accompagne parfois d'un certain nombre de limitations légales ou règlementaires. Ces restrictions peuvent être soit directement relatives à la conclusion de produits dérivés en les limitant ou les interdisant de façon expresse, soit indirectement en limitant la capacité juridique de la personne morale (sans viser expressément les dérivés). Dans ce dernier cas, c'est la délimitation du périmètre de la capacité juridique qui va avoir pour effet de restreindre l'accès aux opérations sur dérivés. Ainsi l'exclusion des produits dérivés pour une personne morale pouvant être expresse ou non, il incombe aux opérationnels de vérifier que toutes les restrictions relatives à la capacité juridique, applicables à la contrepartie en présence, ne soient pas contraires à l'opération envisagée.

Également, l'hypothèse conduisant régulièrement à des doutes quant à la validité d'une opération sur dérivés concerne les personnes morales dont la forme juridique cantonne la capacité juridique aux seuls actes en adéquation avec leur nature juridique. À titre d'illustration, prenons l'exemple des associations régies par la loi du 1^{er} juillet 1901 dont l'article 1^{er} leur impose d'avoir « *un but autre que de partager des bénéfices* ». On comprend alors que la conclusion d'opérations sur dérivés doit se concilier avec cette condition légale d'absence de but lucratif. De la même façon, on peut également citer l'exemple des Groupements d'Intérêt Economique (GIE), régis par les articles L. 251-1 et s. et R. 251-1 du Code de commerce, qui sont soumis à un objet légal. Celui-ci est d'ailleurs défini à l'article L. 251-1 du Code de commerce, précisant que les GIE doivent avoir pour but de « *faciliter ou de développer l'activité économique de [leurs] membres, d'améliorer ou d'accroître les résultats de cette activité* » et non pas « *de réaliser des bénéfices pour lui-même* », mais aussi que « *son activité doit se rattacher à l'activité économique de ses membres et ne peut avoir qu'un caractère auxiliaire par rapport à celle-ci* ». Ici encore, il est important lors de la conclusion d'un produit dérivé de vérifier que celui-ci respecte cet objet légal du GIE. Également, on peut poursuivre notre illustration avec les différentes sociétés civiles⁴¹⁸ qui nécessitent pour les opérationnels de vérifier que l'opération sur dérivés respecte bien la nature civile de

⁴¹⁷ Cass. Com., 7 avril 1998, « SA Le Savour Club c/ BFCE », n°96-16373.

⁴¹⁸ Comme par exemple les sociétés civiles immobilières ou encore les sociétés civiles d'exploitations agricoles.

celles-ci, ou encore des différents établissements publics imposant le respect de l'intérêt public et la continuité du service public dont ils ont la charge⁴¹⁹. En bref, il appartient aux opérationnels de s'assurer, dans chaque cas, du caractère approprié et adéquat du produit dérivé à conclure avec la nature de l'activité de la contrepartie lorsque son régime applicable prévoit des périmètres d'exercice tel que ceux susvisés.

190. – Respect du principe de spécialité – En l'absence de dispositions législatives ou réglementaires – telles que susvisées – encadrant expressément la capacité juridique de la personne morale concernée, seul le respect du principe de spécialité permet de s'assurer que la contrepartie a la capacité de conclure telle ou telle opération⁴²⁰. Dans l'hypothèse où néanmoins de telles restrictions réglementaires ou législatives existeraient, le respect du principe de spécialité n'en reste pas moins nécessaire et viendrait alors se superposer au respect des restrictions applicables à la contrepartie en présence.

Le principe de spécialité, consacré par la jurisprudence⁴²¹, consiste à limiter la capacité juridique des personnes morales à leur objet social. Ainsi, seuls les actes entrant dans l'objet social peuvent engager l'entité. Ce principe s'appuie historiquement sur l'alinéa 1^{er} de l'article 1849 du Code civil⁴²². Il avait ensuite connu une véritable consécration légale avec la réforme du droit des obligations⁴²³ aux termes de l'alinéa 2 de l'article 1145 du Code civil qui disposait que « *la capacité des personnes morales est limitée aux actes utiles à la réalisation de leur objet tel que défini par leurs statuts et aux actes qui leur sont accessoires, dans le*

⁴¹⁹ Conformément à l'avis rendu par le Conseil d'État : « (...) Si ce principe de spécialité invite, pour déterminer la nature des activités confiées à l'établissement, à se reporter à ses règles constitutives, telles qu'elles ont été définies en l'espèce par la loi, il ne s'oppose pas par lui-même à ce qu'un établissement public, surtout s'il a un caractère industriel et commercial, se livre à d'autres activités économiques à la double condition : d'une part que ces activités annexes soient techniquement et commercialement le complément normal de sa mission statutaire principale, en l'occurrence de la production, du transport, de la distribution et de l'importation et exportation d'électricité et de gaz ou au moins connexe à ces activités ; d'autre part que ces activités soient à la fois d'intérêt général et directement utiles à l'établissement public notamment par son adaptation à l'évolution technique, aux impératifs d'une bonne gestion des intérêts confiés à l'établissement, le savoir-faire de ses personnels, la vigueur de sa recherche et la valorisation de ses compétences, tous moyens mis au service de son objet principal. » – Conseil d'État, Section des travaux publics, 7 juillet 1994, n°356.089, Avis « Diversification des activités d'EDF/GDF ».

⁴²⁰ Nous verrons un peu plus loin que les sociétés commerciales sont soumises au principe de la responsabilité légale qui s'oppose au principe de spécialité.

⁴²¹ Il est unanimement admis par la jurisprudence que « *la capacité de tout personne morale est limitée par le principe de spécialité* » (CA Paris, 25 oct. 1994, Ch. 25, Sect. A, JurisData n° 1994-023440 : JCP G 1995, I, 3851, n° 1). Ce principe est d'ailleurs régulièrement repris par la Cour de cassation. En ce sens : Cass. Soc., 2 juillet 2014, n°13-14622, JurisData n° 2014-014967 : « (...) Mais attendu d'abord que la cour d'appel a retenu à bon droit qu'en application du principe de spécialité, (...) ».

⁴²² Art. 1849 al. 1^{er} du Code civil : « *Dans les rapports avec les tiers, le gérant engage la société par les actes entrant dans l'objet social* ».

⁴²³ Issue de l'art. 2 de l'Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n°0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

respect des règles applicables à chacune d'entre elles ». Cette nouvelle formulation – et notamment le critère d'utilité qui y était inséré – avait soulevé certaines interrogations doctrinales⁴²⁴. Pour le plus grand bonheur de certains auteurs qui voyaient une "catastrophe"⁴²⁵ dans ce nouveau critère légal d'utilité, une nouvelle rédaction de l'art. 1145 a finalement vu le jour. Le texte dispose désormais que « *la capacité des personnes morales est limitée par les règles applicables à chacune d'entre elles* »⁴²⁶. Certes, cette nouvelle formulation de l'article 1145 le ramène « *à un simple texte d'annonce [qui] ne crée aucune règle* »⁴²⁷. Plus simplement, on peut dire que le principe de spécialité a retrouvé son régime jurisprudentiel initial⁴²⁸.

Dans le cas où un acte conclu ne respecterait pas le principe de spécialité, alors celui-ci est nul⁴²⁹. La nullité de l'acte ne se présente pas tant comme le résultat d'une violation des dispositions statutaires, mais bien comme la sanction résultant du défaut de capacité juridique. C'est donc bien le défaut de capacité que la nullité vient sanctionner ici. En effet, la capacité juridique des personnes morales étant limitée à leur objet social, toute conclusion d'actes n'ayant aucun lien direct ou indirect avec cet objet est nulle du fait du dépassement du périmètre de sa capacité juridique.

⁴²⁴ Cette exigence d'utilité avait laissé songeurs certains auteurs quant à sa pertinence. Il avait notamment été avancé le fait que « *la plupart des textes relatifs à l'objet social renvoient (...) plutôt au point de savoir si les actes "relèvent" de l'objet social ou "entrent" dans celui-ci. Cette innovation sémantique (...) pourrait restreindre la capacité en augmentant l'exigence, qui de simple appréciation objective de l'inclusion dans l'objet social imposerait désormais une appréciation qualitative et subjective. C'est à la jurisprudence qu'il appartiendra de trancher, et il semble conforme aux objectifs de sécurité juridique que celle-ci retienne une interprétation objective de l'"utilité" par laquelle tout acte relevant ou entrant dans l'objet social sera considéré comme lui étant "utile"* » (P. Mousseron, « *Le nouveau régime de la capacité contractuelle des sociétés : la boussole de l'objet social* », Recueil Dalloz 2016, p. 906.). En faveur de cette interprétation objective, il est vrai que l'exigence d'utilité était définie au sein du texte par référence à la réalisation de l'objet statutaire.

⁴²⁵ R. Mortier, « *Sociétés et loi n°2018-287 du 20 avril 2018 de ratification de l'ordonnance réformant le droit des contrats* », Droit des sociétés n°7, juillet 2018, étude 9, §18.

⁴²⁶ Art. 1145 al. 2 du Code civil.

⁴²⁷ Plus précisément encore, le Professeur Mortier estime que « *l'article 1145 nouveau est ramené à un simple texte d'annonce ; il ne crée aucune règle ; il la fait miroiter. C'était le cas pour les personnes physiques : l'alinéa 1^{er} disposait déjà, et continue de disposer : "Toute personne physique peut contracter, sauf en cas d'incapacité prévue par la loi". Soit ! Qui soutiendrait le contraire ? C'est désormais le cas pour les personnes morales. (...) À ceux qui diront "un texte inutile de plus", nous répondrons : "un texte dangereux en moins" » (R. Mortier, *op. cit.*, §18).*

⁴²⁸ À titre indicatif, on peut préciser que la notion d'objet social doit être prochainement modifiée par le projet loi PACTE qui souhaite intégrer la dimension d' "intérêt social" dans la gestion des sociétés, « *en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux* » de leurs activités (voir : Art. 61 du Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises, NOR : ECOT1810669L). Sur ce sujet, voir : M. Roussille « *Projet de loi Pacte : quel impact ? – Réflexion sur la consécration de l'intérêt social et de la raison d'être de la société* », Droit des sociétés n°8-9, Août 2018, étude 10).

⁴²⁹ Conformément à l'article 1147 du Code civil qui dispose que : « *L'incapacité de contracter est une cause de nullité relative* ».

Enfin, précisons que le principe de spécialité admet que la capacité juridique d'une personne morale s'étende aux actes qui constituent l'accessoire de ceux respectant l'objet social⁴³⁰.

En bref, le principe de spécialité supposerait que la conclusion de dérivés soit impossible en présence de contreparties dont l'objet social n'intégrerait pas la conclusion d'opérations financières (ou de toute autre formule suffisamment générale pour comprendre de telles opérations). À l'inverse, une opération sur dérivés serait possible si celle-ci constitue l'accessoire d'une activité principale respectant l'objet social de la contrepartie en présence. Dans cette hypothèse, l'idée est *in fine* que l'opération sur dérivés ne puisse pas être "analysée" comme une opération à part entière.

191. – Exceptions au principe de spécialité – Le principe de spécialité connaît néanmoins certaines exceptions jurisprudentielles et légales.

Les exceptions légales concernent notamment les sociétés commerciales⁴³¹. Celles-ci sont effectivement soumises au principe de la responsabilité légale selon lequel il interdit « *d'opposer aux tiers de bonne foi la nullité résultant de ce qu'un acte passé par les organes sociaux est étranger à l'objet social* »⁴³².

Les exceptions jurisprudentielles sont au cas par cas et peuvent concerner tous types de personnes morales. À titre d'illustration, la jurisprudence a déjà été amenée à distinguer l'objet statutaire d'une personne morale de son objet réel⁴³³.

Pour autant, ces exceptions au principe de spécialité doivent faire l'objet d'une interprétation très restrictive et les opérationnels devront dans tous les cas vérifier l'adéquation de l'opération sur dérivés avec l'objet social de la contrepartie.

⁴³⁰ Cette reconnaissance jurisprudentielle des "actes accessoires" avait également été consacrée au sein de l'article 1145 du Code civil dans sa version issue de la réforme de 2016. Celui-ci disposait effectivement que « *la capacité des personnes morales est limitée aux actes utiles à la réalisation de leur objet tel que défini par leurs statuts et aux actes qui leur sont accessoires (...)* ». Un auteur relevait ainsi que « *la construction de la phrase témoigne (...) d'un parallélisme entre une première série d'actes (ceux utiles à la réalisation de l'objet de la personne morale) et une seconde (ceux accessoires au premiers)* » (P. Mousseron, « *Le nouveau régime de la capacité contractuelle des sociétés : la boussole de l'objet social* », Recueil Dalloz 2016, p. 906).

⁴³¹ Précisons toutefois que certaines sociétés commerciales restent soumises au principe de spécialité, telles que les sociétés en noms collectif ou en commandite simple conformément aux articles L.221-5 et L.222-2 du Code commerce.

⁴³² S. Sana-Chaillé de Néré, « *Contrats et obligations – Nullité ou rescision des conventions – Généralités : inexistence et rescision* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1304 à 1314, 4 sept. 2012, mis à jour le 1^{er} mars 2016, §50.

⁴³³ La Cour de cassation a jugé concernant une association que « *la cour d'appel a retenu, dans l'exercice de son pouvoir d'appréciation, que si l'objet premier apparent de l'association pouvait être tenu pour licite, il apparaissait qu'en réalité, [l'association] avait développé une activité essentielle illégale qui constituait donc son véritable objet* » – Cass. 1^{ère} civ., 16 oct. 2001, n°00-12259.

192. – Vérification des mentions statutaires – D'une façon schématique, deux vérifications permettent de contrôler l'adéquation de l'objet statutaire avec l'opération envisagée : tout d'abord, il convient de vérifier la présence ou non d'une mention autorisant expressément – ou inversement interdisant expressément – la possibilité pour la personne morale de conclure des produits dérivés ; à défaut d'une telle mention, il est ensuite nécessaire de vérifier que les statuts soient rédigés en des termes suffisamment larges pour permettre de rattacher la conclusion de tels produits avec l'objet social.

En pratique, il reste rare qu'une telle mention se réfère expressément à la conclusion de produits dérivés dans les statuts des contreparties. La généralité de la rédaction des statuts est donc bien souvent le seul recours permettant de justifier la conclusion de tels produits. La chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 25 avril 2006⁴³⁴, relatif à la réalisation d'opérations d'achat et de vente à terme de devises par une Société Coopérative Agricole a affirmé qu' « aucune disposition légale n'interdit à une société coopérative agricole de se livrer à des opérations de gestion financière », et que dans la mesure où les « statuts de la société permettaient à la coopérative d'user de tous moyens nécessaires au développement de son activité (...), la société pouvait se livrer, dans le cadre de ses opérations courantes de gestion financière, à des opérations d'achat et de vente à terme de devises ». On l'aura compris, l'enjeu derrière la rédaction des statuts est l'adéquation de l'objet statutaire avec l'opération envisagée.

193. – Distinction entre opérations spéculatives et celles de couverture – On vient de voir qu'une grande partie des personnes morales⁴³⁵ voient leur capacité juridique limitée aux actes respectant leur objet social et à ceux qui sont accessoires à sa réalisation. Aussi, certaines personnes morales ne peuvent pas conclure d'opérations sur dérivés, soit parce que celles-ci n'entrent pas dans leur objet social, soit en raison d'une interdiction légale expresse⁴³⁶. En revanche, il est possible pour ces personnes morales de conclure une telle opération si elle se fait à titre accessoire d'une opération principale qui respecte l'objet social. L'hypothèse de ces dérivés conclus à titre accessoire est celle de l'activité dite de "couverture".

Les opérations de couverture sont traditionnellement opposées par la jurisprudence aux opérations dites "spéculatives". Schématiquement, si une opération sur dérivés est analysée par les tribunaux comme étant spéculative, alors celle-ci sera considérée comme une

⁴³⁴ Cass. Com. 25 avril 2006, n°03-19.431, « *Sté Lorca c/ Sté Générale Alsacienne de Banque* ».

⁴³⁵ À l'exception notamment des sociétés commerciales.

⁴³⁶ Comme par exemple à l'égard des collectivités locales ou des institutions de prévoyances.

opération à part entière. On comprend alors que la potentielle requalification judiciaire de l'opération (couverture ou spéculation) par les tribunaux aurait une incidence directe sur la capacité juridique de la contrepartie et *in fine* la validité de l'opération⁴³⁷. En effet, une opération de couverture serait déclarée nulle si elle était requalifiée en opération spéculative à l'égard d'une contrepartie n'ayant pas la capacité juridique pour conclure une telle opération à titre principal⁴³⁸. Nous allons donc nous efforcer d'établir les critères permettant de distinguer une opération spéculative d'une opération de couverture.

B. Vérifications concernant le caractère spéculatif de l'opération

194. – Absence de définition de la spéculation – Les récentes réglementations internationales tendent toutes à vouloir juguler la spéculation et tout particulièrement celle réalisée dans le secteur financier. Aussi, le caractère spéculatif d'une opération emporte certaines conséquences juridiques pour l'industrie bancaire (au premier rang desquelles on trouve les obligations précontractuelles à la charge des établissements de crédit⁴³⁹). Hélas, l'instauration des nombreux effets juridiques – implicites – attachés à la spéculation n'a pas pour autant inspiré le législateur quant à la notion même d'opération spéculative « *qui ne reçoit guère de définition* »⁴⁴⁰. Plus encore, certains auteurs estiment que « *progressivement apparaît une sorte de summa divisio entre les opérations spéculatives et les autres qui commanderait que la distinction soit claire. Le moins que l'on puisse dire est que c'est tout le*

⁴³⁷ À titre d'illustration on peut citer l'exemple des Groupements d'Intérêts Economiques (GIE) régis par les articles L. 251-1 et suivants du Code de commerce dont l'activité doit se rattacher à celle de ses membres et dont le but ne doit pas être celui de réaliser des bénéfices pour lui-même. Ces dispositions revêtant un caractère impératif, la sanction de leur violation est la nullité (Conformément à l'article L. 251-5 du Code de commerce). Par conséquent, le but purement spéculatif d'une opération sur dérivés ferait courir le risque de contredire le régime légal du GIE et d'entraîner la nullité de l'opération.

⁴³⁸ Le Professeur Roussille précise en ce sens que « *certain arguments sont mobilisés de manière récurrente dans le contentieux de prêts à risques, tels (...) le caractère dit "spéculatif du produit" [en ce que] la reconnaissance du caractère spéculatif du produit permettrait de faire valoir la nullité de l'opération (pour défaut de capacité, de pouvoir ou de compétence du signataire à souscrire des produits spéculatifs, ou encore pour erreur ou dol)* » (M. Roussille, « *Les prêts exposant l'emprunter à un risque financier – Réflexions sur les produits bancaires hybrides* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p.487).

⁴³⁹ À titre d'illustration, on peut citer l'arrêt de principe bien connu – la jurisprudence Buon – ayant affirmé que « *quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives à terme hors le cas où il en a connaissance* » (Cass. com. 5 nov. 1991, n°89-18005, Banque, Juin 1993, obs. J-L. Guillot). Sur ce sujet des obligations précontractuelles, voir notamment : M. Roussille, « *Les prêts exposant l'emprunter à un risque financier – Réflexions sur les produits bancaires hybrides* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 479 ; J-F. Sécher, « *État des lieux des risques précontractuels du banquier contrepartie des swaps – Revue des décisions rendues en 2016 par les cours d'appel de Paris et Versailles* », Banque & Droit n°172 Mars-Avril 2017.

⁴⁴⁰ J-P. Mattout, « *L'aléa, le risque et la spéculation* », Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI sous la direction de A. Gourio et J-J. Daigre, RB édition, 7 nov. 2013, p. 446.

contraire, le flou le plus total prévalant, l'appréciation vaguement instinctive et moralisatrice servant de guide incertain, là ou au contraire devrait être dégagés des critères opérationnels dépourvus d'ambiguïté »⁴⁴¹. Face à cette inintelligibilité, nous tenterons ici de dresser un état des lieux clair quant aux critères participant à établir le caractère spéculatif d'une opération. À cette fin, il convient de distinguer les critères selon leur source à savoir ceux issus des rares textes en présence ainsi que ceux utilisés par les juges.

195. – Critères issus de textes non législatifs – Il existe certains textes qui traitent de la notion d'opération spéculative et qui énoncent des critères permettant de déterminer le caractère spéculatif de l'opération. Bien que ces textes soient dépourvus de valeur normative, la jurisprudence en la matière a montré que certains juges avaient pu – plus ou moins – s'en inspirer pour reconnaître ou écarter le caractère spéculatif d'opérations sur dérivés.

Deux types de textes sont ainsi à distinguer avec d'une part, les circulaires administratives relatives aux emprunts structurés souscrits par les collectivités locales et d'autre part, certains textes relatifs au traitement comptable des opérations de couverture.

196. – Circulaires administratives – Concernant les emprunts structurés souscrits par les collectivités publiques, les autorités ont décidé de mettre en place une charte de bonne conduite entre les établissements bancaires et les collectivités locales (dite Charte Gissler)⁴⁴² ainsi que d'élaborer des circulaires⁴⁴³ afin de mettre fin à la commercialisation des produits spéculatifs à l'égard de ces entités.

197. – À la lecture de la circulaire en vigueur en date du 25 juin 2010⁴⁴⁴, on comprend que le principe posé est celui de l'interdiction pour les collectivités territoriales de conclure des contrats dans un but spéculatif au motif de la contrariété à l'intérêt général. À l'inverse, les opérations de couverture des risques financiers sont jugées comme répondant « *à des motifs d'intérêt général, même si elles présentent un aléa inhérent aux instruments de couverture*

⁴⁴¹ J-P. Mattout, « *L'aléa, le risque et la spéculation* », Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI sous la direction de A. Gourio et J-J. Daigre, RB édition, 7 nov. 2013, p. 447.

⁴⁴² « *Charte de bonne conduite entre les établissements bancaires et les collectivités locales* », 7 décembre 2009 – http://www.collectivites-locales.gouv.fr/files/files/091207banques_collectivites-1.pdf.

⁴⁴³ Deux circulaires se sont notamment succédées (Circulaires du 15 sept. 1992 n° NOR/INT/B/92/00260/C et du 4 avr. 2003 n° NOR/LBL/B/03/10032/C) avant d'être abrogées par la dernière en date de 2010 : Circulaire n° NOR IOCB1015077C, « *Les produits financiers offerts aux collectivités territoriales et à leurs établissements de crédit* », 25 juin 2010 – http://circulaire.legifrance.gouv.fr/pdf/2010/07/cir_31381.pdf.

⁴⁴⁴ Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010.

eux-mêmes »⁴⁴⁵. À l'instar de certains auteurs, cette formulation issue de la circulaire tend à considérer que « *les opérations spéculatives sont une sous-catégorie des contrats aléatoires* »⁴⁴⁶. On constate enfin que la notion de spéculation s'entend d'une manière générale en creux par rapport à celle de couverture. En effet, la circulaire de 2010 ne fournit pas de critère pour que les opérations puissent être qualifiées de spéculatives mais uniquement « *pour être qualifiées d'opérations de couverture* »⁴⁴⁷. Ainsi, une opération est spéculative seulement si elle n'est pas une opération de couverture.

198. – Les critères dégagés par la circulaire de 2010 – en faveur des opérations de couverture – sont au nombre de cinq : le contrat doit avoir pour effet de réduire le risque de variation de valeur affectant l'élément couvert ou un ensemble d'éléments homogènes⁴⁴⁸ ; le risque à couvrir doit avoir été identifié⁴⁴⁹ ; une corrélation doit être établie entre les variations de valeur de l'élément couvert et celles du contrat de couverture⁴⁵⁰ ; les éléments qualifiés de couverture sont identifiés et qualifiés en tant que tels dès leur origine⁴⁵¹ ; et enfin l'opération ne doit concerner que des ensembles homogènes d'actifs, de passifs ou d'engagements établissant une corrélation telle que visée ci-avant⁴⁵².

199. – L'ensemble de ces critères participe – selon nous – à s'assurer que « *chaque contrat de couverture [soit] adossé et dimensionné à tout moment sur un ou plusieurs contrats de dette*

⁴⁴⁵ Circulaire n° NOR IOCB1015077C, « *Les produits financiers offerts aux collectivités territoriales et à leurs établissements de crédit* », 25 juin 2010, p. 8 – http://circulaire.legifrance.gouv.fr/pdf/2010/07/cir_31381.pdf.

⁴⁴⁶ J-P. Mattout, « *L'aléa, le risque et la spéculation* », Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI sous la direction de A. Gourio et J-J. Daigre, RB édition, 7 nov. 2013, p. 450.

⁴⁴⁷ Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13.

⁴⁴⁸ Selon la circulaire de 2010 : « *Pour être qualifiées d'opérations de couverture, ces opérations doivent répondre aux critères suivants définis par le Conseil national de comptabilité (avis du 10 juillet 1987) : 1. le contrat doit avoir pour effet de réduire le risque de variation de valeur affectant l'élément couvert (les frais financiers d'un emprunt déterminé) ou un ensemble d'éléments homogènes (les frais financiers de plusieurs emprunts existants présentant les mêmes caractéristiques de taux d'intérêt) ; (...)* » (Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13).

⁴⁴⁹ Selon la circulaire de 2010 : « (...) 2. *l'identification du risque à couvrir doit être effectuée en tenant compte de l'ensemble des créances et dettes financières de la collectivité locale ; (...)* » (Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13).

⁴⁵⁰ Selon la circulaire de 2010 : « (...) 3. *une corrélation doit être établie entre les variations de valeur de l'élément couvert (les frais financiers) et celles du contrat de couverture, puisque la réduction de ce risque doit résulter d'une neutralisation totale ou partielle, recherchée a priori entre les pertes éventuelles sur l'élément couvert et les gains attendus sur le contrat de couverture ; (...)* » (Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13).

⁴⁵¹ Selon la circulaire de 2010 : « (...) 4. *les éléments qualifiés de couverture sont identifiés en tant que tels dès leur origine et conservent cette qualification jusqu'à leur échéance sauf si l'élément couvert disparaissait avant cette échéance ou si la corrélation visée ci-avant cessait d'être vérifiée ; (...)* » (Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13).

⁴⁵² Selon la circulaire de 2010 : « (...) 5. *la qualification de couverture ne peut être appliquée qu'à des ensembles homogènes d'actifs, de passifs ou d'engagements pour lesquels la corrélation visée ci-avant peut être établie.* » (Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13).

précisément identifiés »⁴⁵³. Autrement dit, la circulaire de 2010 caractérise *in fine* les opérations de couverture en cherchant à établir une corrélation – la plus parfaite possible – entre le contrat de couverture et le contrat principal.

200. – Si ces critères ont le simple mérite d’avoir été formulés, il n’empêche qu’ils ont – à ce jour – une portée somme toute relative. La cour d’appel de Paris a ainsi jugé que « *que les circulaires administratives ne lient pas les juges et n’obligent que les fonctionnaires auxquels elles sont adressées et dans les sphères de leur fonction ; que n’ayant qu’une valeur documentaire, la circulaire du 15 septembre 1992 est en elle-même dépourvue de portée normative ; que le fait qu’un contrat ne remplisse pas l’intégralité des critères qu’elle énumère ne saurait fonder nécessairement une annulation* »⁴⁵⁴. Lorsque l’on regarde le jugement initial du tribunal ayant été confirmé par la cour d’appel de Paris, le raisonnement tenu par les juges du premier degré est intéressant. Ces derniers ont jugé que « *s’il résulte ainsi clairement de cette circulaire que les opérations purement spéculatives, notamment celles dont le montant excéderait la dette sous-jacente, sont contraires à l’intérêt général, et, partant, interdites aux collectivités territoriales, il ne peut pour autant en être déduit que tout contrat d’échange de taux ne remplissant pas la totalité des critères comptables qu’elle énonce serait contraire à l’intérêt général. Par ailleurs, la circulaire ne donne pas de précision particulière sur la mise en œuvre de ces critères, qui sont repris d’un avis du Conseil national de la comptabilité, qu’elle adapte, et dont l’application s’avère délicate* »⁴⁵⁵. Malgré l’intérêt des circulaires de 1992 et de 2010, les juges ne se sentent manifestement pas liés – à ce jour – par les critères qui y sont développés.

201. – Textes comptables – Comme l’ont souligné les juges lors des affaires susvisées, les critères proposés par les circulaires sont en réalité directement inspirés de ceux d’un avis du Conseil National de la Comptabilité (CNC). Cet avis en date du 10 juillet 1987 relatif à la comptabilisation des options de taux d’intérêt, énumère les caractéristiques sans lesquelles le

⁴⁵³ Formule issue de la circulaire de 2010 elle-même. Celle-ci précise également : « (...) *En conséquence, le montant total des dettes de référence servant de base de calcul des intérêts échangés ou garantis par les contrats de couverture ne peut, en aucun cas pour une même collectivité et tous contrats de couverture confondus, excéder le montant total de la dette existante, augmenté de la dette inscrite au budget en cours d’exercice (...) dans la mesure où celle-ci est effectivement contractée* » (Circulaire n° NOR IOCB1015077C, *op. cit.*, 25 juin 2010, p. 13).

⁴⁵⁴ CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 3 février 2017, n° 15/03691, "RBS c/ LMCU". Précisons qu’un pourvoi a été formé à l’égard de cette décision mais qu’aucun arrêt de la Cour de cassation n’a été rendu au moment où nous écrivons ces lignes.

⁴⁵⁵ TGI Paris, 9^{ème} Ch., 1^{ère} sect., 28 janvier 2014, RG n° 10/03746, « RBS c/ LMCU ».

CNC « estime que ne peuvent être qualifiées d'opérations de couverture »⁴⁵⁶. Sans surprise il n'y pas réellement ici de différence notable avec les critères repris par la circulaire de 2010.

202. – Aux côtés de cet avis du CNC, on trouve également d'autres critères développés au sein de l'article 224-2 du Plan Comptable Général⁴⁵⁷, édicté par l'Autorité des Normes Comptables, qui énonce qu'« une opération n'est qualifiée de couverture que si elle présente toutes les caractéristiques suivantes : (...) [avoir] pour effet de réduire le risque de variation de valeur (...) ; (...) cette transaction est définie avec précision et possède une probabilité suffisante de réalisation ; l'identification du risque à couvrir est effectuée après la prise en compte des autres actifs, passifs et engagements ; une corrélation est établie entre les variations de valeur de l'élément couvert et celles du contrat de couverture (...) ». Ces critères se retrouvaient également au sein de l'analyse comptable réalisée par la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes ("CNCC") le 05 février 2007, suite à sa saisine par de nombreux commissaires aux comptes d'interrogations liées à la comptabilisation des risques inhérents aux contrats de swap souscrits par diverses sociétés et offices d'HLM.

203. – L'appréhension comptable du caractère spéculatif d'une opération partage manifestement des points communs avec celle des circulaires administratives susvisées. En effet, l'opération spéculative est là encore appréhendée en creux de la définition positive d'une opération de couverture. D'une manière générale, il nous semble que l'idée fédérant l'ensemble des critères proposés relève – là encore – de la seule volonté de matérialiser une véritable corrélation entre le contrat de couverture et le contrat principal. Reste à voir si les juges appréhendent de la même manière le caractère spéculatif d'une opération.

204. – Critères dégagés par la jurisprudence – La "construction" jurisprudentielle des contours de la notion d'opération spéculative en matière de dérivés témoigne de l'imbraglio qui règne au sein des prétoires. Certains auteurs reprochent aux juges d'affirmer « que telle opération est spéculative et que telle autre ne l'est pas, sans donner les critères de répartition

⁴⁵⁶ Avis n° 32 relatif à la comptabilisation des options de taux d'intérêt, Conseil national de la comptabilité, 10 juillet 1987 – www.xavierpaper.com/documents/pcg/n_avis32.pdf.

⁴⁵⁷ Voir Règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général, homologué par arrêté du 8 septembre 2014 publié au Journal Officiel du 15 octobre 2014 (version actualisée au 1^{er} janvier 2016) – http://www.anc.gouv.fr/files/live/sites/anc/files/contributed/ANC/1.%20Normes%20fran%c3%a7aises/Reglements/2014/Reglt2014-03/Reglt%202014-03_Plan%20comptable%20general.pdf.

qui [les] *guident précisément* »⁴⁵⁸. Une évolution du raisonnement tenu par la Cour de cassation a tout le moins été relevée par un auteur qui explique qu'elle n'appréhenderait plus les opérations spéculatives de manière structurelle⁴⁵⁹, mais plutôt que « *toute opération, quel que soit son mécanisme, peut désormais être spéculative et, inversement, la nature de l'opération ne suffit pas à la qualifier de spéculative. (...) La forme du contrat ou sa nature juridique ne fournit pas le critère de distinction, un contrat ou une opération n'étant pas spéculative par nature* »⁴⁶⁰. Certaines décisions se sont d'ailleurs faites l'écho de cette idée⁴⁶¹. À dire vrai, nous partageons également l'idée selon laquelle une opération sur dérivés peut être spéculative par nature. À l'instar de certains auteurs⁴⁶², il nous semble que c'est plutôt la possibilité même de paiement par un différentiel – élément caractéristique des dérivés – qui permet les fonctions alternatives de couverture et de spéculation indifféremment de la nature du produit en présence.

205. – Par conséquent – et fort de cette idée qu'aucune opération n'est spéculative par nature – il convient de rechercher dans la jurisprudence les critères permettant aux juges de déterminer le caractère spéculatif, afin de tenter d'en établir une typologie. Or, deux critères nous semblent se dégager à la lumière des décisions rendues : la volonté initiale des parties et l'identification du risque encouru.

206. – Volonté initiale des parties – Aux fins de déterminer si une opération sur dérivés est spéculative ou de couverture, la Cour de cassation cherche à établir quelle était la volonté

⁴⁵⁸ J-P. Mattout, « *L'aléa, le risque et la spéculation* », Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI sous la direction de A. Gourio et J-J. Daigre, RB édition, 7 nov. 2013, p. 446.

⁴⁵⁹ Selon cet auteur, si auparavant « *pour la Cour de cassation, seules certaines opérations réalisées sur le marché à terme ou impliquant un "effet de levier" constituaient des opérations "spéculatives" (...), la référence au marché à terme a peu à peu été abandonnée par la Cour de cassation qui ne fait plus références qu'aux seules "opérations spéculative", peu importe qu'elles aient été conclues sur un marché à terme* » (J-P. Mattout, *op. cit.*, p. 446).

⁴⁶⁰ J-P. Mattout, *op. cit.*, p. 446.

⁴⁶¹ Un auteur rappelle le raisonnement d'une décision d'appel (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 26 septembre 2013, RG n°11/19539, « *SMGM c/ Société Générale* ») confirmée par la suite par la Cour de cassation (Cass. Com., 17 mars 2015, n° 13-25142). En ce sens : « *On se souviendra que dans l'affaire SMGM/Société générale, où était en cause un ensemble complexe d'instruments financiers à terme, la cour d'appel de Paris avait jugé (...) "que les opérations de couverture ne sont pas spéculatives par nature puisqu'elles ne visent pas à prévoir les évolutions du marché pour en retirer des bénéfices, mais à en réduire l'impact pour se garantir contre le risque de baisse ou de hausse du marché et éviter une exposition à la volatilité du marché". Solution qu'avait approuvée la Cour de cassation* » (S. Torck, « *Contentieux des swaps structurés : le risque illimité n'exclut pas la qualification de couverture* », Bulletin Joly Bourse n°01, 1^{er} janvier 2017, p. 16, I).

⁴⁶² Selon les professeur Drummond et Bonneau : « *L'alternative qui réside dans le paiement d'un différentiel est l'élément caractéristique de l'instrument dérivé. Cette alternative révèle la fonction de l'instrument : celui-ci permet au souscripteur soit de se protéger contre l'évolution du cours du sous-jacent (instrument de couverture) soit de tirer profit de cette évolution (instrument de spéculation)* » (T. Bonneau et F. Drummond, « *Droit des marchés financiers* », 2^{ème} Edition, Economica, 2005, §139, p. 161).

initiale des parties lors de la conclusion de l'opération. La volonté initiale des parties est appréhendée par les juges de manière tant subjective qu'objective.

207. – Appréhension subjective de la volonté des parties – On parle ici d'appréhension "subjective" en ce que les juges recherchent la volonté telle qu'exprimée par les parties elles-mêmes. Sans que les juges ne soient liés par les dispositions contractuelles, ces derniers prêtent malgré tout attention aux stipulations entre les parties. Or, la documentation contractuelle utilisée en matière d'opérations sur dérivés recourt à un certain nombre de déclarations⁴⁶³. Au titre de celles-ci, il est régulièrement stipulé par la contrepartie non établissement de crédit qu'elle atteste que l'opération a pour objet la couverture d'un risque identifié et que celle-ci participe à la réalisation de son objet statutaire. Deux décisions récentes⁴⁶⁴ – relatives à des litiges opposant des collectivités publiques à des banques dans le cadre de prêts intégrant des *swaps* – illustrent la tendance des juges du fond à se référer expressément à ces déclarations contractuelles pour matérialiser la volonté initiale des parties et ainsi exclure le caractère spéculatif des opérations⁴⁶⁵. Loin de faire revêtir à ces stipulations une quelconque forme de protection contre la qualification spéculative, ces décisions illustrent simplement que cette précaution textuelle opère comme indice de la volonté subjective des parties.

208. – Appréhension objective de la volonté des parties – Les juges n'étant pas tenus par les stipulations contractuelles, les décisions de justice montrent également que la volonté des parties peut être appréhendée de manière "objective". Dès lors, sont pris en compte par les juges des éléments objectifs qui permettent de révéler la "réelle" volonté initiale des parties

⁴⁶³ On vise ici les "déclarations" insérées au sein de l'"Annexe" pour les conventions FBF et la "*Schedule*" pour les conventions ISDA. D'une façon générale, les établissements de crédit prévoient des déclarations à la charge de la contrepartie. Celles-ci visent le plus souvent à ce que la contrepartie déclare et atteste qu'elle est valablement créée et éventuellement autorisée par l'autorité à laquelle elle peut être soumise, que l'exécution de la transaction est bien liée à son activité et qu'elle est conforme à son régime applicable. Il est également mis à sa charge une obligation de fournir un certain nombre de documents, visant à certifier son statut et sa nature juridique, avant la conclusion de la convention et dans un certain délai après toute modification matérielle de ceux-ci.

⁴⁶⁴ CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 4 novembre 2016, "Etablissement Public Département de la Seine Saint Denis c/ SA Natixis", n° 15/09981 ; CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 3 février 2017, "LMCU c/ RBS", n°15/03691.

⁴⁶⁵ En ce sens : « *qu'en l'espèce la conclusion des deux contrats litigieux a été précédée d'une convention-cadre (...), dans laquelle il est indiqué que "le département de la Seine-Saint-Denis déclare que chaque transaction est ou sera conclue en vue de couvrir son risque de taux et en aucun cas dans un but spéculatif"* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 4 novembre 2016, "Etablissement Public Département de la Seine Saint Denis c/ SA Natixis", n° 15/09981). Egalement : « *Considérant en outre qu'aux termes de l'article 6 de la convention (ndlr : FBF) complété par l'article 5.2 de l'annexe, LMCU a déclaré (...) que la conclusion et l'exécution de chaque transaction ont été et seront autorisées non pas dans un but spéculatif mais aux fins d'établir un instrument de couverture* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 3 février 2017, "LMCU c/ RBS", n°15/03691).

lors de la conclusion de l'opération. L'objectif recherché par les parties va ainsi participer à établir la nature de l'opération⁴⁶⁶ et ce parce qu'il matérialise la volonté des parties. La Cour de cassation a notamment jugé en ce que : « *Et attendu (...) qu'après avoir relevé que les contrats (...) litigieux comportent un aléa (...) l'arrêt retient qu'ils ne constituent pas, pour autant, des contrats spéculatifs puisque, en les souscrivant, la commune n'a pas cherché à s'enrichir mais seulement à refinancer des investissements réalisés dans l'intérêt général à des conditions de taux d'intérêt les plus avantageuses possibles* »⁴⁶⁷. La recherche de la volonté initiale des parties au moyen du but poursuivi par l'opération est récurrente dans les décisions rendues par la Haute cour⁴⁶⁸, mais également chez les juges du fond⁴⁶⁹.

209. – Plus encore, la Cour de cassation a fait preuve dans certaines décisions récentes d'une conception très extensive de la volonté initiale des parties. Si l'opération a été conclue dans l'optique d'une couverture, alors la nature du risque encouru *a posteriori* ne saurait contredire cette volonté initiale et ce même en cas de risque illimité. La Haute cour a ainsi jugé « *que constitue une opération de couverture et non une opération spéculative la conclusion d'un contrat d'échange de conditions d'intérêts lorsqu'elle a pour but la protection contre l'évolution des taux et la réduction du coût global d'un endettement, même si un tel contrat est, par nature, aléatoire et que sa conclusion expose l'une des parties à un risque, même illimité* »⁴⁷⁰. Comme le résume un auteur concernant cette affaire, on comprend ici que « *le*

⁴⁶⁶ Dans le même sens : « *les critères de distinction entre les opérations spéculatives et les simples opérations de couverture, tenant, pour celles-ci, à l'objectif poursuivi par le client* » (S. Torck, « *L'affaire SMGM c/ Société Générale devant la cour de renvoi : est-ce bien nickel ?* », Bulletin Joly Bourse n°05, 1^{er} Septembre 2017, p. 327).

⁴⁶⁷ Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-26.210, "Cne Saint-Leu-La-Forêt C/ CAFIL et Dexia", P+B+I. Sur cet arrêt, voir : M. Roussille, « *Les produits structurés, produits à haut risque* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n°38, 20 Septembre 2018, 1462.

⁴⁶⁸ Dans le même sens : « *Mais attendu (...) qu'ayant relevé que la banque était intervenue pour mettre en place des stratégies de couverture visant à protéger (...) de la baisse du cours de cette matière première dans un contexte haussier (...) la cour d'appel (...) a pu, par ces seuls motifs (...) décider qu'en l'absence de produits spéculatifs, la banque n'avait pas de devoir de mise en garde à l'égard de la SMGM* » (Cass. com., 17 mars 2015, n° 13-25142, "Société Générale c/ SMGM"). Également : « *Mais attendu que constitue une opération de couverture et non une opération spéculative la conclusion d'un contrat d'échange de conditions d'intérêts lorsqu'elle a pour but la protection contre l'évolution des taux et la réduction du coût global d'un endettement* » (Cass. com., 5 sept. 2018, n°17-11.264, "SIDRU c/ DEPFA Bank").

⁴⁶⁹ En ce sens : « *Considérant par ailleurs que deux des swaps litigieux (...) ont été souscrits par la société du Parc Magudas dans la perspective de la hausse de l'Euribor 3 mois, dont elle entendait retirer un bénéfice financier de sorte que toute idée de spéculation, qui traduit une volonté de profiter des variations favorables des cours de marché mais également d'assumer les risques d'une hypothèse inverse n'était déjà pas exclue à cette époque* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 06 janvier 2017, n° 15/15034, "SARL du Parc Magudas c/ Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel d'Aquitaine").

⁴⁷⁰ Cass. com., 5 sept. 2018, n°17-11.264, "SIDRU c/ DEPFA Bank".

risque illimité n'exclut pas la qualification de couverture »⁴⁷¹. Cette idée était d'ailleurs déjà présente au sein d'autres affaires⁴⁷². Selon certains auteurs, ces solutions conduisent « à retenir un critère téléologique (...). En effet, l'opération spéculative ne se signale pas tant par l'anticipation, l'aléa ou le risque que par l'objectif qu'elle poursuit et qui est un but exclusif à tout autre, celui de procurer à celui qui l'initie un enrichissement ; dit autrement, l'opération spéculative se distingue par la recherche du profit pour le seul profit, l'unique contrepartie du risque pris résidant alors dans l'espérance d'un gain »⁴⁷³. Plus qu'un critère téléologique où il serait seulement pris en considération la réalité du risque encouru, il nous semble surtout que la Cour de cassation fait prévaloir la volonté initiale des parties à la nature du risque encouru, quel qu'il soit.

210. – Comme on l'a dit, les juges prennent en considération les éléments objectifs permettant de déterminer la nature de la volonté initiale des parties. Certains éléments peuvent donc être appréhendés comme des indices participant à démontrer la volonté spéculative des parties⁴⁷⁴. Au titre de ces éléments objectifs, l'hypothèse dite de "sur-couverture" a déjà été évoquée par la Cour de cassation. Celle-ci a déjà jugé « *qu'ayant relevé que la banque était intervenue pour mettre en place des stratégies de couverture visant à protéger (...) de la baisse du cours de cette matière première dans un contexte haussier, et constaté que les opérations mises en œuvre n'avaient pas donné lieu à une sur-couverture, la cour d'appel (...) a pu, par ces seuls*

⁴⁷¹ S. Torck, « *Contentieux des swaps structurés : le risque illimité n'exclut pas la qualification de couverture* », Bulletin Joly Bourse n°01, 1^{er} janvier 2017, p. 16, I).

⁴⁷² D'abord, une autre décision de la Cour de cassation de 2018 a jugé « *qu'en cet état, et dès lors que le caractère spéculatif d'une opération ne peut résulter de la seule exposition de la collectivité territoriale à des risques illimités, la cour d'appel (...) a légalement justifié sa décision* » (Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-26.210, "Cne Saint-Leu-La-Forêt C/ CAFIL et Dexia", P+B+I). Ensuite, un auteur rappelle également que le risque illimité était déjà présent lors d'une décision d'appel (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 26 septembre 2013, RG n°11/19539, « SMGM c/ Société Générale ») confirmée par la suite par la Cour de cassation (Cass. Com., 17 mars 2015, n° 13-25142). En ce sens : « *On se souviendra que dans l'affaire SMGM/Société générale, où était en cause un ensemble complexe d'instruments financiers à terme, la cour d'appel de Paris avait jugé, pour écarter tout devoir de mise en garde de la banque, "que les opérations de couverture ne sont pas spéculatives par nature puisqu'elles ne visent pas à prévoir les évolutions du marché pour en retirer des bénéfices, mais à en réduire l'impact pour se garantir contre le risque de baisse ou de hausse du marché et éviter une exposition à la volatilité du marché". Solution qu'avait approuvée la Cour de cassation tandis que le risque pris par le client au titre de cette opération de couverture était potentiellement illimité en cas de hausse du cours du nickel* » (S. Torck, « *Contentieux des swaps structurés : le risque illimité n'exclut pas la qualification de couverture* », Bulletin Joly Bourse n°01, 1^{er} janvier 2017, p. 16, I).

⁴⁷³ T. Samin et S. Torck, « *Le contentieux des emprunts structurés devant la Cour de cassation !* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2018, comm. 60.

⁴⁷⁴ À titre d'illustration, la cour d'appel de Paris a déjà retenu la différence de la durée maturité entre les contrats de couverture et le contrat principal au titre des éléments permettant d'établir la volonté spéculative initiale des parties. En ce sens : « *Considérant par ailleurs que deux des swaps litigieux ne correspondaient pas aux exigences des prêteurs quant à leur durée de maturité et que les deux premiers ont été souscrits (...) dans la perspective de la hausse de l'Euribor 3 mois, dont elle entendait retirer un bénéfice financier de sorte que toute idée de spéculation (...) n'était déjà pas exclue à cette époque* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 06 janvier 2017, n° 15/15034, "SARL du Parc Magudas c/ Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel d'Aquitaine").

*motifs (...) décider qu'en l'absence de produits spéculatifs (...) »*⁴⁷⁵. La formulation ainsi retenue par la Haute cour interroge sur le raisonnement qui aurait été tenu si inversement les opérations mises en œuvre avaient donné lieu à une sur-couverture. Autrement dit, un tel élément objectif permettrait-il de faire basculer une opération de couverture en opération spéculative au seul titre qu'il suffirait à résumer la volonté initiale des parties ? À l'instar d'un auteur, nous pensons que l'existence d'une sur-couverture « *n'est pas, per se, un élément disqualifiant l'opération de couverture en opération spéculative* »⁴⁷⁶ et ne saurait suffire à lui seul à démontrer le caractère spéculatif d'une opération⁴⁷⁷. Plus encore, une telle hypothèse démontre uniquement que la corrélation entre le contrat de couverture et le contrat principal n'est pas parfaitement symétrique. Or, cette corrélation imparfaite propre à la sur-couverture ne saurait selon nous être confondue avec la spéculation. En effet, l'existence d'une sur-couverture répond le plus souvent à la volonté des parties de structurer le contrat de couverture d'une manière telle qu'il permette un "coussin" de sécurité. Il arrive qu'un endettement ne soit pas définitif lors de l'élaboration du produit dérivé et que celui-ci puisse continuer d'évoluer après la conclusion du contrat de couverture⁴⁷⁸. L'intervalle de la sur-couverture permet alors de s'adapter aux potentielles fluctuations futures. Une corrélation parfaite lors de la conclusion de l'opération pourrait inversement être couteux pour la contrepartie qui voudrait ajuster le notionnel au fur et à mesure des fluctuations de l'endettement.

Cette question de la sur-couverture nous fait penser – d'une manière plus générale – qu'il nous semble critiquable de vouloir faire correspondre à tout prix la notion d'opération de couverture avec la caractérisation d'une corrélation parfaite. La réalité de la couverture répond à des considérations qui peuvent parfois échapper à une analyse structurelle *stricto sensu*⁴⁷⁹. Bien que certaines décisions étrangères⁴⁸⁰ et écrits doctrinaux⁴⁸¹ semblent enclins à

⁴⁷⁵ Cass. com., 17 mars 2015, n° 13-25142, "Société Générale c/ SMGM".

⁴⁷⁶ S. Torck, « *L'affaire SMGM c/ Société Générale devant la cour de renvoi : est-ce bien nickel ?* », Bulletin Joly Bourse n°05, 1^{er} Septembre 2017, p. 327.

⁴⁷⁷ À titre d'illustration on peut citer une décision de la Cour d'appel qui relativise le caractère spéculatif de l'hypothèse de sur-couverture. En ce sens : « *Que l'appelante considère (...) que les swaps comprennent une composante spéculative pour la partie du notionnel excédant l'encours du crédit ; Considérant que si toute spéculation n'est pas exclue en cas de sur-couverture du risque, il apparaît qu'en l'espèce, les circonstances de fait excluent tout manquement fautif de la banque lors de la signature des swaps, que cette dernière a mise en garde sa cliente lorsque le risque est survenu* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 26 mai 2017, "Immobiliere Santé c/ CACIB", n°15/20590).

⁴⁷⁸ C'est par exemple le cas en matière de financement de projet de construction où l'endettement définitif ne peut pas être connu à l'avance.

⁴⁷⁹ À titre d'illustration, certaines opérations sur dérivés sont conclues par des acteurs économiques dans une volonté de couverture sans que l'endettement principal ne soit entièrement documenté ou même parfois porté à la connaissance de la contrepartie.

cette idée, il nous semble préférable de faire prévaloir une approche contractuelle de la couverture à celle qui résulterait d'une approche purement structurelle.

211. – Identification du risque encouru – Aux côtés de la volonté initiale des parties, les tribunaux montrent une tendance à exclure le caractère spéculatif d'une opération lorsque la contrepartie était en mesure d'identifier le risque encouru lors de la conclusion de l'opération. La Cour de cassation a ainsi jugé que *« le seul risque pour [la contrepartie] était de payer le taux fixe de 3,78 % pendant la durée du contrat et qu'il ne s'agissait donc pas d'une opération à caractère spéculatif »*⁴⁸². Par une autre formulation, la haute cour avait également jugé dans une décision de 2007⁴⁸³ qu'*« il résulte de ces constatations et appréciations que la SCI connaissait la charge maximale d'intérêts qu'elle devait être conduite à supporter et qu'elle ignorait seulement l'étendue de l'éventuel bénéfice résultant des intérêts variables, supportés seulement par la banque, venant, par compensation, diminuer sa propre charge d'intérêts ; que la cour d'appel, qui a ainsi mis en évidence l'absence de caractère spéculatif de cette*

⁴⁸⁰ On peut notamment citer une décision de justice belge (CA de Mons, 1^{ère} Ch., 12 sept. 2016, numéro du rôle : 2015/RG/173, numéro du répertoire : 2016/3461, "Sté Wallonne du logement c/ Natixis") favorable à la caractérisation d'une corrélation parfaite. D'abord – et aussi surprenant que cela puisse paraître – la cour d'appel de Mons a affirmé dans sa décision de septembre 2016 qu'en dépit du fait que la loi applicable au contrat de swap soit le droit belge, *« il convient de relever que les parties conviennent que cette contestation [ndlr : la contestation liée au droit applicable] est en pratique de peu d'incidence dès lors que la solution à apporter au litige est la même en droit français et en droit belge, les dispositions et principes applicables étant similaires. Ainsi, mutatis mutandis, les considérations qui suivent demeuraient pertinentes si le droit français était appliqué »*. Concernant le débat de savoir si le swap en présence revêt ou non un caractère spéculatif, les juges belges estiment que *« fondamentalement, les swap de couverture et spéculatif se distinguent comme suit : dans le cas du swap de couverture, il est adossé à une situation préexistante, de dette ou de placement ; dans le cas du swap spéculatif, la position prise au travers du swap l'est pour elle-même, en l'absence de toute relation avec quelque situation préalable que ce soit »*. Incontestablement, on comprend ici que la situation décrite du contrat de couverture "adossé à une situation préexistante" correspond ni plus ni moins à l'hypothèse d'une corrélation parfaite. Les juges belges ne se limitent effectivement pas à une corrélation apparente, susceptible d'être fictive, mais cherchent une corrélation réelle puisqu'ils précisent ensuite qu'*« on ne peut exclure qu'un swap, même adossé à un contrat d'emprunt, soit en réalité un contrat spéculatif, lorsque l'IRS (« Interest Rate Swap ») est totalement indépendant, ou est susceptible de le devenir, du crédit contracté. Comme relevé récemment par la doctrine, en pareil cas, "le montant nominal sur lequel sont calculés les intérêts fixes et variables, soit n'est pas la somme empruntée, soit correspond nominalement à cette somme de départ, mais n'est pas amorti. Il est également fréquent que la durée de l'IRS ne soit pas subordonnée à la vie du contrat. Dans un tel cas, ce montant nominal est purement fictif et l'IRS devient un contrat spéculatif dont l'objet se limite à l'espoir d'un gain lié à une variation du taux d'intérêt" »*.

⁴⁸¹ Pour certains la différence entre la couverture et la spéculation en matière de produits dérivés tient à la réalité de l'exposition d'une des parties au risque qui est transféré. C'est notamment l'idée avancée par le Professeur Gaudemet : *« soit qu'une partie veuille se décharger d'un risque auquel elle est réellement exposée : on dit qu'elle "se couvre". Soit qu'elle veuille se charger d'un risque auquel elle ne serait pas autrement exposée : on dit qu'elle "spécule", avec l'espoir d'un gain »* (A. Gaudemet, Thèse préc., §130, p. 79).

⁴⁸² Cass. Com., 2 juin 2015, n° 14-18999, "Teychené c/ Société Générale".

⁴⁸³ Cass. com., 19 juin 2007, "SCI Cristal Parc", n° 05-22037.

opération (...) ». Ce raisonnement relatif à l'identification du risque encouru est également tenu par les juges du fond⁴⁸⁴.

212. – Pour résumer, on vient de voir comment le caractère spéculatif d'une opération sur dérivés pouvait entraîner son annulation en raison du défaut de la capacité juridique de la contrepartie. Aux fins d'éviter un tel risque de nullité lors de la conclusion d'une opération, nous avons tenté de dégager les critères jurisprudentiels de la spéculation.

Pour autant, le défaut de capacité juridique n'est pas la seule raison pouvant conduire à l'annulation d'une opération sur dérivés. En effet, le risque de nullité peut également découler du défaut de compétence du signataire au nom et pour le compte de la contrepartie.

§2. Audits relatifs aux pouvoirs du signataire

213. – Une fois que toutes les précautions ont été prises concernant la capacité juridique de la contrepartie, encore faut-il vérifier que cette dernière soit valablement engagée par son signataire. Cette vérification – aussi évidente soit elle – vient répondre à la pratique des délégations auxquelles recourent les contreparties soucieuses d'optimisation de leur organisation, de leur fonctionnement et plus particulièrement de l'exercice des pouvoirs de direction au sein de l'entité. La mise en place d'un tel système de délégations étant lourde de conséquences juridiques – notamment concernant le giron de compétence de leurs bénéficiaires – il est indispensable pour les opérationnels de procéder à certaines vérifications afin de s'assurer que les signataires (potentiels délégataires) de leurs contreparties soient à même d'engager valablement celles-ci dans l'opération envisagée. Ces vérifications se font là encore au moyen d'un audit juridique interne ou externe afin de s'assurer de la validité de la délégation en présence. Néanmoins, si la pratique des délégations répond à une « *approche pluridisciplinaire* »⁴⁸⁵, il existe cependant « *en droit (...) plusieurs manières d'aborder le sujet* »⁴⁸⁶ selon que l'on se trouve en droit pénal, civil ou encore administratif. Fort de ces différences de régimes et eu égard à la nature des contreparties en matière d'opérations sur

⁴⁸⁴ En ce sens : « *Considérant que la société RLF connaissait ainsi la charge maximale des intérêts qu'elle pouvait avoir à supporter, même si elle ignorait l'évolution des taux variables de référence ; Considérant que ce contrat d'échange de taux d'intérêts ne présente donc pas un caractère spéculatif (...)* » (CA Paris, Pôle 5, Ch. 6, 6 novembre 2014, RG n° 12/15120, "HLM RLF"). Également : « (...) *même si les deux opérations sont susceptibles d'être qualifiées de spéculative en raison de l'ignorance par le département de la Seine-Saint-Denis de la charge maximale d'intérêts qu'il devrait être conduit à supporter (...)* » (CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 4 novembre 2016, RG n° 15/09981, "Etablissement Public Département de la Seine Saint Denis c/ SA Natixis").

⁴⁸⁵ F. Collin, S. Le Damany et J-P. Dom, « *Mise en place et suivi des délégations de pouvoirs au sein des sociétés et des groupes* », Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire n° 79, janvier-février 2005, p. 7, §13.

⁴⁸⁶ F. Collin, S. Le Damany et J-P. Dom, *op. cit.*, §16.

dérivés, les vérifications à mettre en œuvre par les opérationnels afin de réduire le risque de défaut de pouvoir – et donc de nullité – différeront quelque peu selon que la contrepartie en présence relève du droit public (A) ou du droit privé (B).

A. Vérifications en présence de délégations en matière de droit public

214. – Délégations de signature et de pouvoirs – Lorsqu'on parle de "défaut de compétence", on vise plus exactement le défaut intervenant au niveau de la « *délégation de compétence (...)* [qui] *vise à optimiser l'exercice du pouvoir lorsqu'une autorité exerce un nombre conséquent de compétences* »⁴⁸⁷. Également, lorsqu'on parle de délégation de compétences, « *la doctrine, confirmée par la jurisprudence, distingue traditionnellement, en droit administratif général, la délégation de pouvoirs et la délégation de signature* »⁴⁸⁸. La délégation de signature organise le transfert entre deux organes au sein d'une chaîne hiérarchique du droit d'agir en son nom. Elle est personnelle, consentie à des personnes nommément identifiées et elle ne dessaisit pas le délégant. La délégation de pouvoirs organise quant à elle un transfert de compétences entre deux organes au sein d'une chaîne hiérarchique indépendamment de l'identité du délégant et du délégataire et dessaisit le délégant au profit du délégataire.

215. – Conditions de validité – La délégation de compétence obéit à des conditions de validité strictes constituant l'objet même des vérifications que doivent assurer les opérationnels en dérivés lors de leur audit juridique. Le non-respect de ces conditions ferait effectivement courir le risque que le signataire de la contrepartie n'ait pas valablement engagé celle-ci au titre de l'opération sur dérivés. Ce risque est loin d'être théorique et de nombreuses décisions de justice montrent que le défaut de compétence du délégataire constitue un argument récurrent pour les parties souhaitant voir l'opération sur dérivés déclarée nulle. À titre d'illustration, on peut citer une récente décision⁴⁸⁹ relative à un litige opposant une collectivité publique à une banque dans le cadre de contrats de *swap*, où la cour d'appel de Paris a rejeté une demande de nullité des produits dérivés, formée par l'entité publique, pour absence de compétence du signataire.

⁴⁸⁷ V. Tchen, « *Ediction de l'acte administratif – Auteurs. Forme. Procédure.* », JurisClasseur Administratif, 10 juillet 2016, mise à jour le 6 octobre 2016, §34.

⁴⁸⁸ C. Bonichot et E. Froment, « *Les transferts de compétence de l'auteur de l'acte : les délégations* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n° 19, 11 mai 2001, p. 854, §38.

⁴⁸⁹ CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 4 novembre 2016, "Etablissement Public Département de la Seine Saint Denis c/ SA Natixis", n° 15/09981.

Les délégations de signature et de pouvoirs répondent à des conditions de validité communes qui doivent donc être réunies avant la conclusion de l'opération envisagée afin d'éviter ce potentiel risque de nullité découlant du défaut de validité d'une délégation. Ces conditions sont ci-après développées.

216. – Autorité compétente – Tout d'abord, une délégation de compétences ne peut être issue que d'une autorité délégrant une compétence qu'elle détient réellement. À défaut, il est de jurisprudence constante que l'acte issu d'une délégation consentie par une autorité incompétente en la matière est alors « *entaché d'illégalité* »⁴⁹⁰.

217. – Habilitation textuelle – La délégation de compétence doit également être prévue par un texte. Cette habilitation diffère selon qu'il s'agisse d'une délégation de pouvoirs ou de signature. Dans le premier cas, l'habilitation textuelle signifie que la délégation de pouvoirs « *doit être prévue et autorisée par un texte* »⁴⁹¹. L'habilitation doit se manifester ici de façon expresse. À défaut, l'acte issu d'une délégation n'ayant pas été autorisée textuellement sera annulé⁴⁹².

À l'inverse dans le second cas, l'habilitation textuelle signifie que la délégation de signature ne doit pas avoir été prohibée par un texte. Si en pratique, celle-ci « *est fréquemment prévue par un texte (...) ce cadre d'habilitation générale à déléguer une signature n'est toutefois pas requis* »⁴⁹³. L'habilitation se manifeste donc ici de façon tacite par l'absence de prohibition textuelle.

218. – Délégation expresse – Concernant la délégation de pouvoirs, celle-ci « *doit être préalable et expresse (...), il est donc exclu qu'elle soit verbale ou tacite* »⁴⁹⁴. Il en va de même concernant la délégation de signature qui, rappelons-le, est consentie au profit de bénéficiaires nommément déterminés.

⁴⁹⁰ CE, 3 avril 1998, Sous-sections 3 et 5 réunies, req. n° 133422 "Département de la Vendée", JurisData n° 1998-050166.

⁴⁹¹ V. Tchen, « *Ediction de l'acte administratif – Acteurs. Forme. Procédure.* », JurisClasseur Administratif, 10 juillet 2016, mise à jour le 6 octobre 2016, §35.

⁴⁹² Voir notamment : CE, 20 février 1981, Sous-sections 4 et 1 réunies, req. n° 21182, rôle n° 086, « *Ministre de l'Éducation c/ Association "Défense et promotion des langues en France"* ». En l'espèce, aucune disposition réglementaire n'étant venue autoriser le ministre à déléguer, dans ce domaine, ses pouvoirs aux recteurs, il s'en suit l'annulation pour incompétence d'une circulaire du recteur de l'académie de Nice prescrivant l'enseignement de langues locales dans le ressort de cette académie.

⁴⁹³ V. Tchen, *op. cit.*, §43.

⁴⁹⁴ V. Tchen, *op. cit.*, §40 ; À titre d'illustrations jurisprudentielles : CE, sect., 11 juillet 1947, "Dewavrin", Rec. CE 1947, p. 307 ; CE, 13 mai 1949, "Couvrat", Rec. CE 1949, p. 216, Dalloz 1950, jurispr. p. 77, note J. G. ; CE, Ass., 17 février 1950, "Meynier", req. n° 77670 et 78468.

219. – Délégation explicite – Par extension de la précédente condition, la délégation de pouvoir doit d'une manière générale être suffisamment précise de façon à éviter une compétence illimitée. La délégation de pouvoirs doit, par conséquent, être « *ni trop générale, ni trop imprécise* »⁴⁹⁵. De la même façon, la délégation de signature doit « *énumérer avec suffisamment de détail les matières concernées* »⁴⁹⁶. À défaut, le délégataire ne pourra pas se prévaloir de la délégation⁴⁹⁷. Il semble néanmoins qu'en matière de délégation de signature, cette condition ne soit pas systématiquement exigée par le juge⁴⁹⁸.

220. – Publication de l'acte de délégation – Enfin, qu'il s'agisse de la délégation de pouvoirs ou de signature, les deux « *présentant la forme d'un acte réglementaire* »⁴⁹⁹ doivent faire l'objet d'une mesure de publicité. Ce régime de publicité n'est en aucun spécifique aux délégations de compétence, aussi « *les modalités sont donc définies par les textes qui régissent l'entrée en application des autorités compétentes* »⁵⁰⁰. Par conséquent, et conformément à l'article L221-2 du Code des relations entre le public et l'administration qui subordonne l'entrée en vigueur d'un acte réglementaire à « *l'accomplissement de formalités adéquates de publicité, notamment par la voie, selon les cas, d'une publication ou d'un affichage, sauf dispositions législatives ou réglementaires contraires ou instituant d'autres formalités préalables* » ; l'idée générale guidant finalement le régime de la publicité de la délégation de compétence est que sa publicité soit adéquate et assure une information effective⁵⁰¹.

⁴⁹⁵ CAA Marseille, 5 mars 2013, n° 11MA02274 ; CAA Marseille, 2 mai 2013, n° 11MA01937.

⁴⁹⁶ V. Tchen, « *Ediction de l'acte administratif – Acteurs. Forme. Procédure.* », JurisClasseur Administratif, 10 juillet 2016, mise à jour le 6 octobre 2016, §45.

⁴⁹⁷ Voir notamment : CAA Paris, 11 avril 2006, "Ville Paris c/ Messak", n° 05PA04055. En l'absence de délégation de signature explicite par le maire, un directeur de cabinet a été jugé incompétent pour signer une décision de licenciement d'un collaborateur de cabinet de la mairie.

⁴⁹⁸ Le Professeur Tchen illustre ce propos par un certain nombre d'exemples jurisprudentiels. Ainsi, ont été admis une délégation de signature « *à l'effet de signer tous arrêtés, décisions, circulaires, rapports, mémoires documents et correspondances relevant des attributions de l'État dans le département* » (CAA Bordeaux, 30 oct. 2012, n° 12BX00601, 12BX00602, 12BX00603, 12BX00604, 12BX00605, Yankov et a., JCP A n° 6, 4 févr. 2013, 2028, concl. G. de La Taille), ou encore une délégation de signature accordée « *à l'effet de signer au nom du ministre (...) tous actes dans la limite de ses attributions, à l'exception des décrets, pour assurer la gestion administrative des agents* » (CE, 7 mai 2008, n° 292954, Paoletti : JurisData n° 2008-073523) – V. Tchen, *op. cit.*, §45.

⁴⁹⁹ V. Tchen, *op. cit.*, §41 et §47.

⁵⁰⁰ V. Tchen, *op. cit.*, §41 et §47.

⁵⁰¹ Pour des illustrations jurisprudentielles des formes de publicité retenues voir notamment : V. Tchen, *op. cit.*, §41, §42 et §47.

221. – Cas des subdélégations – Si les opérationnels en dérivés sont attentifs aux conditions des délégations en raison de l'enjeu attaché au défaut de compétence, c'est plus particulièrement l'hypothèse des subdélégations à laquelle ils doivent faire face habituellement. L'hypothèse est loin d'être théorique tant les entités publiques sont désormais des acteurs réguliers sur le marché des dérivés. Au premier rang des opérations auxquelles ces acteurs publics ont recours, on trouve naturellement celles en matière de financements de projets faisant intervenir un partenariat entre une entité publique et une entité privée (également dits financements "PPP" pour Partenariats Public-Privé), mais également toutes opérations structurées – telles que celles ayant été à l'origine de la récente jurisprudence dite des emprunts toxiques – faisant intervenir des instruments de couverture dans le cadre de prêts bancaires. À dire vrai, bien que les partenariats public-privé fassent intervenir des entités publiques, les opérationnels n'auront pas ici à se référer aux règles de droit public en matière de subdélégations, mais bien à celles en matière de droit privé, car seul le véhicule *ad hoc* (ou "*special purpose vehicle*") de droit privé est en pratique signataire de la documentation contractuelle relative au produit dérivé mis en place. À l'inverse, concernant les instruments de couverture utilisés dans le cadre de prêts bancaires, seules les entités publiques elles-mêmes sont signataires de la documentation. Or, ces opérations sur dérivés faisant intervenir d'importantes entités publiques, il est fréquent – à l'instar de ce qu'il se fait dans le secteur privé – que les signataires en présence soient les bénéficiaires d'une subdélégation. Ce cas particulier de délégation de compétence fait donc l'objet d'une attention toute particulière de la part des opérationnels afin d'éviter tout risque de défaut de compétence.

222. – L'idée de la subdélégation est celle d'un bénéficiaire d'une délégation faisant lui-même une délégation à un nouveau délégataire. Le délégataire initial devient donc le subdélégant au profit d'un subdélégataire. Tout l'enjeu est de savoir si une telle subdélégation est valable ou non et si elle permet d'engager la contrepartie. Pour répondre à cette question, les opérationnels en dérivés devront distinguer si l'on est en présence d'une délégation de pouvoirs ou de signature.

Dans le premier cas, le titulaire d'une délégation de pouvoirs « *ne peut, sauf texte contraire, subdéléguer ses pouvoirs, mais peut subdéléguer sa signature* »⁵⁰². Dans le second cas, le titulaire d'une délégation de signature ne peut pas procéder à une subdélégation de pouvoirs du fait qu'il est « *habilité à exercer les pouvoirs du délégant [mais] n'est pas autorisé à en*

⁵⁰² CAA Marseille, 3 avril 2012, "France Télécom", n° 10MA02916.

disposer »⁵⁰³, et « ne peut subdéléguer sa signature (...) sans méconnaître le principe de droit public interdisant la subdélégation d'une délégation de signature »⁵⁰⁴. On comprend alors que seules les subdélégations de signature sont possibles et uniquement par le titulaire d'une délégation de pouvoirs. Une subdélégation ne respectant pas les règles susvisées sera considérée comme illégale⁵⁰⁵. Concernant le régime applicable aux subdélégations, celles-ci sont soumises aux mêmes conditions de validité et produisent les mêmes effets que ceux d'une délégation de signature⁵⁰⁶.

B. Vérifications en présence de délégations en matière de droit privé

223. – Différents concepts en présence – La délégation en droit privé est un mécanisme d'origine jurisprudentielle qui s'est développé en dépit de dispositions légales l'organisant spécialement⁵⁰⁷. Dès lors, bien que la délégation soit un mécanisme clairement identifié d'un point de vue notionnel, il n'en est rien sur le plan textuel. À dire vrai, si « en droit pénal et en droit administratif [tel que susvisé], la terminologie de "délégation de pouvoirs" correspond à un véritable concept juridique compte tenu des conditions et des conséquences spécifiques et qui y sont attachées (...), du point de vue civil ou commercial, la délégation se confond le plus souvent avec le mandat »⁵⁰⁸ mais également, depuis la réforme du droit des obligations⁵⁰⁹, avec la représentation⁵¹⁰, ce qui soulève certaines questions sur la façon dont vont s'articuler ces différentes dispositions⁵¹¹. À défaut de précision apportée soit par le législateur lui-même soit par la jurisprudence, il nous semble à ce jour que ces deux

⁵⁰³ CE, 9 février 1977, n° 04774.

⁵⁰⁴ CAA Marseille, 3 avril 2012, "France Télécom", n° 10MA02916. Par dérogation à ce "principe de droit public", une subdélégation de signature par un titulaire d'une délégation de signature serait néanmoins possible « si un texte le prévoit » (V. Tchen, « Ediction de l'acte administratif – Acteurs. Forme. Procédure. », JurisClasseur Administratif, 10 juillet 2016, mise à jour le 6 octobre 2016, §41 et §48).

⁵⁰⁵ Voir notamment : CE, 25 avril 2001, n° 211335 ; CAA Marseille, 3 avril 2012, "France Télécom", n°10MA02916 ; V. Tchen, « Ediction de l'acte administratif – Acteurs. Forme. Procédure. », JurisClasseur Administratif, 10 juillet 2016, mise à jour le 6 octobre 2016, §48.

⁵⁰⁶ Tout en gardant à l'esprit que la subdélégation est soumise à une condition de validité supplémentaire par rapport à une délégation de signature à savoir qu'elle soit émise par le titulaire d'une délégation de pouvoirs et non de signature, tel que susvisé précédemment.

⁵⁰⁷ Voir notamment sur ce point : E. Larcena, A. Elineau, « Pratique des délégations de pouvoirs : règles et évolutions récentes de cet outil de répartition des pouvoirs et reponsabilités », Droit des sociétés n°2, février 2012, étude 4 ; C. Youego, « Délégation de pouvoirs », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428.

⁵⁰⁸ F. Collin, S. Le Damany et J-P. Dom, « Mise en place et suivi des délégations de pouvoirs au sein des sociétés et des groupes », Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire n° 79, janvier-février 2005, p. 7, §16 et §22.

⁵⁰⁹ Issue de l'Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n°0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

⁵¹⁰ Articles 1153 et suivants du Code civil.

⁵¹¹ Voir la remarque en ce sens formulée par : C. Youego, « Délégation de pouvoirs », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428, §1.

ensembles législatifs (mandat et représentation) ne sauraient être analysés comme spécifiques et distincts l'un de l'autre. Lorsque l'on étudie le rapport relatif à la réforme des obligations⁵¹², on y apprend concernant les nouvelles dispositions relatives à la représentation que celles-ci viennent répondre au fait que « *le code civil ne comporte actuellement que des dispositions éparses sur les diverses formes de la représentation (et en particulier le mandat, aux articles 1984 et suivants), sans en définir le cadre général* ». L'affirmation est – selon nous – on ne peut plus claire ! L'idée ayant guidé le législateur est bel et bien de définir le "cadre général" des différentes "formes" de la représentation dont fait partie le mandat. Ainsi, les nouvelles règles énoncées en matière de représentation ont-elles vocation à s'appliquer au mandat ainsi qu'à toute autre forme de représentation. De même, si la représentation devait être analysée comme indépendante du mandat, alors la réforme aurait donné une définition de la représentation afin de justement l'individualiser. À l'évidence, ce n'est pas le cas puisque les dispositions relatives à la représentation ne comportent aucune définition de celle-ci. Bien au contraire on y apprend seulement que le représentant peut être « *légal, judiciaire ou conventionnel* »⁵¹³. Une telle formulation illustre – selon nous – que la représentation a vocation à embrasser toutes les formes existantes dont le mandat qui correspond ni plus ni moins à une représentation "conventionnelle" (la représentation "légale" et "judiciaire" renvoyant selon nous aux diverses formes de représentation existantes en matière d'incapables, de mineurs, etc.).

224. – Par conséquent, l'entité désireuse de mettre en place un système de délégations devra donc choisir parmi les concepts en présence et opter soit, pour une délégation au sens pénal soit, pour une délégation au sens civil, c'est-à-dire relevant du mandat tout en respectant les dispositions générales relatives à la représentation.

225. – En dépit de cette pluralité de concepts, certains auteurs proposent de définir la notion de délégation de façon générale comme « *l'acte par lequel, au sein d'une personne morale, un délégant se dessaisit d'une partie de ses attributions pour les transférer à un délégataire, ce dernier étant dès lors susceptible d'engager sa responsabilité en cas de manquement à une obligation sanctionnée sur le plan pénal dans le cadre de l'exercice de ces nouvelles*

⁵¹² Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 25, NOR : JUSC1522466P.

⁵¹³ Article 1153 du Code civil : « *Le représentant légal, judiciaire ou conventionnel n'est fondé à agir que dans la limite des pouvoirs qui lui ont été conférés* ».

attributions »⁵¹⁴. On comprend alors que la délégation en droit privé répond à une technique contractuelle commune mais aux effets juridiques parfois quelque peu différents selon que l'on se situe sur le plan purement civil ou pénal. Ce sont ces mêmes effets qui permettent de distinguer la délégation pénale de celle au sens civil, puisque seule la première entraîne le transfert de responsabilité pénale du délégant vers le délégataire. D'une manière générale, mises à part certaines exigences à respecter pour qu'une délégation entraîne un tel transfert de responsabilité, les conditions de validité se recoupent parmi les différents concepts en présence.

226. – Conditions de validité – De la même manière que pour la délégation de compétence en droit public, les conditions de validité des délégations – de droit privé – constituent l'objet des vérifications que l'on retrouve dans l'audit juridique réalisé par les opérationnels. Ici encore, le non-respect de ces conditions ferait courir le risque que la contrepartie, au nom et pour le compte de laquelle le signataire agit, ne soit pas valablement engagée au titre de l'opération sur dérivés. Plusieurs conditions de validité doivent être vérifiées.

227. – Conditions tenant au délégant – Concernant le délégant, la condition essentielle à respecter tient à sa qualité, à savoir qu'il doit être l'organe ou la personne physique au sein de l'entreprise qui exerce effectivement les pouvoirs de direction. L'idée ici étant la même que celle pour les délégations de droit public à savoir qu'une délégation ne peut être issue que d'une autorité délégrant une compétence qu'elle détient réellement. Sur ce point, il peut exister certaines spécificités quant à l'identité de l'organe compétent (ou de la personne physique) selon la forme juridique de la société en présence. De même, le législateur prévoit certaines délégations spécifiques entre organes et pour certains actes selon la société concernée. Dans tous ces cas, pour connaître les éventuelles règles spécifiques applicables au délégant de la société signataire, il conviendra aux opérationnels de se référer au régime applicable à la forme juridique de la contrepartie en la matière⁵¹⁵.

⁵¹⁴ E. Larcena, A. Elineau, « *Pratique des délégations de pouvoirs : règles et évolutions récentes de cet outil de répartition des pouvoirs et reponsabilités* », Droit des sociétés n°2, février 2012, étude 4, §1.

⁵¹⁵ Sur ce point, voir les différentes conditions tenant au délégant applicables à différents types de sociétés (SA, SAS, etc.) : C. Youego, « *Délégation de pouvoirs* », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428, §2 et s.

228. – Conditions tenant au délégataire – Concernant le délégataire, celui-ci doit être pourvu de la compétence et de l'autorité nécessaires à l'exercice des missions déléguées⁵¹⁶. Cette condition a une résonance toute particulière en matière pénale, puisqu'elle est nécessaire à la délégation pour que celle-ci opère le transfert de la responsabilité pénale. En effet, « *sauf si la loi en dispose autrement, le chef d'entreprise qui n'a pas personnellement pris part à la réalisation de l'infraction, peut s'exonérer de sa responsabilité pénale s'il rapporte la preuve qu'il a délégué ses pouvoirs à une personne pourvue de la compétence, de l'autorité et des moyens nécessaires* »⁵¹⁷.

229. – Concernant la nature du lien devant unir le délégant et le délégataire, d'une manière générale le délégant et le délégataire peuvent ne pas appartenir à la même société au sein d'un groupe, tant qu'il existe entre eux un lien d'autorité hiérarchique et non un lien de subordination *stricto sensu*⁵¹⁸. En revanche, concernant les délégations au bénéfice de tiers absolus, dépourvus d'un quelconque lien avec la société délégante, la réponse diffère selon que l'on est en présence d'une délégation au sens pénal ou au sens civil. D'un point de vue pénal, « *la délégation à un tiers reste impossible* »⁵¹⁹ à la différence d'une délégation au sens civil. Certains auteurs – tout en mettant en avant le fait que la chambre criminelle semble néanmoins se rallier peu à peu à l'avis de la deuxième chambre civile de la Cour de cassation en admettant les hypothèses de délégation au profit des tiers – rappellent également qu'« *il vaut mieux déléguer les pouvoirs exclusivement aux préposés de la société, et ne consentir aux tiers que de simples mandats (...); les conventions avec les tiers bénéficiaires de ces pouvoirs devraient être claires sur la qualification juridique de l'acte* »⁵²⁰.

230. – Enfin, précisons que l'ancienne version de l'article 1161 du Code civil imposait au représentant – sous peine de nullité – « *de ne pouvoir agir pour le compte des deux parties au contrat ni de contracter pour son propre compte avec le représenté* »⁵²¹. Cette rédaction avait

⁵¹⁶ Cass. crim., 5 févr. 2002, n° 01-81.470, F-D : JurisData n° 2002-013978.

⁵¹⁷ F. Collin, S. Le Damany et J-P. Dom, « *Mise en place et suivi des délégations de pouvoirs au sein des sociétés et des groupes* », Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire n° 79, janvier-février 2005, p. 7, §52.

⁵¹⁸ Cass. crim., 26 mai 1994, n° 93.83-180, PF, inédit : Bull. crim. 1994, n° 208 ; RJDA 1/95, n° 28, 1re espèce.

⁵¹⁹ F. Collin, S. Le Damany et J-P. Dom, *op. cit.*, §56.

⁵²⁰ P. Le Cannu, « *Les précisions apportées par le droit des procédures collectives au régime de la délégation de pouvoirs dans une société* », Bull. Joly 1997, p. 628, §243. Voir également dans le même sens : C. Youego, « *Délégation de pouvoirs* », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428, §11.

⁵²¹ Art. 1161 du Code civil dans sa version antérieure au 1^{er} octobre 2018 issue de l'art. 2 de l'Ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016.

alors soulevé un vif débat sur son périmètre d'application⁵²². Sa nouvelle rédaction précise désormais que cette disposition s'applique seulement en matière de représentation des personnes physiques⁵²³.

231. – Conditions formelles – Bien que la délégation ne soit soumise à aucun formalisme particulier⁵²⁴, celle-ci doit cependant être « certaine et dépourvue d'ambiguïté (...), déterminée, et également précisément délimitée dans son objet, le temps et l'espace [et enfin]

⁵²² Pour rappel, les éléments de ce débat étaient les suivants : l'arrivée de ce nouvel article avait fait courir « le bruit (...) dans les milieux mal informés, qu'il devrait y avoir désormais, en ce compris dans les contrats multilatéraux conclus entre plusieurs personnes, autant de signataires différents que de parties au contrat, une même personne ne pouvant plus représenter "deux parties" » (H. Le Nabasque, « La multi-représentation à l'épreuve du nouvel article 1161 du Code civil », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2016, repère 6). Il est vrai que certains acteurs avaient exprimé leurs doutes quant au périmètre et aux enjeux que recouvrait cette disposition. Des questions avaient été soulevées, d'une part sur le fait de savoir si cet article avait vocation à uniquement s'appliquer aux hypothèses de représentation des personnes physiques ou s'il concernait également les personnes morales représentées, et d'autre part s'il ne visait que les contrats bilatéraux ou également les contrats multilatéraux. On peut noter que des éléments de réponse avaient été proposés par la doctrine. D'abord, « la lettre et l'esprit de l'article 1161 concordent pour lui conférer le spectre d'application le plus étendu. (...) [Mais] il est impossible de dire avec certitude laquelle des deux thèses [ndlr : soit que le droit commun a vocation à s'appliquer partout où le droit des sociétés a laissé des lacunes ; soit que le droit commun n'a pas vocation à s'appliquer là où il existe une réglementation en droit des sociétés, car le silence du législateur sur certains points devant être interprété comme une volonté délibérée de ne pas imposer des règles] l'emporterait devant une juridiction » (R. Mortier, « Conflits d'intérêts : pourquoi et comment appliquer aux sociétés le nouvel article 1161 du Code civil », Droit des sociétés n° 8-9, Aout 2016, étude 11, §6 et §12). Ensuite, « l'application de cet article suppose qu'il existe, dans la figure contractuelle examinée, un risque de conflit d'intérêts entre le ou les représentés ou le représentant et le représenté » (H. Le Nabasque, *op. cit.*). Selon cet auteur, il importerait finalement peu que le champ d'application de cet article englobe les contrats multilatéraux, puisque dans le cas d'un contrat bilatéral « ce risque ne peut raisonnablement exister que si le double représentant défend des intérêts, sinon contradictoires, du moins divergents. (...) [De la même manière concernant les contrats multilatéraux], une seule et même personne ne peut agir pour le compte de toutes les parties à un contrat, ce qui ne l'empêche pas d'agir pour le compte de plusieurs parties au contrat dès lors que les parties qu'il représente n'ont pas d'intérêt divergent à conclure le contrat avec "l'autre partie" » (H. Le Nabasque, *op. cit.*). Bien que l'intérêt commun ne soit pas toujours une notion aisée à circonscrire, cet auteur proposait simplement de vérifier qu'aucune des parties représentées par le même représentant n'acquerrait de droits au détriment des autres, et encore moins le représentant lui-même s'il s'engageait, en outre, en son nom personnel. Ici, l'art. 1161 ne changeait alors rien à l'ancienne pratique de la multi-représentation. Si, à l'inverse, certains représentés ou le représentant lui-même retiraient du contrat un avantage particulier qui ne profitait pas aux autres, ces derniers devaient alors en être informés et autoriser spécialement le représentant, en vertu de ce nouvel article. Malgré ces précisions doctrinales, ces interrogations conservaient un enjeu limité du fait que l'application de l'ancienne version de l'article 1161 du Code civil était de nature supplétive. En effet, son alinéa 2 disposait qu'en cas de non-respect de la règle énoncée « (...) l'acte accompli est nul à moins que la loi ne l'autorise ou que le représenté ne l'ait autorisé ou ratifié ». La double ou multi représentation pouvait donc être autorisée *a priori* ("autorisation") ou *a posteriori* ("ratification").

⁵²³ Art. 1161 du Code civil dans sa version du 1^{er} octobre 2018 issue de l'art. 6 de la loi n°2018-287.

⁵²⁴ Il arrive néanmoins que certaines décisions de justice soumettent les délégations à certaines formalités. À titre d'exemples, on peut citer des arrêts de cour d'appel relatifs aux délégations dans les sociétés par actions simplifiées : CA Paris, 10 déc. 2009 : JurisData n° 2009-016988 ; CA Paris, 3 déc. 2009 : JurisData n° 2009-019935 ; CA Versailles, 24 sept. 2009 : JurisData. Toutes ces décisions sont cités par : C. Youego, « Délégation de pouvoirs », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428, §10 ; n° 2009-379626.

l'acceptation claire du délégataire est une condition de validité de la délégation exigée par la jurisprudence »⁵²⁵.

232. – Recours éventuel à la théorie de l'apparence – Les opérationnels doivent vérifier la réalité de la délégation en présence, et donc ses conditions de validité, car dans l'hypothèse de délégations invalides, seule l'applicabilité de la théorie de l'apparence pourrait permettre d'engager tout de même la contrepartie dans les opérations. Cette théorie permet effectivement « à celui qui se voit opposer la nullité de pallier l'absence de pouvoir du signataire (mandataire apparent) puisqu'elle va permettre d'engager la société (mandant apparent) comme s'il avait eu les pouvoirs nécessaires. L'application de cette théorie est conditionnée à l'apparence d'un mandat et à la croyance légitime du tiers dans son existence »⁵²⁶. D'origine jurisprudentielle, cette théorie a été consacrée par le législateur avec la récente réforme du droit des obligations en matière de représentation⁵²⁷. Ainsi, l'article 1156 al. 1 du Code civil dispose désormais que « l'acte accompli par un représentant sans pouvoir ou au-delà de ses pouvoirs est inopposable au représenté, sauf si le tiers contractant a légitimement cru en la réalité des pouvoirs du représentant, notamment en raison du comportement ou des déclarations du représenté ».

Cela étant, l'application de cette théorie, bien qu'admise, reste limitée⁵²⁸ et il n'est pas rare de voir refusée la croyance légitime au cocontractant professionnel. À titre d'illustration, une cour d'appel a jugé inopposable un cautionnement pour avoir été signé par un signataire dépourvu de pouvoir, et a retenu que « le créancier, professionnel du crédit, n'a pas vérifié la réalité de la délégation de pouvoirs du signataire et ne peut, sur le fondement du mandat apparent, invoquer sa croyance légitime aux pouvoirs d'engager la société, sans vérifier les limites exactes de ces pouvoirs »⁵²⁹. Il est donc fort probable qu'en matière d'opérations sur dérivés, un professionnel tel qu'un prestataire de services d'investissement ne puisse qu'exceptionnellement bénéficier de la théorie de l'apparence. Seule une vérification de la

⁵²⁵ E. Larcena, A. Elineau, « Pratique des délégations de pouvoirs : règles et évolutions récentes de cet outil de répartition des pouvoirs et reponsabilités », Droit des sociétés n°2, février 2012, étude 4, §12.

⁵²⁶ B. Bédaride, S. Pla Busiris, « Conséquences de l'absence de délégations de pouvoirs dans les sociétés commerciales et nécessité de les établir par acte notarié », Bulletin Joly Sociétés n°04, 01 avril 2013, p. 283, §9.

⁵²⁷ On peut notamment lire dans le rapport relatif à la réforme que « dans un souci de sécurité juridique, ce texte [ndlr : art. 1156] prévoit toutefois une exception à cette sanction, en consacrant la théorie de l'apparence développé par la jurisprudence » (Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 25, NOR : JUSC1522466P).

⁵²⁸ Sur ce point voir notamment : D. Gallois-Cochet, « Engagement de la société et mandat apparent », Revue Droit des sociétés n°11, Novembre 2009, comm. 202.

⁵²⁹ CA Orléans, ch. sol., 13 oct. 2006, "GAN Assurance vie c/ SA Intermedia Banque", JurisData n° 2006-321731, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 24, 14 juin 2007, 1759.

validité des délégations est le mieux à même de limiter le potentiel risque de nullité de l'opération.

233. – Cas des subdélégations – À l'instar des délégations relevant du droit public⁵³⁰, les hypothèses de subdélégations intéressent tout particulièrement les opérationnels tant elles concernent ici encore la grande majorité des opérations sur dérivés. La dimension des entreprises et l'optimisation opérationnelle justifient effectivement le recours à un système de subdélégations lorsque les contreparties concluent des opérations sur dérivés.

Concernant la validité de la subdélégation, celle-ci est admise dans son principe – sauf clause contraire de la délégation initiale – mais « *est subordonnée aux conditions générales de toute délégation fixées par la jurisprudence et à certaines conditions particulières qui dépendent notamment de la nature de la subdélégation consentie (délégation au sens pénal ou mandat)* »⁵³¹. Plus exactement, il existe une différence sur le plan pénal et civil quant à la nécessité d'autorisation préalable à la subdélégation. Selon la chambre criminelle de la Cour de cassation, « *l'autorisation n'est pas nécessaire à la validation des subdélégations de pouvoirs, dès lors que celles-ci sont régulièrement consenties et que les subdélégataires sont pourvus de la compétence, de l'autorité et des moyens propres à l'accomplissement de leurs missions. [A l'inverse] la chambre commerciale soumet la subdélégation à l'autorisation préalable du délégant, et exige la conformité de la subdélégation à cette autorisation* »⁵³².

234. – Pour résumer, on vient de voir comment les acteurs s'efforcent de limiter le risque de nullité d'une opération sur dérivés, en s'assurant en amont de la capacité juridique de leur contrepartie et du pouvoir de son signataire. Rappelons également que l'enjeu attaché à la nullité de l'opération tient notamment à l'inefficacité des supports contractuels mis en place entre les parties et – *de facto* – des outils de gestion des risques qu'ils renferment. Parmi ces outils de gestion, nous avons d'abord étudié les techniques de limitation du risque de contrepartie ayant une origine légale (mécanisme de résiliation-compensation et garanties financières), puis celles – relais de ces dernières – mises en place contractuellement entre les parties (conventions-cadres et contrats de collatéralisation).

⁵³⁰ Voir *supra* §221.

⁵³¹ F. Collin, S. Le Damany et J-P. Dom, « *Mise en place et suivi des délégations de pouvoirs au sein des sociétés et des groupes* », Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire n° 79, janvier-février 2005, p. 7, §71.

⁵³² C. Youego, « *Délégation de pouvoirs* », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428, §15.

Ces premiers outils de gestion du risque de contrepartie que nous venons de présenter ont en commun d'être à la libre disposition des parties. A présent, il reste à étudier les techniques de gestion du risque de contrepartie qui sont imposées aux parties en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré.

Titre II

Des techniques imposées aux parties

235. – Au lendemain de la crise financière mondiale de 2008, la Commission européenne a manifesté sa volonté de « rendre les marchés des produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides »⁵³³. A cette fin, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le règlement du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux⁵³⁴, dit règlement "EMIR".

Ce texte européen oblige les parties d'opérations sur dérivés de gré à gré à respecter ou adopter d'importantes mesures de gestion du risque de contrepartie. Alors que les produits dérivés les plus standardisés se voient soumis à la technique de la compensation centrale (chapitre 1), les produits non standardisés sont ciblés par d'autres techniques d'atténuation des risques (chapitre 2).

Chapitre 1 – La technique de la compensation centrale

236. – Le mécanisme de la compensation centrale n'est pas nouveau. Celui-ci consiste dans l'intervention d'une chambre de compensation dans le déroulement ou parfois seulement dans le dénouement d'une opération réalisée sur un marché financier. Comme le rappelle d'ailleurs un auteur, « sur les marchés réglementés de dérivés, il existe des chambres de

⁵³³ Commission des communautés européennes, COM (2009) *op. cit.*

⁵³⁴ Règlement (UE) n°648/2012 dit "EMIR" du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, JOUE n° L201 du 27 juillet 2012, p. 1.

compensation depuis plus d'un siècle »⁵³⁵. Mais le règlement EMIR a introduit une réelle nouveauté en imposant ce mécanisme de compensation au sein du marché des opérations sur dérivés conclus de gré à gré⁵³⁶.

237. – La réglementation de la compensation centrale a commencé à prendre racine avec la directive MiFID de 2003⁵³⁷. Cette première vague réglementaire était cependant portée par un souci de concurrence et d'interopérabilité entre les chambres de compensation (parfois dites "CCP" pour "*Central Clearing Counterparty*"). À l'issue de la crise financière de 2008, une réforme majeure est ensuite intervenue pour imposer la compensation centrale à l'égard des produits dérivés conclus de gré à gré. Concernant ces contrats, les autorités ont en effet estimé que jusqu'alors « *les incitations à recourir aux contreparties centrales ne [s'étaient] pas avérées suffisantes pour garantir la compensation effective au niveau central* »⁵³⁸. Lors du sommet de Pittsburg des 25 et 26 septembre 2009, les membres du G20 ont décidé de soumettre un maximum de produits dérivés de gré à gré à la compensation auprès d'une contrepartie centrale d'ici la fin 2012⁵³⁹. À l'échelle européenne, c'est le Règlement dit EMIR qui – ayant pour but de venir concrétiser les objectifs fixés lors de ce sommet – a introduit cette nouvelle obligation de compensation centrale pour les dérivés de gré à gré. Le texte, adopté le 4 juillet 2012, est entré en vigueur le 16 août 2012. Comme pour tous règlements de l'Union européenne, l'ensemble de ses dispositions sont directement applicables au sein des États membres depuis son entrée en vigueur, sans qu'aucune transposition en droit national n'ait été nécessaire. Les autorités ont néanmoins consenti des délais pour la mise en œuvre d'un certain nombre de dispositions qui devaient être précisées par des normes techniques de réglementation ou d'exécution⁵⁴⁰. L'obligation de compensation centrale – qui constitue pour

⁵³⁵ A. Gaudemet, « *Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux Etats-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement* », Bulletin Joly Bourse n° 05, 1^{er} mai 2011, §14.

⁵³⁶ L'idée étant de faire peu à peu converger le fonctionnement des produits dérivés conclus de gré à gré vers celui des produits dérivés dits réglementés où le risque systémique y est jugé moins important notamment en raison de l'utilisation généralisée du mécanisme de compensation centrale.

⁵³⁷ En ce sens : « *les grandes manœuvres ont commencé dès l'entrée en vigueur de la première mouture de MiFID* » (S. Leboucher, « *Le paysage des CCP à l'épreuve des réglementations* », Revue Banque n° 744, Janvier 2012, p. 28).

⁵³⁸ Règlement EMIR n°648/2012, cons. (13), p. 3.

⁵³⁹ Règlement EMIR n°648/2012, cons. (5), p. 2.

⁵⁴⁰ Pour plus de détails concernant l'entrée en vigueur des différentes normes techniques V. AMF, « *Règlement européen EMIR : Questions-Réponses de la Commission européenne* », version française proposée par l'AMF, Février 2013, I), Question n° 2, p. 2.

beaucoup la « *pierre angulaire de la réforme des dérivés de gré à gré* »⁵⁴¹ – est quant à elle entrée progressivement en application à compter du 21 juin 2016⁵⁴².

238. – Au-delà du bouleversement que représente cette obligation règlementaire dans le paysage des dérivés de gré à gré, nous verrons que l'organisation de la compensation centrale tient désormais une place importante dans la gestion du risque de contrepartie (Section 1). Pour cette raison, il importera enfin de déterminer quelles sont les hypothèses dans lesquelles cette technique de limitation du risque de contrepartie s'applique (Section 2).

Section 1 – L'organisation de la compensation centrale

239. – Depuis l'élaboration de l'obligation de compensation centrale jusqu'à son implémentation, le législateur européen a maintes fois affirmé sa volonté de « *renforcer de manière substantielle la réduction du risque (...) de contrepartie* »⁵⁴³. Or, si ce mécanisme participe assurément à l'atténuation du risque de contrepartie – traditionnellement présent au sein des relations bilatérales propres au marché des dérivés de gré à gré – c'est en raison des effets attachés à l'organisation de la compensation centrale. En effet, l'architecture de la compensation centrale permet d'abord une mutualisation du risque de contrepartie (§1). À cela s'ajoute l'utilisation d'autres techniques de gestion de risques qui viennent renforcer la portée de la compensation centrale (§2).

§1. L'architecture de la compensation centrale

240. – La technique de la compensation centrale fait intervenir différents acteurs : elle repose sur une architecture à plusieurs "étages" avec d'une part, l'interposition de la chambre de compensation (A) et d'autre part, l'intervention de ses adhérents compensateurs (B). Chacun de ces niveaux a son importance et participe à la limitation du risque de contrepartie.

⁵⁴¹ A. Gaudemet, « *Les obligations de négociation et de compensation* », RDBF n°1, Janvier 2013, dossier 2, §1.

⁵⁴² Selon les catégories auxquelles appartiennent les contreparties, l'obligation de compensation centrale prend effet à compter du 21 juin 2016 jusqu'au 21 décembre 2018 (voir : art. 3 du Règlement délégué (UE) n°2015/2205 de la Commission du 6 août 2015 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation, JOUE n° L314 du 01/12/2015, p. 17).

⁵⁴³ Règlement EMIR n° 648/2012, cons. n° 9, p. 2.

A. Interposition de la chambre de compensation

241. – Architecture "multilatéralisée" – Le marché des dérivés de gré à gré se caractérise par des rapports contractuels bilatéraux. Ainsi, classiquement, les deux contreparties d'une opération sur dérivés contractent directement entre elles. La technique de la compensation centrale bouleverse ce schéma puisqu'elle va venir "multilatéraliser" cette architecture bilatérale.

Plus précisément, une contrepartie centrale va venir s'"intercaler" entre les deux contreparties initiales aux fins de centraliser l'opération. Par cette interposition, la chambre de compensation devient la seule contrepartie vis-à-vis de chaque partie initiale qui n'auront plus aucun lien juridique entre elles. Ainsi, la relation contractuelle initiale va se "transformer" en deux relations contractuelles totalement indépendantes l'une de l'autre.

Par ailleurs, la compensation centrale impose l'intervention de membres compensateurs (aussi dits "adhérents"). En effet, la chambre de compensation n'entre pas en relation directe avec chacune des contreparties initiales (aussi dite "finales"). Seuls les adhérents compensateurs peuvent traiter avec une contrepartie centrale. Compte tenu de cette contrainte, deux architectures sont donc possibles : soit la contrepartie finale est également adhérent compensateur auprès de la chambre de compensation concernée et peut donc traiter pour son propre compte l'opération soumise à l'obligation de compensation ; soit la contrepartie finale n'est pas adhérent compensateur et doit donc recourir aux services d'un membre compensateur (souvent désigné sous le terme de "*clearing broker*").

242. – Débat doctrinal sur la nature de l'intervention – On comprend aisément que l'interposition de la chambre de compensation entre les deux contreparties initiales modifie l'architecture bilatérale traditionnelle. Il est en revanche moins évident de déterminer la nature juridique de cette intervention. À dire vrai, la qualification de cette intervention est depuis longtemps au cœur d'un débat doctrinal.

243. – Si l'on devait se risquer à schématiser ce débat, on dirait qu'il y a d'une part, les partisans de l'idée selon laquelle l'intervention de la chambre de compensation relève d'une interposition juridique et d'autre part, ceux qui contestent cette interposition au profit d'autres mécanismes. Au titre de ces autres mécanismes, on peut notamment citer le Professeur

Roussille qui analyse le mécanisme de la compensation multilatérale comme une technique de liquidation conventionnelle⁵⁴⁴.

Parmi ceux qui soutiennent la théorie de l'interposition, on distingue plusieurs courants. Ainsi, certains auteurs estiment que l'intervention de la contrepartie centrale résulterait d'une interposition par cession d'obligations⁵⁴⁵, tandis que d'autres émettent l'hypothèse d'une interposition par des mécanismes de substitution de personnes telles que la subrogation, la délégation ou la substitution par novation⁵⁴⁶. Cette dernière thèse dite de la novation a été relativement bien accueillie par la pratique et mérite que l'on s'y attarde quelque peu.

244. – Thèse de la novation – Des auteurs expliquent l'intervention de la chambre de compensation par le procédé de la novation⁵⁴⁷. Pour certains⁵⁴⁸, il s'agirait plus exactement d'une "double novation" par changement de créancier et débiteur, de telle sorte que « *la chambre de compensation s'engagerait en qualité de débiteur envers l'adhérent acheteur aux lieu et place de l'adhérent vendeur à livrer et à régler les marges, et envers l'adhérent vendeur aux lieu et place de l'adhérent acheteur à payer le prix et à verser les marges* »⁵⁴⁹. Pour d'autres⁵⁵⁰, il s'agirait plutôt d'une "triple novation" par changement – là encore – de créancier et de débiteur mais également par changement d'objet.

La théorie générale de la novation correspond au schéma adopté par un certain nombre de chambres de compensation⁵⁵¹, à l'instar de la contrepartie centrale française *LCH.Clearent SA*

⁵⁴⁴ En ce sens : « *La compensation multilatérale permet de réaliser la volonté des participants de dénouer leur rapport de manière collective. Pour acquérir une portée juridique, elle doit être organisée dans un cadre conventionnel. Dans les systèmes ne reposant pas sur l'intervention d'un prestataire, une convention-cadre multipartite de règlement prévoit les règles générales applicables aux systèmes et à l'opération. Lorsqu'un prestataire intervient, chaque participant conclut une convention-cadre bilatérale avec celui-ci. L'aspect collectif de l'opération s'exprime alors à chaque fois qu'elle est réitérée, lors des actes d'applications* ». – M. Roussille, Thèse préc., §553, p. 244.

⁵⁴⁵ Sur cette théorie voir : M. Roussille, Thèse préc., §99 et s., p. 57 et s.

⁵⁴⁶ Sur ces théories voir : M. Roussille, Thèse préc., §118 et s., p. 65 et s.

⁵⁴⁷ Voir notamment : C. Merkin et B. de Saint-Mars, « *La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières* », RDBB, mars-avril 1992, §42, p. 70 ; P. Goutay, « *Le transfert de propriété des titres cotés* », Thèse, Université Paris XI, 1997, §323 et 324, p. 409 et s. et §337 p. 427 ; I. Riassetto, « *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF* », Thèse, Université Strasbourg III, 1999, §196 et s., p. 137.

⁵⁴⁸ T. Bonneau et F. Drummond, « *Droit des marchés financiers* », 2ème Edition, Economica, 2005, §859, p.665.

⁵⁴⁹ Anne-Claire Rouaud, « *Retour sur la nature de l'intervention de la chambre de compensation : garante ou contrepartie centrale ?* », RTDF n°3, 2010, Chronique Régulation des marchés, p. 142, §5.

⁵⁵⁰ Voir notamment : H. de Vauplane et J-P. Bornet, « *Droit des Marchés Financiers* », Litec, 3ème édition, 2001, §159-2, p. 36 ; J-J Daigre et H. de Vauplane, « *Règles de fonctionnement de Clearent – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation* », Banque et Droit, mai-juin 2001, §77, p. 37.

⁵⁵¹ Pour plus de détails voir : M. Roussille, Thèse préc., §148 à §152, p. 77 à 79.

qui fait explicitement référence à ce procédé juridique au sein de ses "rulebook" pour expliquer la nature de l'intervention de la chambre⁵⁵².

245. – Bien que cette thèse de la novation présente des intérêts évidents⁵⁵³, il n'en demeure pas moins qu'un certain nombre d'arguments ont pu être soulevés afin d'en contester la pertinence⁵⁵⁴. Forts de ces critiques, certains auteurs ont proposé d'expliquer l'intervention de la chambre de compensation également par l'idée d'une interposition juridique, mais cette fois-ci en tant que notion autonome.

246. – Thèse de l'interposition comme notion autonome – La notion d'interposition juridique traduit l'idée que la compensation centrale entraîne un changement de contractants, la chambre de compensation devenant la contrepartie directe des adhérents compensateurs. Pour autant, ce changement de contractants n'est pas expliqué par le mécanisme de la novation mais par un mécanisme autonome : « *le mécanisme civiliste qui sous-tend ce changement de contractant reste inconnu en droit positif même si les règles de la chambre de compensation financière française consacrent la novation. La notion d'interposition doit donc s'entendre comme la figure du changement de contractant* »⁵⁵⁵. L'interposition juridique deviendrait ainsi en tant que nouvelle notion juridique autonome⁵⁵⁶.

247. – À dire vrai, un certain nombre d'arguments⁵⁵⁷ peuvent jouer en faveur de cette théorie, car ils étayaient l'originalité de la compensation centrale qui se présente bien comme une

⁵⁵² Le "rulebook" de LCH CLearnet SA précise ainsi que « *dès l'enregistrement, il y a novation. Du fait de cette novation, LCH.Clearnet SA devient la contrepartie de l'adhérent compensateur et devient titulaire des droits et obligations résultant de la transaction enregistrée au nom de l'adhérent compensateur* » (Règles de la Compensation, LCH.Clearnet SA, Version française du 3 février 2017, art. 1.3.2.1, p. 21 - https://www.lch.com/system/files/media_root/LCH%20SA%20Rulebook%20Fr.pdf).

⁵⁵³ Pour une présentation de ces intérêts voir : M. Roussille, Thèse préc., 2006, §152 et s., p. 79 et s.

⁵⁵⁴ Pour une présentation de ces arguments en défaveur de la théorie de la novation, voir notamment : Anne-Claire Rouaud, « *Retour sur la nature de l'intervention de la chambre de compensation : garante ou contrepartie centrale ?* », RTDF n°3, 2010, Chronique Régulation des marchés, p. 144, §6 ; A. Brulé, « *L'interposition des tiers dans le contrat* », Thèse, Université Paris II Panthéon-Assas, Juillet 2017, §54, p. 68 ; M. Roussille, Thèse préc., §157 et s., p. 81 et s.

⁵⁵⁵ A. Brulé, Thèse préc., §158, p. 201.

⁵⁵⁶ L'une des conséquences de cette théorie – parmi d'autres – est notamment la qualité de "partie" octroyée à la chambre de compensation, dont il s'ensuit l'idée que la compensation centrale est en réalité une compensation bilatérale et que le terme de "compensation multilatérale" souvent employé pour décrire la technique de compensation centrale est un abus de langage. En ce sens : « (...) *il s'agit de l'introduction d'une contrepartie centrale dans les liens de droit résultant de l'enregistrement d'une transaction financière. La compensation multilatérale est donc un abus de langage puisque la condition de réciprocité est rétablie par l'octroi du qualificatif de contrepartie centrale aux chambres de compensation. La compensation opérée sur les marchés financiers est donc une compensation bilatérale* » (A. Brulé, Thèse préc., §158, p. 201).

⁵⁵⁷ Pour une étude des arguments en faveur de l'acceptation de l'interposition juridique comme notion autonome voir notamment : A. Brulé, Thèse préc..

véritable "technique spécifique"⁵⁵⁸. On peut d'ailleurs relever que même le très respecté Doyen Carbonnier semblait enclin à cette conception "autonomiste", puisqu'il estimait concernant les chambres de compensation qu'« *elles n'utilisent point le moule juridique des articles 1289 et suiv. [ndlr : mécanisme de la compensation] (...). Elles se sont détachées de la compensation et forment aujourd'hui des institutions autonomes* »⁵⁵⁹. Plus encore, un certain nombre d'éléments du droit positif semble accréditer cette théorie.

248. – État du droit positif – Le législateur français se contente de qualifier de "contractuelles" les relations juridiques entre la chambre et ses adhérents compensateurs⁵⁶⁰ et ne définit les contreparties centrales que par renvoi au texte du règlement EMIR⁵⁶¹. Or le texte européen définit une contrepartie centrale comme « *une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur* »⁵⁶².

249. – Le renvoi opéré par notre législateur sonne comme un aveu d'adhésion à la conception européenne sur la nature de l'intervention des contreparties centrales. Or, il est seulement indiqué ici de façon laconique que la chambre de compensation "s'interpose" entre les contreparties. Rien n'est cependant précisé sur la "forme" d'interposition dont il est question. Dès lors, ce laconisme peut légitimement être compris comme accréditant l'idée que le changement de contractant opéré par la compensation centrale est le résultat d'une interposition dans sa conception autonomiste (telle que susvisée).

250. – Effets de l'interposition – Que l'on retienne ou non la théorie autonomiste de l'interposition, le droit positif fait référence à la notion d'interposition pour définir les chambres de compensation. Or, l'interposition de la contrepartie centrale est essentielle car elle constitue la principale technique assurant *in fine* l'atténuation du risque de contrepartie⁵⁶³ : grâce à elle, les parties ne seront plus exposées au risque de contrepartie entre

⁵⁵⁸ Formule employée par : Hubert de Vauplane, « *Brefs propose sur le concept de chambre de compensation en bourse* », Bulletin Joly Bourse n°4, 01 juillet 1994, p. 358, II), §9.

⁵⁵⁹ J. Carbonnier, « *Droit Civil – Les obligations* », t. IV, PUF, 1992, p. 608.

⁵⁶⁰ Art. L. 440-2 du Code Monétaire et Financier : « *Les relations entre une chambre de compensation et ses adhérents sont de nature contractuelle* ».

⁵⁶¹ Art. L. 440-1, al. 1 du CMF : « *Les chambres de compensation sont les contreparties centrales définies au 1 de l'article 2 du règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* ».

⁵⁶² Règlement EMIR n° 648/2012, art. 2, 1), p. 14.

⁵⁶³ Précisons que l'atténuation du risque de contrepartie est un des avantages découlant de l'interposition de la chambre de compensation. À titre d'illustration, un auteur explique qu'aux côtés de cette limitation du risque de

elles et le défaut de l'une des parties n'affectera plus l'autre contrepartie⁵⁶⁴. Ainsi, le risque de contrepartie existant initialement au titre de l'opération bilatérale est-il "neutralisé"⁵⁶⁵. Plus exactement encore, ce risque de contrepartie initial va se "fractionner" pour se répartir au sein du système de compensation. L'intervention des différents acteurs nécessaires au processus de compensation (c'est-à-dire la chambre de compensation et ses adhérents) va en effet assurer une mutualisation du risque de contrepartie. Nous verrons néanmoins que cette mutualisation va se "ventiler" différemment selon le modèle d'adhésion applicable au sein de la contrepartie centrale donnée.

251. – Si l'interposition juridique de la contrepartie centrale est le point de départ de la limitation du risque de contrepartie, on comprend également que c'est l'intervention de ses adhérents compensateurs – selon le modèle d'adhésion retenu – qui assure *in fine* la mutualisation du risque de contrepartie.

B. Intervention des adhérents compensateurs

252. – Conditions d'adhésion – La compensation centrale nécessite l'intervention d'adhérents compensateurs. Il s'agit d'entreprises « admise[s] par la chambre de compensation et autorisée[s] à soumettre des transactions pour enregistrement »⁵⁶⁶. Chaque adhérent compensateur est effectivement chargé d'enregistrer auprès d'une chambre d'enregistrement l'opération soumise à la compensation. Le règlement EMIR précise

contrepartie, la technique de la compensation centrale présente également l'avantage de simplifier les flux entre les parties en liquidant l'ensemble des opérations et en dégageant le règlement d'un solde net unique ; mais aussi que cette technique participe à la transparence du marché en ce qu'une chambre de compensation – en sa qualité de contrepartie centrale – connaît l'ensemble des expositions des parties sur le marché. En ce sens : A. Gaudemet, « *Les obligations de négociation et de compensation* », RDBF n°1, Janvier 2013, dossier 2, §4.

⁵⁶⁴ Un auteur explique en ce sens que si une contrepartie centrale offre « *une assurance contre le risque de contrepartie [c'est parce qu'elle] transforme le contrat bilatéral entre l'acheteur et le vendeur (...) en deux contrats avec la CCP. Si l'une des deux parties fait défaut, la CCP remplit ses obligations* » (B. Biais, « *La compensation centralisée crée-t-elle plus de risques qu'elle n'en assure ?* », Revue Banque n°781, février 2015, p. 40). Nous verrons un peu plus loin dans nos développements que cette présentation se nuance quelque peu selon le modèle d'adhésion applicable au sein de la contrepartie centrale.

⁵⁶⁵ En ce sens : « *La mise en œuvre d'une obligation de compensation centrale permet ainsi aux parties aux contrats dérivés OTC de neutraliser le risque de contrepartie qu'elles ont l'une envers l'autre* » (H. Ekué et L. Vincent, « *Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les premières ISDA Client Clearing Opinions* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2015, étude 1, §16).

⁵⁶⁶ Formule issue des Règles de la Compensation, LCH.Clearnet SA, Version française du 3 février 2017, Art. 2.1.1.3, p. 32 – https://www.lch.com/system/files/media_root/LCH%20SA%20Rulebook%20Fr.pdf.

également qu'un adhérent est une « *entreprise qui participe à une contrepartie centrale et qui est tenue d'honorer les obligations financières résultant de cette participation* »⁵⁶⁷.

Comme « *les relations entre une chambre de compensation et ses adhérents sont de nature contractuelle* »⁵⁶⁸, chaque contrepartie centrale définit au sein de ses *rulebook* ses propres conditions d'adhésion. Chaque adhérent compensateur devra donc respecter ces conditions pour pouvoir être accepté par la chambre de compensation. À ces conditions contractuelles – propres à chaque chambre – s'ajoute néanmoins une condition négative (c'est-à-dire une restriction) posée par la loi, quant à la qualité de ceux autorisés à devenir adhérents. Ainsi, seulement certaines personnes morales ont la possibilité de devenir membre compensateur⁵⁶⁹.

253. – Modèles d'adhésion – Au-delà des conditions d'adhésion imposées aux adhérents, il existe deux modèles d'adhésion. Une contrepartie centrale peut ainsi appliquer l'« *agency model* » ou le « *principal-to-principal model* ».

254. – Modèle "Agency" – Le modèle dit "*agency*", qui constitue le modèle principalement utilisé aux Etats-Unis d'Amérique, repose sur l'existence d'un lien direct entre la chambre de compensation et la contrepartie finale. L'adhérent compensateur ne joue ici qu'un rôle d'intermédiaire transparent entre la chambre et les parties aux transactions. Il agit « *au nom et pour le compte de son client en concluant un contrat dérivé OTC avec la CCP* »⁵⁷⁰ mais aucun dérivé n'est conclu entre son client et lui. L'adhérent compensateur va néanmoins

⁵⁶⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 2, 14), p. 15.

⁵⁶⁸ Art. L. 440-2 du Code Monétaire et Financier.

⁵⁶⁹ Art. L. 440-2 du Code Monétaire et Financier : « *Seuls peuvent adhérer aux chambres de compensation : 1. Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ayant leur siège social en France ainsi que les succursales établies sur le territoire français d'établissements de crédit ayant leur siège social ou, à défaut de siège social, leur direction effective dans un État qui n'est ni membre de l'Union européenne ni partie à l'accord sur l'Espace économique européen ; 2. Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ayant leur siège social ou, à défaut de siège social, leur direction effective dans un État membre de l'Union européenne ou dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen autre que la France ; 3. Les personnes morales dont les membres ou associés sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes et engagements, à condition que ces membres ou associés soient des établissements ou entreprises mentionnés aux 1 et 2 ci-dessus ; 4. Les personnes morales ayant leur siège social en France métropolitaine ou dans les départements d'outre-mer ou du Département de Mayotte ou à Saint-Barthélemy ou à Saint-Martin et dont l'objet principal ou unique est la compensation d'instruments financiers ; 5. Dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les établissements de crédit, et les entreprises d'investissement, autres que ceux mentionnés aux 1 et 2, ainsi que les personnes morales ayant pour objet principal ou unique l'activité de compensation d'instruments financiers qui ne sont pas établis sur le territoire de la France métropolitaine ou des départements d'outre-mer ou du Département de Mayotte ou à Saint-Barthélemy ou à Saint-Martin ; 6. Les organisations ou organismes financiers internationaux, les autres organismes publics ainsi que les entreprises contrôlées opérant sous garantie d'un Etat, qui ne sont pas des personnes mentionnées aux 1 à 5, désignés sur une base individuelle ou par catégorie par un arrêté du ministre chargé de l'économie, ainsi que les banques centrales (...) ».*

⁵⁷⁰ H. Ekué et L. Vincent, « *Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les périmètres ISDA Client Clearing Opinions* », RDBF n° 1, Janvier 2015, étude 1, §9.

« se porter garant auprès de la CCP de la bonne exécution par son client de ses obligations »⁵⁷¹.

255. – Ce modèle d’adhésion emporte certaines conséquences quant à l’exposition au risque de contrepartie. Le client de l’adhérent compensateur – étant censé être la contrepartie directe de la chambre de compensation – est exposé au risque de contrepartie attaché à la chambre. Le risque se concentre vis-à-vis de la chambre de compensation et n’implique pas l’adhérent compensateur (ce dernier ayant seulement agi au nom et pour le compte de celle-ci)⁵⁷².

On pourrait penser symétriquement, que les adhérents compensateurs sont soustraits au risque de contrepartie (tant à l’égard de la chambre de compensation qu’à celui de leurs clients) puisqu’ils n’ont pas de qualité de contrepartie directe. Cependant, étant garants vis-à-vis de la contrepartie centrale de la bonne exécution par ses clients de ses obligations, les membres compensateurs sont finalement exposés au risque de contrepartie de leur client⁵⁷³.

256. – **Modèle "principal"** – Le modèle dit "*principal-to-principal*" est diamétralement opposé au modèle "agency" puisque l’adhérent compensateur est au contraire la contrepartie directe de son client ainsi que de la chambre de compensation. Dès lors, il n’existe aucun lien direct entre la contrepartie finale et la chambre de compensation. Prennent place ici deux relations contractuelles totalement indépendantes – mais nécessairement « *symétriques* »⁵⁷⁴ – avec d’un côté, la relation entre la chambre de compensation et l’adhérent compensateur et, de l’autre, celle entre l’adhérent et son client.

257. – Le modèle *principal-to-principal* emporte certaines conséquences quant à l’exposition au risque de contrepartie.

⁵⁷¹ H. Ekué et L. Vincent, « *Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les périmètres ISDA Client Clearing Opinions* », RDBF n° 1, Janvier 2015, étude 1, §9.

⁵⁷² En ce sens : « *Dans un modèle "agency", le client devrait en principe uniquement être exposé au risque de défaillance de la CCP qui sera sa contrepartie juridique directe aux contrats dérivés OTC compensés* » (H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §22).

⁵⁷³ En ce sens : « *Si dans un modèle "agency" la situation de l’adhérent compensateur semble a priori plus confortable, celui-ci ne faisant que représenter juridiquement son client dans ses rapports avec la CCP, l’adhérent compensateur n’en demeure pas moins garant vis-à-vis de la CCP de la bonne exécution par son client de ses obligations. L’adhérent compensateur restera, par conséquent, exposé au risque de défaillance de celui-ci.* » (H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §21).

⁵⁷⁴ H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §12.

Les adhérents compensateurs apparaissent ici "doublement" exposés au risque de contrepartie, tant vis-à-vis de la chambre de compensation que de leurs clients. Cela résulte en effet de leur qualité de contrepartie directe de part et d'autre du processus de compensation⁵⁷⁵.

L'interposition des adhérents au titre du modèle "*principal-to-principal*" conduit – de la même manière – leurs clients (contreparties finales) à être doublement exposés au risque de contrepartie : chaque client est exposé, d'une part au risque de voir sa contrepartie directe – l'adhérent compensateur – faire défaut et, d'autre part au risque de défaillance de la chambre de compensation dans l'exécution de ses obligations de compensation centrale⁵⁷⁶. Cette seconde exposition est certes médiante et non directe. Mais les deux relations juridiques opérées par le modèle "principal" demeurant symétriques (bien que distinctes), la réalisation du risque de contrepartie au titre de l'opération entre la chambre de compensation et l'adhérent compensateur aurait nécessairement un effet par "ricochet" sur celle entre l'adhérent et son client.

258. – Le modèle "*principal*" est aujourd'hui le modèle le plus largement retenu en Europe pour la compensation des dérivés de gré à gré⁵⁷⁷.

259. – Qualification juridique de l'intervention des adhérents – Les modèles de compensation centrale décrits, il convient désormais de s'interroger sur la qualification juridique que peut recouvrir l'intervention d'un adhérent compensateur au titre de chacun de ces modèles d'adhésion.

260. – Concernant d'abord le modèle "*agency*", la plupart des auteurs estiment que l'intervention d'un adhérent compensateur s'analyserait « *en droit français comme un contrat*

⁵⁷⁵ En ce sens : « (...) dans un modèle "*principal-to-principal*", les adhérents compensateurs (...) seront ainsi exposés, du moins en théorie, à un double risque de contrepartie, celui lié au risque de défaillance de la CCP dans l'exécution de ses obligations de compensation centrale, et celui que le client ne soit plus en mesure d'exécuter ses obligations au titre des contrats dérivés OTC compensés, ou de satisfaire les appels de marge qui lui sont adressés » (H. Ekué et L. Vincent, « Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les périmètres ISDA Client Clearing Opinions », RDBF n° 1, Janvier 2015, étude 1, §20).

⁵⁷⁶ En ce sens : « Dans un modèle "*principal-to-principal*", nous avons vu qu'un adhérent compensateur viendra s'interposer juridiquement entre le client et la CCP. Le client sera par conséquent exposé à un double risque de contrepartie, celui lié au risque de défaillance de la CCP dans l'exécution de ses obligations de compensation centrale, mais également celui lié au risque de défaillance de son adhérent compensateur » (H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §22).

⁵⁷⁷ En ce sens : « Le modèle "*principal-to-principal*" est aujourd'hui le modèle le plus largement retenu pour la compensation des contrats dérivés OTC en Europe » (H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §12).

de mandat, au sens de l'article 1984 du Code civil »⁵⁷⁸. Il est certain que l'engagement de l'adhérent compensateur au nom et pour le compte de son client rappelle la figure juridique du mandat en droit français⁵⁷⁹.

261. – Concernant ensuite le modèle "*principal*", on distingue deux approches doctrinales quant à la nature juridique de l'intervention du membre compensateur.

Pour certains, l'adhérent intervient ici en « *qualité de commissionnaire (...) car l'adhérent commissionnaire est tenu d'une dette qui lui est propre* »⁵⁸⁰. L'engagement personnel de l'adhérent est d'ailleurs expressément reconnu par notre législateur national qui précise que « *dans tous les cas, les membres adhérents d'une chambre de compensation s'engagent à remplir, vis-à-vis de la chambre de compensation, l'intégralité des obligations découlant des transactions inscrites au nom des tiers dans leurs comptes* »⁵⁸¹. Au-delà de cet engagement personnel, la qualité de commissionnaire implique que l'adhérent compensateur agit – certes – en son nom propre mais néanmoins pour le compte de son client. Or, ce dernier élément est justement celui sur lequel repose une proposition alternative de qualification.

On a vu dans le modèle "*principal*" que le membre compensateur est la contrepartie directe de la chambre de compensation, cette dernière n'ayant aucun lien avec le client de l'adhérent. Par conséquent, des auteurs estiment que dans ce modèle « *l'adhérent compensateur s'interpose juridiquement entre la CCP et le client* »⁵⁸². La notion – là encore autonome – d'interposition juridique sert donc à expliquer la nature de l'intervention du membre compensateur (à l'instar de ce que l'on a vu précédemment pour l'intervention de la contrepartie centrale). La conséquence de cette approche est que le modèle "*principal*" ne pourrait donc pas s'analyser comme reposant sur un contrat de commission où l'adhérent

⁵⁷⁸ H. Ekué et L. Vincent, « *Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les périmètres ISDA Client Clearing Opinions* », RDBF n° 1, Janvier 2015, étude 1, §10. En ce sens également : « *D'autres États (...) connaissent (...) le modèle dit "agency" par lequel l'intermédiaire, adhérent à la chambre de compensation (...) s'engage généralement dans les termes d'une relation juridique voisine du mandat de droit français* » (S. Praicheux, « *Le traitement juridique des garanties financières, entre restrictions et innovations* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, §27, p. 631).

⁵⁷⁹ L'idée ayant conduit à retenir la qualification du mandat tient au fait qu'il s'agit de la forme la plus connue et développée de représentation parfaite. Or, l'intervention de l'adhérent compensateur sous modèle "*agency*" correspond à l'hypothèse d'une représentation parfaite telle que récemment consacrée par le Code civil à son article 1154. Concernant les auteurs entendant le mandat comme un contrat de représentation, voir : Ph. Malaurie, L. Aynès et P.-Y. Gautier, « *Les contrats spéciaux* », Defrénois, 3^e éd. 2007, n° 530, p. 275 ; P.-H. Antonmattéi et J. Raynard, « *Droit civil. Contrats spéciaux* », Litec, 5^e éd. 2007, n° 454, p. 341 ; A. Bénabent, « *Les contrats spéciaux civils et commerciaux* », Domat-Montchrestien, 7^e éd. 2006, n° 620, p. 421 ; Fr. Collart-Dutilleul et Ph. Delebecque, « *Contrats civils et commerciaux* », Dalloz, coll. Précis, 7^e éd. 2007, n° 630, p. 525 ; J. Huet, « *Les principaux contrats spéciaux* », LGDJ, 2^e éd. 2001, n° 31100, p. 1065 ;).

⁵⁸⁰ S. Praicheux, *op. cit.*, §27, p. 631.

⁵⁸¹ Art. L.440-6 du Code monétaire et financier.

⁵⁸² H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §12.

agirait pour le compte de son client. En effet, par cette interposition juridique, l'adhérent compensateur devient une contrepartie à part entière, agissant en son nom propre mais également – et surtout – pour son propre compte⁵⁸³. Les partisans de cette approche distinguent par conséquent non pas deux mais trois modèles d'adhésion. Aux côtés des traditionnels modèles "agency" (analysé comme mandat) et "principal" (analysé comme interposition juridique), on trouverait un modèle dit de "commission" utilisé en France notamment pour la compensation des contrats dérivés règlementés⁵⁸⁴.

262. – Quel que soit le schéma retenu, l'architecture du système de compensation centrale limite le risque de contrepartie. En effet, l'interposition de la contrepartie centrale permet d'abord de fractionner le risque de contrepartie initial au titre de l'opération bilatérale et de le transférer au sein du processus de compensation centrale. Au cours de ce processus, c'est l'intervention des adhérents compensateurs – selon le modèle d'adhésion en présence – qui va par la suite assurer la répartition, la mutualisation du risque de contrepartie entre les différents acteurs de la compensation (clients, adhérents et chambre).

263. – L'efficacité de la compensation centrale quant à l'atténuation du risque de contrepartie ne se limite pas à une mutualisation de ce risque entre les acteurs de la compensation. Une fois ce risque mutualisé, chaque acteur reste – malgré tout – plus ou moins exposé au risque de contrepartie propre à sa situation au sein du système de compensation centrale. Pour cette raison, l'utilisation de divers outils "internes" (c'est-à-dire propre au fonctionnement de la compensation centrale) vient ensuite prendre le "relais" en assurant une meilleure gestion de l'exposition au risque de contrepartie mutualisé.

⁵⁸³ Toujours selon cette conception, l'adhérent conclut certes des contrats distincts pour son propre compte mais ceux-ci restent « symétriques ». Voir en ce sens : H. Ekué et L. Vincent, « Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les périmètres ISDA Client Clearing Opinions », RDBF n° 1, Janvier 2015, étude 1, §12.

⁵⁸⁴ En ce sens : « (...) le modèle "agency" (...) s'analysera en droit français comme un contrat de mandat (...). Il convient par ailleurs de distinguer le modèle "agency" du modèle de "commission". Dans un modèle de compensation dit de "commission", l'Adhérent Compensateur agit bien auprès de la CCP en son nom propre, mais pour le compte du Client qu'il représente. Ce dernier modèle repose sur un rapport de commettant à commissionnaire, au sens de l'article L.132-1 du Code de commerce, entre le Client et l'Adhérent Compensateur. Il s'agit du modèle utilisé en France pour la compensation des contrats dérivés réglementés. (...) Dans le modèle "principal-to-principal", l'adhérent compensateur s'interpose juridiquement entre la CCP et le client. (...) il (...) suppose l'interposition juridique (...) » (H. Ekué et L. Vincent, *op. cit.*, §9 et s.).

§2. Les renforts à la compensation centrale par des techniques de gestion des risques

264. – La mise en œuvre de la compensation centrale implique le respect de certaines règles de fonctionnement. Au titre de ces règles, on y trouve l'utilisation – aux différents niveaux du processus de compensation – d'outils internes dont l'objet est d'assurer une meilleure gestion des risques en présence. Parmi eux, certains viennent tout particulièrement renforcer l'efficacité de la compensation centrale sur l'atténuation du risque de contrepartie, à l'instar notamment du recours au collatéral (A) et à la ségrégation (B).

A. Le recours au collatéral

265. – Technique du collatéral – On sait que les parties à une opération – bilatérale – sur dérivés de gré à gré – peuvent décider de recourir à des contrats de collatéralisation⁵⁸⁵. Cette technique du collatéral est également reprise en matière de compensation centrale, en vue de maîtriser l'exposition au risque de contrepartie au sein du système de compensation centrale.

266. – Bien que la réglementation EMIR appréhende le collatéral essentiellement au niveau de la contrepartie centrale, le recours au collatéral se fait de part et d'autre du système de compensation centrale. Ainsi, le collatéral est utilisé entre la chambre de compensation et ses membres compensateurs, mais également entre les adhérents compensateurs et leurs clients (selon le modèle d'adhésion applicable). Quel que soit le niveau où intervient l'échange du collatéral, le principe reste *in fine* le même. Il faut néanmoins comprendre qu'entre l'adhérent compensateur et le client, le collatéral est échangé conformément à la documentation contractuelle négociée entre eux. Dès lors, tout l'enjeu pour le client sera de réussir à négocier que l'adhérent compensateur indexe – plus ou moins – l'échange de collatéral sur celui qui lui est demandé au niveau de la contrepartie centrale, afin de ne pas fournir plus de collatéral que ce que l'adhérent doit lui-même fournir à la chambre.

267. – Echange du collatéral – Le texte européen prévoit que « *les contreparties centrales imposent, appellent et collectent des marges auprès de leurs membres compensateurs (...) afin de limiter leurs expositions de crédit* »⁵⁸⁶. Plus précisément encore, ces marges

⁵⁸⁵ Voir *supra* §147 et s.

⁵⁸⁶ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 41, §1, p. 37.

permettront à la chambre de compensation de « *couvrir le risque découlant des positions inscrites sur chaque compte* »⁵⁸⁷ tenu par les adhérents compensateurs.

268. – Les modalités pratiques de l'échange du collatéral ne sont pas détaillées par le règlement EMIR. Chaque contrepartie centrale détermine ainsi les règles applicables à ces échanges (fréquence, montants, calcul, etc.). Le texte européen impose néanmoins un niveau de couverture *a minima* concernant le collatéral. Il indique que les marges doivent être « *suffisantes pour couvrir les expositions potentielles (...) [qui] surviendront jusqu'à la liquidation des positions correspondantes (...) [et] suffisantes pour couvrir les pertes résultant (...) de la variation des expositions* »⁵⁸⁸.

269. – Concernant la nature de ce collatéral échangé, le législateur européen précise également que les contreparties centrales ne peuvent accepter que « *des garanties (collateral) très liquides comportant un risque de crédit et de marché minimal pour couvrir leur exposition initiale et présente vis-à-vis des membres compensateurs* »⁵⁸⁹. Plusieurs types de collatéral sont visés par le texte européen comme pouvant être considérés comme "très liquides" dont notamment « *le collatéral en espèces* »⁵⁹⁰, « *les instruments financiers, les garanties bancaires et l'or* »⁵⁹¹.

270. – Une fois le collatéral reçu, les chambres de compensation doivent valoriser « *le collatéral qu'elles détiennent au prix du marché en temps quasi-réel [et] lorsque ce n'est pas possible, [d'être] en mesure de prouver aux autorités compétentes qu'elles sont capables de gérer les risques* »⁵⁹².

271. – Formats de l'échange du collatéral – La réglementation EMIR prévoit deux formats différents concernant le collatéral échangé⁵⁹³. On distingue d'une part, les marges dites "initiales" et d'autre part, celles dites "de variation" (souvent évoquées par leurs acronymes anglo-saxons qui sont respectivement "IM" pour "*initial margin*" et "VM" pour "*variation margin*").

⁵⁸⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 41, §4, p. 37.

⁵⁸⁸ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 41, §1, p. 37.

⁵⁸⁹ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 46, §1, p. 38.

⁵⁹⁰ Règlement délégué n° 153/2013, Art. 38, p. 61.

⁵⁹¹ Règlement délégué n° 153/2013, Art. 39, p. 61.

⁵⁹² Règlement délégué n° 153/2013, Art. 40, §2, p. 61.

⁵⁹³ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 41, §1, p. 37 et Règlement délégué n° 153/2013, Art. 1^{er}, 4), p. 47.

272. – Le principe de ces deux marges se retrouve également dans l’obligation de collatéralisation des dérivés non compensés, de sorte que l’on s’attardera plus longuement sur le contour de ces deux notions dans nos développements postérieurs⁵⁹⁴. Précisons néanmoins brièvement que la distinction de ces deux marges a son importance car celles-ci ne visent pas à couvrir la même exposition au risque de contrepartie. D’un point de vue textuel, le législateur européen précise que la marge initiale est « *une marge que collecte la contrepartie centrale pour couvrir ses expositions futures potentielles vis-à-vis des membres compensateurs qui fournissent la marge (...) dans l’intervalle entre la dernière collecte de marge et la liquidation des positions consécutive à la défaillance d’un membre compensateur ou d’une contrepartie centrale (...)* »⁵⁹⁵, alors que la marge de variation est « *une marge collectée ou versée pour tenir compte des expositions actuelles qui résultent de variations effectives des prix du marché* »⁵⁹⁶.

Plus simplement, la marge initiale permet de couvrir l’exposition entre deux appels de marges de variation (c’est-à-dire celle résultante de la potentielle différence défavorable entre la valeur de marché définitive et le dépôt du dernier appel de marge) tandis que la marge de variation permet de couvrir l’exposition d’une potentielle fluctuation défavorable de la valeur de marché ("*mark-to-market*") des positions concernées⁵⁹⁷.

273. – Nature juridique de l’échange du collatéral – Ni le Règlement EMIR, ni ses normes techniques de réglementation n’abordent la question de la nature juridique des différents échanges du collatéral (sous la formation IM ou VM). C’est le législateur national qui nous apporte la réponse à cette interrogation. La qualification juridique du collatéral a connu un changement à la suite des dernières modifications législatives. Alors que l’ancienne rédaction de l’article L. 440-7 du Code monétaire et financier prévoyait que les dépôts effectués par des adhérents d’une chambre de compensation auprès d’une telle chambre « *ne pouvaient être transférés qu’en pleine propriété* »⁵⁹⁸, la nouvelle rédaction⁵⁹⁹ dispose désormais que ces

⁵⁹⁴ Voir *infra* §336 et s.

⁵⁹⁵ Règlement délégué n° 153/2013, Art. 1^{er}, 5), p. 47.

⁵⁹⁶ Règlement délégué n° 153/2013, Art. 1^{er}, 6), p. 47.

⁵⁹⁷ Voir *infra* §347.

⁵⁹⁸ H. Boucheta, « *Les impacts de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur les chambres de compensation* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 novembre 2013, p. 542.

⁵⁹⁹ Nouvelle rédaction de l’art. L.440-7 du CMF issue de la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, JO 27 juillet 2012, p. 12530.

dépôts « prennent la forme d'une garantie financière prévue à l'article L. 211-38 ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement »⁶⁰⁰.

274. – Cette nouvelle rédaction joue incontestablement en faveur d'un plus large choix quant à la forme juridique que peut recouvrir les échanges de collatéral. D'abord, le renvoi à l'article L.211-38 du Code monétaire et financier permet aux contreparties centrales d'opter désormais pour « des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalité (...) ou [pour] la constitution de sûretés »⁶⁰¹. Le transfert en pleine propriété n'est donc plus la forme exclusive de l'échange du collatéral.

Enfin, la liberté de choix de forme du collatéral est poussée à son maximum en reconnaissant aux contreparties centrales la possibilité de prévoir tout autre forme dans ses règles de fonctionnement. Ainsi, comme l'explique un auteur, on peut potentiellement imaginer que ces règles se réfèrent « à des garanties prises sur le fondement d'un droit étranger ou sur des garanties moins traditionnellement utilisées en la matière, telles que les garanties bancaire ou l'or »⁶⁰². Précisons néanmoins que dans l'hypothèse de telles dispositions plus ou moins "exotiques", il restera à voir leur réelle efficacité juridique auprès des juridictions françaises.

275. – Renforcement du régime juridique du collatéral – Pour finir, notre le législateur français ne se contente pas d'offrir une plus grande liberté dans le choix de la forme juridique des échanges de collatéral, il vient également renforcer le régime juridique de ces échanges sur deux points.

D'abord, on vient de voir le fait que les échanges de collatéral peuvent prendre « la forme d'une garantie financière prévue à l'article L.211-38 »⁶⁰³ du Code monétaire et financier. Or, ce renvoi emporte également le bénéfice du régime juridique qui y est attaché. Ainsi, le collatéral – qu'il ait été transféré en pleine propriété ou avec constitution de sûreté – pourra être réalisé « même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par le

⁶⁰⁰ Article L. 440-7, alinéa 1 du Code monétaire et financier : « Les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de services d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou garantie des positions prises sur des instruments financiers prennent la forme d'une garantie financière prévue à l'article L. 211-38 ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement ».

⁶⁰¹ Article L. 211-38, I du Code monétaire et financier.

⁶⁰² H. Boucheta, « Les impacts de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur les chambres de compensation », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 novembre 2013, p. 542.

⁶⁰³ Article L. 440-7, alinéa 1 du Code monétaire et financier : « Les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de services d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou garantie des positions prises sur des instruments financiers prennent la forme d'une garantie financière prévue à l'article L. 211-38 ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement ».

livre VI du code de commerce, ou d'une procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger »⁶⁰⁴.

Ensuite, la loi française prévoit une protection supplémentaire à l'égard des droits des tiers sur le collatéral échangé. Une distinction est néanmoins opérée selon que les échanges de collatéral prennent ou non la forme des garanties financières (prévue à l'art. L211-38 du CMF). Si tel n'est pas le cas, et que les échanges prennent une forme prévue spécialement par les règles de fonctionnement de la contrepartie centrale, alors « *aucun créancier d'un adhérent d'une chambre de compensation, d'un prestataire (...) ou selon le cas, de la chambre elle-même, ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces dépôts même sur le fondement du livre VI du code de commerce »⁶⁰⁵. En revanche, dans le cas où les échanges de collatéral prennent la forme des garanties financières, le législateur étend le périmètre de la limitation des droits des tiers sur le collatéral en plus aux créanciers d'un donneur d'ordre ainsi qu'aux mandataires de justice⁶⁰⁶.*

276. – En somme, les caractéristiques attachées à la technique du collatéral expliquent que la réglementation en impose le recours en matière de compensation centrale. L'échange de marges (IM et VM) permet en effet aux différents acteurs de limiter les diverses expositions au risque de contrepartie mutualisé au sein du système de compensation centrale. La liberté offerte quant à la forme et aux modalités de ces échanges assure l'adaptabilité de cette technique aux spécificités de la compensation centrale. Enfin et surtout, l'utilisation de tels mécanismes de couverture participe à favoriser la solidité financière du système de compensation centrale, notamment en limitant les expositions qui résulteraient de la survenance de potentiels cas de défaillances.

La volonté de renforcer la stabilité financière du système de compensation centrale explique aussi l'autre technique de limitation du risque de contrepartie que constitue la ségrégation.

⁶⁰⁴ Article L. 211-38, I du Code monétaire et financier.

⁶⁰⁵ Article L. 440-7, alinéa 2 du Code monétaire et financier.

⁶⁰⁶ Article L. 440-8 du Code monétaire et financier : « *Aucun créancier d'un donneur d'ordre, d'un prestataire de services d'investissement (...), d'un adhérent d'une chambre de compensation ou, selon le cas, de la chambre elle-même ni aucun mandataire de justice désigné dans le cadre du livre VI du code de commerce ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur les dépôts (...) même sur le fondement du livre VI du code de commerce. Les interdictions mentionnées (...) sont également applicables aux procédures judiciaires ou amiables ouvertes hors de France, équivalentes ou similaires à celles prévues au livre VI du code de commerce ».*

B. Le recours à la ségrégation

277. – Enjeux attachés à la ségrégation – Lorsque l'on étudie les outils de gestion des risques, évoquer la technique de la ségrégation peut sembler *a priori* moins évidente qu'évoquer celle du collatéral. Pour autant, la ségrégation constitue un mécanisme incontournable en faveur d'une meilleure solidité structurelle d'une entité ou d'un système. Le règlement EMIR justifie le recours à cette technique par la nécessité pour « *les clients des membres compensateurs qui font appel à des contreparties centrales (...) [de] bénéficier d'un niveau élevé de protection* »⁶⁰⁷. Il précise même expressément que « *le niveau de protection effectif dépend du niveau de ségrégation choisi par le client* »⁶⁰⁸.

278. – La fonction protectrice attachée à la ségrégation tient au fait que cette technique assure la séparation des actifs propres à chaque position dans des comptes distincts et permet ainsi leur identification. Or, dans un contexte de défaillance, l'identification des actifs présente un enjeu fondamental. Comme l'explique le législateur européen, l'identification qu'offre la ségrégation permet de « *faciliter le transfert des positions et actifs des clients d'un membre compensateur défaillant vers un membre compensateur solvable ou, le cas échéant, la liquidation ordonnée des positions des clients et la restitution aux clients de l'excédent de garantie (collateral)* »⁶⁰⁹. L'un des enjeux forts de la ségrégation est donc de participer à la portabilité des actifs.

279. – Types de ségrégation – Le règlement EMIR distingue deux types de ségrégation : la ségrégation dite "collective" des clients et la ségrégation dite "individuelle" par client⁶¹⁰. Le texte européen impose ensuite aux membres compensateurs d'offrir le choix à leurs clients – au moins – entre ces deux types de ségrégation⁶¹¹.

⁶⁰⁷ Règlement EMIR n°648/2012, cons. (64), p. 10.

⁶⁰⁸ Règlement EMIR n°648/2012, cons. (64), p. 10.

⁶⁰⁹ Règlement EMIR n°648/2012, cons. (64), p. 10.

⁶¹⁰ Ces appellations sont celles employées par le règlement EMIR. Dans la pratique la ségrégation collective est plutôt dite "OSA" pour "*Omnibus Segregated Account*" alors que la ségrégation individuelle est dite "ISA" pour "*Individual Segregated Account*". Bien que le règlement EMIR se contente de distinguer la ségrégation individuelle de la ségrégation collective, il convient de préciser qu'il existe plusieurs autres sous-catégories de ségrégations propres à chaque entité. À titre d'exemple, on peut retrouver au sein de certaines contreparties centrales américaines diverses ségrégations telles que la "*Net Omnibus Client Segregation*", mais aussi la "*Gross Omnibus Client Segregation*" ou encore la "*Legally Separate Operationally Commingled*". Toutes ces ségrégations sont autant de sous-catégories du type "OSA".

⁶¹¹ Règlement EMIR n°648/2012, Art. 39, §5, p. 36 : « *Un membre compensateur offre au moins à ses clients le choix entre la "ségrégation collective des clients" et la "ségrégation individuelle par client" et les informe des*

280. – D’abord, la ségrégation collective vise à ce que « *les contreparties centrales offrent de conserver des enregistrements et une comptabilité distincts qui permettent à tout membre compensateur de distinguer, dans ses comptes auprès d’elles, ses propres actifs et positions de ceux détenus pour le compte de ses clients* »⁶¹². Les actifs des clients sont donc bien séparés de ceux propres aux adhérents compensateurs, mais ne sont pas distingués entre eux. Aussi, les actifs et positions des clients sont mélangés collectivement.

A l’inverse, la ségrégation individuelle consiste à ce que « *les contreparties centrales offrent de conserver des enregistrements et une comptabilité distincts permettant à chaque membre compensateur de distinguer, dans ses comptes auprès d’elles, les actifs et positions détenus pour le compte d’un client de ceux détenus pour le compte des autres clients* »⁶¹³. Les actifs et positions des clients sont non seulement séparés de ceux propres aux adhérents compensateurs mais également – et surtout – sont distingués individuellement entre chaque client⁶¹⁴. Ce type de ségrégation ajoute donc une "couche" supplémentaire de protection.

281. – Les exigences en matière de ségrégation ne sont pas seulement – comme on vient de le voir – imposées au niveau des contreparties centrales, mais également au niveau des adhérents compensateurs. Ces derniers se voient effectivement contraints par le texte européen de conserver « *des enregistrements et une comptabilité distincts qui lui permettent de distinguer, à la fois dans les comptes détenus auprès de la contrepartie centrale et dans ses propres comptes, ses actifs et positions des actifs et positions détenus pour le compte de ses clients auprès de la contrepartie centrale* »⁶¹⁵. De la même manière, et à l’instar des contreparties centrales, l’adhérent compensateur doit offrir « *au moins à ses clients le choix entre la "ségrégation collective des clients" et la "ségrégation individuelle par clients"* »⁶¹⁶.

coûts et du niveau de protection visés au paragraphe 7 qui sont associés à chaque option. Le client confirme son choix par écrit ».

⁶¹² Règlement EMIR n°648/2012, Art. 39, § 2, p. 36.

⁶¹³ Règlement EMIR n°648/2012, Art. 39, §3, p. 36.

⁶¹⁴ Le règlement EMIR apporte également des précisions sur la manière de comprendre la distinction comptable des actifs et positions des clients. Ainsi, « *il est satisfait à l’obligation de distinguer, dans la comptabilité, les actifs et positions auprès de la contrepartie centrale dès lors que : a) les actifs et positions sont enregistrés dans des comptes distincts ; b) le calcul d’une position nette à partir des positions enregistrées dans des comptes différents n’est pas admise ; c) les actifs destinés à couvrir une position enregistrée dans un compte ne sont pas exposés aux pertes découlant d’une position enregistrée dans un autre compte* » (Règlement EMIR n°648/2012, Art. 39, §9, p. 36).

⁶¹⁵ Règlement EMIR n°648/2012, Art. 39, § 4, p. 36.

⁶¹⁶ Règlement EMIR n°648/2012, Art. 39, § 5, p. 36.

282. – Conséquences prudentielles – Le lien que nouent ces outils de "protection" – au titre desquels fait partie la ségrégation – avec le risque de contrepartie se matérialise notamment au travers du traitement prudentiel. Les exigences prudentielles attachées à une position ne visent qu'à s'adapter à la qualité de l'exposition au risque de contrepartie : plus l'exposition est faible et sécurisée et moins il est nécessaire d'immobiliser des fonds propres.

283. – On attribue ainsi un plus faible risque de contrepartie aux chambres de compensation du fait notamment qu'elles recourent à divers outils de gestion des risques. Cela permet aux contreparties en face d'elles d'avoir à supporter des exigences prudentielles en fonds propres moins élevées⁶¹⁷. On comprend donc, d'un point de vue prudentiel, qu'il est moins coûteux – en fonds propres – d'être face à une chambre de compensation plutôt qu'à un membre compensateur. Plus spécifiquement encore, un adhérent compensateur agissant pour son compte propre bénéficiera d'une pondération prudentielle avantageuse puisqu'il intervient directement auprès de la chambre de compensation. À l'inverse, un client final ayant recours au service d'un *clearing broker* devra appliquer une pondération prudentielle plus coûteuse du fait qu'il n'est pas la contrepartie directe de la chambre de compensation.

284. – Les clients finaux peuvent voir cette charge prudentielle applicable substantiellement allégée. En effet, l'article 305 (2) du règlement dit "CRR"⁶¹⁸ prévoit la possibilité pour un client d'un adhérent compensateur (*clearing broker*) d'appliquer une pondération prudentielle équivalente à celle applicable face à une chambre de compensation, si certaines conditions sont remplies (parmi lesquelles le type de ségrégation retenu)⁶¹⁹. Dans la pratique, ce

⁶¹⁷ En ce sens : « *Les expositions de transaction sur une contrepartie centrale bénéficient habituellement des mécanismes de compensation et de répartition des pertes prévus par ces contreparties centrales. Par conséquent, elles impliquent un risque de crédit de contrepartie très faible et devraient donc être assorties de très faibles exigences de fonds propres* ». – Règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 dit (CRR), JOUE n° L 176 du 27/06/2013, Cons. 84, p. 11.

⁶¹⁸ Règlement n°575/2013, Art. 305 (2), p. 191.

⁶¹⁹ Conformément à l'art. 305 (2) du Règlement n°575/2013 (p. 191), quatre conditions cumulatives doivent être respectées. Tout d'abord il doit être « *opéré une distinction et une ségrégation, au niveau du membre compensateur comme de la CCP, entre les positions et les actifs de cet établissement qui sont liés à ces transactions et les positions et les actifs du membre compensateur et de ses autres clients ; cette distinction et cette ségrégation (doivent également permettre) en cas de défaut ou d'insolvabilité du membre compensateur ou d'un ou de plusieurs de ses autres clients, que les positions et les actifs de l'établissement jouissent d'une réelle autonomie patrimoniale ;* ». Il faut ensuite que « *les dispositions législatives, réglementaires et administratives et les dispositions contractuelles qui sont applicables à l'établissement ou à la CCP ou qui sont contraignants pour ceux-ci, facilitent le transfert des positions de l'établissement sur ces contrats et opérations, ainsi que des sûretés correspondantes, vers un autre membre compensateur, avant la fin de la période de marge en risque concernée en cas de défaut ou d'insolvabilité du membre compensateur initial. (...)* ». Le client doit aussi disposer « *d'un avis juridique indépendant, écrit et dûment motivé concluant que, en cas de litige, les juridictions*

mécanisme est celui dit du "*look through*" et permet pour le client d'avoir les mêmes exigences de fonds propres que s'il était directement face à la contrepartie centrale. Juridiquement le client est face à son *clearing broker*, mais prudemment il est considéré comme face à la contrepartie centrale.

285. – Du fait de ses conséquences sur l'immobilisation des fonds propres, le traitement prudentiel attaché à une position constitue un réel enjeu pour les acteurs économiques. On comprend par conséquent que la "ristourne" prudentielle offerte par le mécanisme du "*look through*" vient également servir de "politique d'appât", en incitant – sur le terrain de la gestion de leur fonds propres – les acteurs économiques à recourir à des systèmes de compensation centrale dont chaque acteur offre un certain nombre de sécurités (ségrégation, transfert de positions, etc.). En outre, il s'agit là d'un outil prudentiel au service d'une politique de sécurisation des marchés financiers.

286. – En définitive, l'utilisation du mécanisme du collatéral participe à favoriser la solidité financière du système de compensation centrale en couvrant les expositions au risque de contrepartie mutualisé au sein de ce système. La technique de la ségrégation n'est pas – quant à elle – un mécanisme de couverture ; elle constitue un outil d'organisation permettant d'isoler et d'identifier les positions et actifs échangés et d'en faciliter ensuite leur transfert dans le contexte de défaillances. La ségrégation participe à ce titre à la protection du système de compensation centrale.

287. – Nous avons vu que le système de compensation centrale assurait une mutualisation du risque de contrepartie, qui était ensuite appuyée par l'utilisation de divers outils internes (collatéral et ségrégation). Il reste désormais à déterminer dans quelles hypothèses le législateur européen impose cette technique de limitation du risque de contrepartie.

et autorités administratives concernées estimerait que le client ne subirait aucune perte en raison de l'insolvabilité de son membre compensateur ou d'un quelconque des clients de son membre compensateur en vertu des lois dont relève l'établissement, son membre compensateur et la CCP, des lois régissant les opérations et contrats que l'établissement compense via la CCP, des lois régissant les sûretés et des lois régissant tout contrat ou accord nécessaire pour remplir les conditions du point b) (ndlr : autrement dit le transfert des positions et des sûretés) ; ». Enfin la CCP doit être une « une QCCP ».

Section 2 – Le bénéfice de la compensation centrale

288. – En premier lieu, le champ d’application de l’obligation réglementaire de compensation centrale mérite d’être précisé aux fins de déterminer les hypothèses bénéficiant de cette technique de limitation du risque (§1). Enfin, il est également important de comprendre que le recours à la compensation centrale n’est pas sans conséquence d’un point de vue contractuel. En effet, l’intervention de l’ensemble des acteurs de la compensation centrale impose la mise en place d’une nouvelle documentation contractuelle qu’il convient de préciser (§2).

§1. Le champ d’application de la compensation centrale

289. – Aux fins d’optimiser l’application de sa réglementation, le législateur européen s’est d’abord efforcé de définir un large périmètre d’application de l’obligation de compensation centrale au niveau européen (A). Il a même prévu des hypothèses d’application extraterritoriales (B).

A. Périmètre européen de l’obligation de compensation centrale

290. – Le législateur européen entend voir l’obligation de compensation centrale appliquée le plus largement possible au marché des dérivés de gré à gré. Or, aux fins d’appréhender le périmètre d’application de l’obligation de compensation centrale, il convient de distinguer ses champs d’application d’une part, *rationae personae* (1) et d’autre part, *rationae personae* (2).

1. Champ d’application *rationae personae* de l’obligation réglementaire

291. – Contreparties financières et non financières – Bien que les produits dérivés de gré à gré constituent un marché regroupant un grand nombre d’acteurs économiques, ces derniers n’y ont pas tous les mêmes activités et surtout n’ont pas les mêmes niveau et nature d’exposition les uns des autres.

À ce titre, le règlement EMIR a réparti l’ensemble des acteurs économiques ayant recours aux produits dérivés de gré à gré en deux catégories afin de déterminer le degré d’application de

l'obligation de compensation centrale. Le texte européen distingue ainsi les "contreparties financières" des "contreparties non financières"⁶²⁰.

Concernant d'abord la catégorie des contreparties dites financières, celle-ci regroupe les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les entreprises de réassurance, les OPCVM et, le cas échéant, sa société de gestion, les institutions de retraite professionnelle et les fonds d'investissement alternatif⁶²¹.

Concernant ensuite la catégorie des contreparties dites non financières, celle-ci regroupe par défaut toutes les entreprises – autres que les contreparties centrales et les contreparties financières susvisées – établies dans l'Union européenne⁶²².

292. – Sous-catégorisation – Le règlement EMIR prévoit initialement que les contreparties financières sont systématiquement soumises à l'obligation de compensation centrale⁶²³. Les contreparties non financières sont en revanche soumises à cette obligation seulement si elles dépassent un seuil dit "de compensation"⁶²⁴. Ainsi, le texte européen opère à ce titre une sous-distinction entre les contreparties non financières qui sont soumises à l'obligation de compensation centrale (dites "NFC+") et celles qui en sont exemptées (dites "NFC-").

Ceci étant, un important projet de réforme de la réglementation EMIR pourrait conduire à faire évoluer cette distinction. Deux propositions de textes ont d'ailleurs été publiées par la Commission européenne en mai et juin 2017⁶²⁵. Certains changements sont envisagés à

⁶²⁰ Voir : Article 4 « *Obligation de compensation* » du Règlement EMIR n°648/2012, p. 17.

⁶²¹ Article 2 « *Définitions* », §8 du Règlement EMIR n°648/2012, p. 15 : « *"contrepartie financière", une entreprise d'investissement agréée conformément à la directive 2004/39/CE, un établissement de crédit agréé conformément à la directive 2006/48/CE, une entreprise d'assurance agréée conformément à la directive 73/239/CEE, une entreprise d'assurance agréée conformément à la directive 2002/83/CE, une entreprise de réassurance agréée conformément à la directive 2005/68/CE, un OPCVM et, le cas échéant, sa société de gestion agréées conformément à la directive 2009/65/CE, une institution de retraite professionnelle au sens de l'article 6, point a), de la directive 2003/41/CE et un fonds d'investissement alternatif géré par des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs agréés ou enregistrés conformément à la directive 2011/61/UE ; ».*

⁶²² Article 2 §9 du Règlement EMIR n°648/2012, p. 15 : « *"contrepartie non financière", une entreprise, autre que les entités visées aux points 1) et 8), établie dans l'Union ; ».*

⁶²³ Voir : Article 4 §1 du Règlement EMIR n°648/2012, p. 17.

⁶²⁴ Voir : Article 10 du Règlement EMIR n°648/2012, p. 21.

⁶²⁵ Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (aussi connue sous le nom de "Proposition 2.1"), Commission européenne, 4 mai 2017, 2017/0090 (COD), p. 16 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52017PC0208&qid=1535127306982> ; Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers (aussi connue sous le nom de "Proposition

l'égard de la catégorisation des contreparties financières et non financières⁶²⁶ : une modification de la façon de calculer le seuil de compensation à l'égard contreparties non financières est envisagée, de même qu'une distinction au sein de la catégorie des contreparties financières à l'instar de celle déjà existante au sein des contreparties non financières. À l'avenir, il existera donc sans doute des contreparties financières soumises à l'obligation de compensation centrale (dites "FC+") et d'autres qui en seraient exemptées (dites "FC-")⁶²⁷.

293. – Seuil de compensation concernant les contreparties non financières – Concernant les contreparties non financières, on comprend que le législateur européen a tenu à ne pas totalement les exempter de l'obligation de compensation centrale car celles-ci se servent régulièrement d'instruments de dérivés de gré à gré pour se couvrir contre les risques directement liés à leurs activités commerciales ou à leurs activités de financement de trésorerie⁶²⁸.

Comme mentionné précédemment, le seuil de compensation permet de déterminer si une contrepartie non financière est ou non soumise à la compensation centrale⁶²⁹. Or, lorsque l'on regarde les dispositions initiales du règlement EMIR, la valeur de ce seuil varie en fonction des dérivés concernés. Ainsi, une contrepartie non financière sera considérée comme NFC- toutes les fois où elle sera en-deçà des deux seuils suivants pendant une période de trente jours ouvrables⁶³⁰ : 1 milliard d'euros en valeur notionnelle brute pour les dérivés de gré à gré de crédit et d'actions ; 3 milliards d'euros en valeur notionnelle brute pour les dérivés de gré à gré de taux d'intérêt, de change, de matières premières et tous les autres non visés. Inversement, une contrepartie non financière sera considérée comme NFC+ toutes les fois qu'elle sera au-dessus de ces seuils durant la même période.

2.2"), Commission Européenne, 13 Juin 2017, n° 2017/0136 (COD), p. 8 – [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331(01)) .

⁶²⁶ Consulter l'évolution de la procédure législative : https://ec.europa.eu/info/law/derivatives-emir-regulation-eu-no-648-2012/upcoming_fr.

⁶²⁷ En ce sens : Commission Européenne, « *La Commission propose des règles plus simples et plus efficaces pour les instruments dérivés* », Communiqué de presse, 4 mai 2017 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1150_fr.htm.

⁶²⁸ En ce sens : Règlement EMIR n°648/2012, cons. n° 29, p. 5.

⁶²⁹ Selon l'article 10, §1, b) du Règlement EMIR une contrepartie non financière devient soumise à l'obligation de compensation « *si la position moyenne mobile sur trente jours ouvrables dépasse le seuil* ».

⁶³⁰ Conformément à l'article 11 du Règlement délégué (UE) n°149/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les accords de compensation indirecte, l'obligation de compensation, le registre public, l'accès à une plate-forme de négociation, les contreparties non financières et les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, JOUE n° L52, 23/02/2013, p. 20.

294. – Concernant les modalités de calcul du seuil de compensation, il est initialement précisé que cela se fait sur une base mondiale consolidée⁶³¹ et en y intégrant les transactions intragroupes⁶³². L'idée poursuivie ici par le législateur européen est que le calcul du seuil de compensation soit le plus à même de refléter la réalité du volume de l'activité occupée par une entreprise en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré.

Le texte européen précise en revanche que les produits dérivés de gré à gré conclus à des fins de couverture sont exclus du calcul du seuil de compensation⁶³³. Le texte européen définit ces derniers comme ceux qui couvrent « *en tant que tel ou en combinaison avec d'autres contrats dérivés (...) les risques qui découlent de changements potentiels de la valeur des actifs, services, facteurs de production, produits, matières premières ou passifs que la contrepartie non financière ou son groupe possède, produit, fabrique, transforme, fournit, achète, commercialise, loue, vend ou encourt, ou prévoit raisonnablement de le faire, dans le cours normal de son activité ; [ou encore] (...) les risques qui découlent de l'incidence indirecte potentielle des fluctuations des taux d'intérêt, des taux d'inflation, des taux de change ou du risque de crédit sur la valeur des actifs, services, facteurs de production, produits, matières premières ou passifs (...)* [ou enfin ceux pouvant être qualifiés] *de contrat de couverture au sens des IFRS* »⁶³⁴.

295. – Lorsque l'on regarde le projet de réforme de la réglementation EMIR on y constate la volonté de certaines modifications concernant le franchissement de ce seuil de compensation. Ainsi, comme l'explique la Commission européenne, « *alors qu'en vertu des règles actuelles, les contreparties non financières doivent compenser tous les dérivés si elles franchissent le seuil de compensation pour une catégorie de dérivés, la Commission propose à présent que les contreparties non financières ne compensent que les catégories d'actifs pour lesquelles elles ont dépassé le seuil de compensation, ce qui réduit la charge qui pèse sur elles, puisque la compensation centrale n'est nécessaire que pour les catégories d'actifs dans lesquelles elles sont le plus actives* »⁶³⁵.

⁶³¹ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 10, §3, p. 22. Voir aussi : F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1^{er} avril 2014, p. 237, §9 ; A. Gaudemet, « *EMIR 1/5 : le domaine d'application* », RDBF n°1, janvier 2015, comm. 21, §11.

⁶³² En ce sens : AMF, « *Règlement européen EMIR : Questions-Réponses de la Commission européenne* », version française proposée par l'AMF, Février 2013, II), Question n° 9, p. 6 ; Règlement EMIR n° 648/2012, art. 10, §3, p. 22 ; F. de Brouwer, *op. cit.*, p. 237, §9 ; A. Gaudemet, *op. cit.*, §11.

⁶³³ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 10, §3, p.22.

⁶³⁴ Règlement délégué n°149/2013, art. 10, p. 20.

⁶³⁵ Voir : Commission Européenne, « *La Commission propose des règles plus simples et plus efficaces pour les instruments dérivés* », Communiqué de presse, 4 mai 2017 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1150_fr.htm.

296. – Déclaration du statut des contreparties non financières – Le texte européen a ensuite imposé aux contreparties non financières l'obligation de notifier leur statut (CNF+ ou CNF-) à l'AEMF et l'AMF⁶³⁶. Celles-ci n'ont en revanche aucune obligation réglementaire d'en informer leurs contreparties financières. Comme ont pu le faire remarquer certains auteurs⁶³⁷, à défaut que cette notification de statut aux autorités ne soit rendue publique – ou à tout le moins soit accessible aux contreparties financières – il est irréalisable pour ces dernières de déterminer avec certitude le statut d'une contrepartie non financière. Pour cette raison, l'AEMF a précisé qu'en dépit du fait que les contreparties financières soient tenues d'obtenir de leurs contreparties non financières leurs déclarations relatives à leur statut EMIR, elles ne sont en revanche pas tenues de vérifier la réalité de ces déclarations (sauf à ce qu'elles ne soient en possession d'informations démontrant clairement le contraire)⁶³⁸. La procédure est d'ailleurs la même pour les contreparties non financières issues de pays en dehors de l'Union européenne. L'AEMF précise simplement qu'en cas d'impossibilité pour une contrepartie financière d'obtenir une telle déclaration de la part de cette entité étrangère, elle doit alors présumer que celle-ci relève du régime applicable aux NFC+⁶³⁹.

297. – Les associations professionnelles ont comblé les déficiences du législateur européen sur cette question de l'accessibilité des statuts des contreparties non financières. L'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) propose ainsi l'adhésion à un "Protocol"⁶⁴⁰ permettant aux contreparties non financières de faire état de leur statut EMIR et d'amender à cette fin les contrats-cadres entre toutes les contreparties y ayant adhéré. La Fédération Bancaire Française (FBF) propose quant à elle la conclusion d'un avenant *ad*

⁶³⁶ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 10, §1, a), p. 21.

⁶³⁷ F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1^{er} avril 2014, p. 237, §10 ; A. Gaudemet, « *EMIR 1/5 : le domaine d'application* », RDBF n°1, janvier 2015, comm. 21, §13.

⁶³⁸ ESMA, Questions and Answers, « *Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)* », ESMA/2015/1485, 1 October 2015, OTC Question 4, p.17 : « *NFCs which trade OTC derivatives are obliged to determine their own status against the clearing threshold. FCs should obtain representations from their NFC counterparties detailing the NFC's status. FCs are not expected to conduct verifications of the representations received from NFCs detailing their status and may rely on such representations unless they are in possession of information which clearly demonstrates that those representations are incorrect* ».

⁶³⁹ ESMA, Questions and Answers, *op. cit.*, OTC Question 13, (b), p. 28 : « *If it is not possible to assess what would be counterparty's status under EMIR, firms should assume that their counterparty status is NFC+ and apply EMIR requirement accordingly* ».

⁶⁴⁰ ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol – <https://www.isda.org/protocol/isda-2013-emir-nfc-representation-protocol/>.

*hoc*⁶⁴¹ – encadrant la déclaration et les engagements relatifs au statut EMIR des contreparties – qui vient amender la convention-cadre entre les deux contreparties signataires.

298. – Contreparties exonérées – Certaines contreparties, de par leur nature, sont exemptées soit totalement soit partiellement des dispositions du Règlement EMIR. Concernant l’obligation de compensation centrale, le texte européen prévoit l’exonération totale des « *membres du SEBC et [des] autres entités des Etats membres exerçant des fonctions similaires*⁶⁴², [des] *autres organismes publics de l’Union chargés de la gestion de la dette publique ou intervenant dans cette gestion* »⁶⁴³, de « *la Banque des règlements internationaux* »⁶⁴⁴ ainsi que des « *entités du secteur public (...) détenues par des administrations centrales et [disposant] de systèmes de garantie formels fournis par ces administrations centrales* »⁶⁴⁵.

299. – Statut incertain de certaines entités publiques – Comme ont pu le faire remarquer certains auteurs⁶⁴⁶, la typologie des différentes contreparties exonérées de l’obligation de compensation centrale fait naître des doutes quant à la qualification que doivent recouvrir certaines entités publiques (États, régions, municipalités, etc.)⁶⁴⁷. En effet, aucune de ces entités publiques n’est expressément visée par le Règlement EMIR. Si l’on suit la lettre du texte européen, la seule façon pour une entité publique d’être exonérée de l’obligation de compensation centrale consiste soit à être chargée de la gestion de la dette publique (ou à intervenir dans cette gestion), soit à être détenue par des administrations centrales et disposer de systèmes de garanties formels fournis par ces administrations. Si une entité ne correspond à aucune de ces définitions, la Commission européenne estime qu’elle doit être considérée comme une contrepartie non financière dans le cas où elle exerce une activité économique au

⁶⁴¹ Annexe EMIR à la Convention-cadre FBF 2007 relative aux opérations sur instruments financiers à terme – <http://www.fbf.fr/fr/contexte-reglementaire-international/cadre-juridique/codes-et-conventions/convention-cadre-fbf-relative-aux-operations-sur-instruments-financiers-a-terme>.

⁶⁴² Cela correspond à la BCE et aux banques centrales des Etats membres. En ce sens : A. Gaudemet, « *EMIR 1/5 : le domaine d’application* », RDBF n°1, janvier 2015, comm. 21, §16.

⁶⁴³ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 1^{er}, §4, a), p.14.

⁶⁴⁴ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 1^{er}, §4, b), p.14.

⁶⁴⁵ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 1^{er}, §5, b), p.14.

⁶⁴⁶ F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1^{er} avril 2014, p. 237, §17 ; A. Gaudemet, *op. cit.*, §17.

⁶⁴⁷ Comme le soulignent Frédéric de Brouwer ou le Professeur Gaudemet dans leurs articles, la question de la qualification des entités publiques sous EMIR est loin d’être théorique et a son importance tant la crise financière de 2008 ou le contentieux lié aux emprunts dits toxiques ont prouvé la substantialité du volume d’activité de ces acteurs et de leurs expositions sur le marché des dérivés. En ce sens : F. de Brouwer, *op. cit.*, §17 ; A. Gaudemet, *op. cit.*, §17.

sein du marché⁶⁴⁸. La Commission précise également que l'exercice de l'autorité publique ne peut être considéré comme une activité économique⁶⁴⁹.

Dès lors, si une entité dépositaire de la puissance publique ne peut être exonérée de l'obligation de compensation centrale au titre des "organismes publics de l'Union" ou des "entités du secteur public" (tels que susvisés) et ne peut être considérée comme une contrepartie non financière à défaut d'exercer une activité économique, on peut légitimement s'interroger sur le statut qu'elle est susceptible de recouvrir. D'autant que l'on peut comprendre que l'absence de qualification de ces entités publiques pose un sérieux problème pour les contreparties financières qui contractent avec elles. À défaut de correspondre aux notions visées par le texte européen, seules les déclarations de statut de ces entités permettront à leurs contreparties financières de se positionner vis-à-vis du règlement EMIR. Cette situation ne peut suffire à long terme, et il semble nécessaire que les entités dépositaires de la puissance publique (telles les régions, les municipalités, etc.) soient expressément qualifiées au sein de la réglementation EMIR et soient soumises aux mêmes obligations réglementaires que le sont les contreparties non financières. Compte tenu de l'importante activité de certaines de ces entités sur le marché des dérivés de gré à gré, ces dernières ne sauraient être exonérées de l'obligation de compensation centrale et devraient suivre – selon nous – le régime des CNF+ ou CNF- selon leur seuil de compensation.

300. – Le champ d'application *rationae personae* de l'obligation de compensation centrale, tel que prévu par la réglementation EMIR, illustre la volonté du législateur européen qu'une grande partie des acteurs du marché des dérivés de gré à gré soit soumise à cette obligation. De même, cette volonté se retrouve également au travers de son champ d'application *rationae materiae*.

⁶⁴⁸ European Commission, « *EMIR: Frequently Asked Questions* », Updated on 10 July 2014, II), Question n°15, p. 8: « *Municipalities which are not charged or do not intervene in the management of public debt, and which cannot be considered as "public sector entities" within the meaning of letter (b) of paragraph 5 of Article 1 of EMIR, are to be considered as "non-financial counterparties" provided they are undertakings in the sense that they carry out economic activities in the market. In that case, they would fall within the scope of application of EMIR* ».

⁶⁴⁹ European Commission, *op. cit.*, II), Question n°14, p. 8: « *However, the exercise of public authority or powers would not be considered as an economic activity. In this respect, where authorities emanating from the State act in their capacity as public authorities they would not be considered undertakings* ».

2. Champ d'application *rationae materiae* de l'obligation réglementaire

301. – Définition de la notion de produits dérivés – Avant même de déterminer quels produits dérivés sont concernés par l'obligation de compensation centrale, il était important pour le législateur européen de déterminer clairement les types de contrats correspondant à la notion des "produits dérivés". On constate ici que la réglementation EMIR n'adopte aucune conception nouvelle de cette notion et se contente de renvoyer la définition des dérivés à celle retenue par la directive MIFID1 "en combinaison" avec certains articles du Règlement n°1287/2006⁶⁵⁰. Les produits dits "dérivés" sont donc ici les mêmes que ceux ayant déjà été appréhendés par la réglementation européenne⁶⁵¹.

302. – Catégorisation des produits dérivés soumis à la compensation – Vient ensuite la question de savoir lesquels parmi ces produits dérivés sont soumis à l'obligation de compensation centrale. Certes, la réglementation EMIR ne vise à s'appliquer qu'aux seuls produits dérivés qui sont conclus de gré à gré et non pas à l'égard de ceux dont l'exécution aurait lieu sur un marché réglementé⁶⁵². Mais tous les dérivés de gré à gré ne sont pas soumis

⁶⁵⁰ Le Règlement EMIR définit ainsi les produits dérivés comme ceux mentionnés « à l'annexe I, section C, points 4 à 10 de la Directive [MIFID 1] en combinaison avec les articles 38 et 39 du Règlement (CE) n° 1287/2006 » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 2, 5), p.15).

⁶⁵¹ Par renvoi, on obtient la liste des contrats suivants : « 4. Contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats dérivés relatifs à des valeurs mobilières, des monnaies, des taux d'intérêt ou des rendements ou autres instruments dérivés, indices financiers ou mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces. 5. Contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats dérivés relatifs à des matières premières qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties (autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident provoquant la résiliation). 6. Contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échange et tout autre contrat dérivé relatif à des matières premières qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé et/ou un MTF. 7. Contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échange, contrats à terme ferme (« forwards ») et tous autres contrats dérivés relatifs à des matières premières qui peuvent être réglés par livraison physique, non mentionnés par ailleurs à la section C, point 6, et non destinés à des fins commerciales, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés en tenant compte de ce que, notamment, ils sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'organismes de compensation reconnus ou font l'objet d'appels de marge réguliers. 8. Instruments dérivés servant au transfert du risque de crédit. 9. Contrats financiers pour différences (financial contracts for differences). 10. Contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échanges, accords de taux futurs et tous autres contrats dérivés relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émissions ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties (autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident provoquant la résiliation), de même que tous autres contrats dérivés concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures non mentionnés par ailleurs dans la présente section C, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés en tenant compte de ce que, notamment, ils sont négociés sur un marché réglementé ou un MTF, sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'organismes de compensation reconnus ou font l'objet d'appels de marge réguliers ».

⁶⁵² Conformément à la définition des produits dérivés de gré à gré donnée par EMIR : « "produit dérivé de gré à gré" ou "contrat dérivé de gré à gré", un contrat dérivé dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 14), de la directive 2004/39/CE ou sur un marché d'un pays tiers

à l'obligation de compensation centrale. Aussi, le règlement EMIR a confié le soin à l'AEMF d'élaborer des projets de normes techniques de réglementation précisant quels sont les produits dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation centrale⁶⁵³. À cette fin, il a été imposé à l'AEMF par le texte européen de tenir compte de plusieurs critères, parmi lesquels le degré de standardisation des contrats⁶⁵⁴, la liquidité des produits et la transparence de leur prix⁶⁵⁵. À ce titre, plusieurs catégories de dérivés de gré à gré ont été déclarées soumises à l'obligation de compensation centrale. À ce jour, on trouve ainsi les catégories de *swaps* de base, de *swaps* de taux d'intérêt fixe contre variable, de contrats à terme de taux et enfin de *swaps* indexés sur le taux à un jour⁶⁵⁶. Sont également soumises à l'obligation réglementaire les catégories de dérivés sur défaut de crédit (dites "CDS") de gré à gré sur indices européens sans tranches⁶⁵⁷.

303. – Du fait qu'il n'y ait eu à ce jour seulement que deux "vagues"⁶⁵⁸ de catégorisation des dérivés soumis à la compensation centrale, l'on pourrait croire que le champ d'application *rationae materiae* de cette obligation réglementaire reste finalement très faible. Certes, les "types" de produits dérivés soumis à l'obligation de compensation centrale ne sont pas très nombreux. Mais il est important de comprendre qu'il ne faut pas raisonner ici en termes de catégories mais bien de volume. Or, le volume que représentent les dérivés soumis à la compensation centrale est très important, à tel point qu'aujourd'hui une écrasante majorité du marché des dérivés de gré à gré est soumise à la compensation centrale.

considéré comme équivalent à un marché réglementé conformément à l'article 19, paragraphe 6, de la directive 2004/39/CE » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 2, 7), p.15).

⁶⁵³ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 5, §2, a), p.18.

⁶⁵⁴ Le degré de standardisation étant un critère important au sein de la compensation centrale, certains acteurs estiment que la recherche d'une fongibilité juridique entre les contrats pourrait accélérer une "tendance" à l'abandon progressif des contrats locaux type FBF au profit des contrats ISDA. En ce sens : P-D. Renard, « *Compensation des dérivés OTC : Une vraie révolution* », Interview, Revue Banque n° 744, janvier 2012, p. 25.

⁶⁵⁵ Il est ainsi précisé que l'AEMF doit tenir compte du « (...) degré de normalisation des clauses contractuelles et des processus opérationnels de la catégorie de produits dérivés de gré à gré en question ; (...) le volume et la liquidité de la catégorie de produits dérivés de gré à gré en question ; (...) l'existence d'informations équitables, fiables et généralement acceptées sur la formation du prix pour la catégorie de produits dérivés de gré à gré en question » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 5, §4, a), (b) et (c) p.19). Ces trois critères sont également développés au sein du Règlement délégué n° 149/2013, Art. 7, p. 18.

⁶⁵⁶ Règlement délégué (UE) 2015/2205 de la Commission du 6 août 2015 complétant le règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation, JOUE n° L314, 01/12/2015, art. 1^{er}, §1, p. 16.

⁶⁵⁷ Règlement délégué (UE) 2016/592 de la Commission du 1^{er} mars 2016 complétant le règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation, JOUE n° L103, 19/04/2016, art. 1^{er} p. 8.

⁶⁵⁸ À ce jour, seulement deux règlements délégués sont venus préciser des catégories de produits dérivés soumis à l'obligation de compensation centrale : Règlement délégué 2015/2205, art. 1^{er}, §1, p. 16 ; Règlement délégué 2016/592, art. 1^{er} p. 8).

304. – Notons que pour chacune de ces catégories, l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation centrale n'est pas la même et varie *in fine* de juin 2016 à mai 2019⁶⁵⁹.

Cela étant – afin de précisément déterminer l'application de l'obligation de compensation centrale dans le temps – deux dates doivent être prises en compte pour déterminer si l'obligation réglementaire est bel et bien applicable. D'une part, le dérivé concerné⁶⁶⁰ ne sera obligatoirement compensable centralement que si celui-ci est conclu à partir de l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation centrale pour la catégorie à laquelle il appartient⁶⁶¹. D'autre part, il convient de tenir compte d'une obligation dite du "*frontloading*" permettant une « *sorte d'application rétroactive de l'obligation de compensation* »⁶⁶². Ainsi, devront être compensées centralement les dérivés de gré à gré conclus « *à la date de notification à l'AEMF d'un agrément de contrepartie centrale aux fins de l'obligation de compensation, ou après cette date, mais avant la date à laquelle l'obligation de compensation prend effet, à condition que la durée résiduelle de ces contrats soit supérieure à la durée minimale fixée par la Commission* »⁶⁶³. Bien que cette obligation ait pour effet d'avancer dans le temps l'application de l'obligation de compensation centrale, celle-ci a été jugée légitime par le législateur européen, du fait que la condition du dépassement d'une certaine durée résiduelle minimale permet de ne pas affecter les contrats n'ayant « *pas d'importance significative en termes de risque systémique* »⁶⁶⁴.

305. – Ces catégories de dérivés soumis *ab initio* à l'obligation de compensation centrale doivent néanmoins s'articuler avec l'exonération prévue par le législateur européen concernant l'hypothèse des transactions intragroupes.

⁶⁵⁹ Conformément à l'art. 3 du Règlement délégué n°2015/2205 (p. 17), l'obligation de compensation centrale prendra effet à compter du 21 juin 2016 pour les swaps de base ; du 21 décembre 2016 pour les swaps de taux d'intérêt fixe contre variable ; du 21 juin 2017 pour les contrats à terme de taux ; et du 21 décembre 2018 pour les swaps indexés sur le taux à un jour. Conformément à l'art. 3 du Règlement délégué 2016/592 (p. 9), l'obligation de compensation centrale prendra effet à compter du 9 février 2017 au 9 mai 2019 selon les différentes catégories de dérivés sur défaut de crédit (dit "CDS") de gré à gré sur indices européens sans tranches.

⁶⁶⁰ C'est-à-dire appartenant à l'une des catégories susvisées soumises à l'obligation de compensation centrale.

⁶⁶¹ Tel que susvisé, on a vu en effet que l'obligation de compensation centrale ne prend pas effet au même moment selon la catégorie concernée (swaps de base, swaps de taux d'intérêt fixe contre variable, CDS de gré à gré sur indices européens sans tranches, etc.).

⁶⁶² F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1^{er} avril 2014, p. 237, §44.

⁶⁶³ Règlement EMIR n° 648/2012, cons. n° 20, p. 3 et art. 4, §1, b), ii), p. 18. Concernant la durée résiduelle minimale des contrats, en tenant compte des différentes catégories des contreparties en présence ainsi que des produits dérivés concernés, elle peut varier de 6 mois à 50 ans. Elle est précisée au sein de l'article 4 du Règlement délégué n°2015/2205, p. 18.

⁶⁶⁴ Règlement délégué n°2015/2205, cons. n° 16, p. 15.

306. – Exonération des transactions intragroupes – Si l'on a vu que les transactions intragroupes étaient prises en compte pour le calcul du seuil de compensation, le règlement EMIR prévoit en revanche la possibilité pour ces transactions d'être exonérées de l'obligation de compensation centrale, lorsque certaines conditions sont respectées⁶⁶⁵.

Toutes les transactions entre sociétés d'un même groupe ne peuvent pas être qualifiées d'"intragroupes" et cette qualification varie selon que l'on est en présence de contreparties financières ou non financières.

Concernant d'abord les contreparties non financières, il s'agit de tout contrat dérivé de gré à gré « *conclu avec une autre contrepartie appartenant au même groupe, sous réserve que les deux contreparties soient intégralement incluses dans le même périmètre de consolidation, qu'elles soient soumises à une procédure appropriée et centralisée d'évaluation, de mesure et de contrôles des risques (...)* »⁶⁶⁶.

Concernant ensuite les contreparties financières, il s'agit de tout contrat dérivé de gré à gré « *conclu avec une autre contrepartie appartenant au même groupe (...)* »⁶⁶⁷, ou également « *conclu avec une autre contrepartie, lorsque les deux contreparties font partie du même système de protection institutionnel (...)* »⁶⁶⁸, ou encore « *conclu entre des établissements de crédit affiliés au même organismes central ou entre ces établissements de crédit et ledit*

⁶⁶⁵ En ce sens : « *La dérogation (...) ne s'applique que : a) lorsque les deux contreparties établies dans l'Union et appartenant au même groupe ont notifié au préalable à leurs autorités compétentes respectives (...) leur intention de faire usage de la dérogation pour les contrats dérivés de gré à gré conclus entre elles. (...) Dans un délai de trente jours civils après réception de cette notification, les autorités compétentes peuvent s'opposer à l'utilisation de la dérogation si les transactions entre les contreparties ne satisfont pas aux conditions énoncées à l'article 3, sans préjudice du droit des autorités compétentes de faire opposition après l'expiration de cette période de trente jours civils lorsque lesdites conditions ne sont plus remplies. (...); b) aux contrats dérivés de gré à gré entre deux contreparties appartenant au même groupe qui sont établies dans un État membre et dans un pays tiers lorsque la contrepartie établie dans l'Union a été autorisée à appliquer la dérogation par son autorité compétente dans un délai de trente jours civils après que celle-ci a reçu la notification de la contrepartie établie dans l'Union, pour autant que les conditions énoncées à l'article 3 soient remplies. (...)* » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 4, §2, p. 18).

⁶⁶⁶ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 4, §1, p. 16 : « (...) et que l'autre contrepartie en question soit établie dans l'Union ou, si elle est établie dans un pays tiers, que la Commission ait adopté, pour ce pays tiers, un acte d'exécution au titre de l'article 13, paragraphe 2 ».

⁶⁶⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 3, §2, a), p. 17 : « (...) sous réserve que les conditions suivantes soient remplies : (i) la contrepartie financière est établie dans l'Union ou, si la contrepartie financière est établie dans un pays tiers, la Commission a adopté, pour ce pays tiers, un acte d'exécution au titre de l'article 13, paragraphe 2 ; (ii) l'autre contrepartie est une contrepartie financière, une compagnie financière holding, un établissement financier ou une entreprise de services auxiliaires soumis à des exigences prudentielles appropriées ; (iii) les deux contreparties sont intégralement incluses dans le même périmètre de consolidation ; et (iv) les deux contreparties sont soumises à des procédures appropriées et centralisées d'évaluation, de mesure et de contrôle des risques ; ».

⁶⁶⁸ Sous réserve que l'autre contrepartie est une contrepartie financière, une compagnie financière holding, un établissement financier ou une entreprise de services auxiliaires soumis à des exigences prudentielles appropriées (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 3, §2, b), p. 17).

organisme central (...) »⁶⁶⁹, ou enfin « conclu avec une contrepartie non financière appartenant au même groupe (...) »⁶⁷⁰.

307. – Pour résumer, on comprend que le champ d'application *rationae personae* a été élaboré par le législateur européen aux fins de soumettre à la compensation centrale le maximum d'intervenants sur le marché des dérivés de gré à gré. Le champ d'application *rationae materiae* a quant à lui pour conséquence de soumettre à la compensation centrale une écrasante majorité – en termes de volume et non de catégories – du marché des dérivés de gré à gré. Au niveau européen, le périmètre d'application de l'obligation de compensation centrale est donc *in fine* très large et le législateur s'est manifestement efforcé d'assurer l'effectivité d'une importante compensation centrale du marché des dérivés de gré à gré. On remarque également que le législateur n'a pas manqué de prévoir des dispositions en matière extraterritoriale, et ce aux fins de maximiser les chances de voir sa réglementation le plus souvent applicable.

B. Périmètre extraterritorial de l'obligation de compensation centrale

308. – L'objectif initial des dirigeants du G20 était de mettre en place un ensemble de mesures destinées à améliorer la transparence et la surveillance réglementaire des dérivés de gré à gré « à l'échelle internationale »⁶⁷¹. En réponse à ces prétentions universelles, le règlement EMIR a tenu à préciser la mise en œuvre de l'obligation de compensation centrale dans les hypothèses présentant des éléments d'extranéité tels que la présence d'une chambre de compensation étrangère (1) ou celle de contreparties étrangères (2).

1. Hypothèse de chambre de compensation étrangère

309. – Hypothèses d'extranéité – Les raisons pouvant conduire une chambre de compensation étrangère à intervenir au sein d'une transaction *a priori* de "droit européen" sont nombreuses. D'abord, les raisons peuvent tenir à la simple concurrence commerciale

⁶⁶⁹ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 3, §2, c), p. 17. Les établissements de crédit sont ceux visés à l'article 3, paragraphe 1 de la Directive 2006/48/CE.

⁶⁷⁰ Sous réserve « que les deux contreparties soient intégralement incluses dans le même périmètre de consolidation, qu'elles soient soumises à une procédure appropriée et centralisée d'évaluation, de mesure et de contrôle des risques et que la contrepartie en question soit établie dans l'Union ou dans un pays tiers pour lequel la Commission a adopté un acte d'exécution au titre de l'article 13, paragraphe 2 » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 3, §2, d), p. 17).

⁶⁷¹ Règlement EMIR n° 648/2012, cons. n°5, p. 2.

entre les différentes contreparties centrales. L'activité de *clearing* étant par essence une activité transnationale à l'instar des opérations qui y sont compensées, un intervenant économique peut dès lors décider – pour un même produit – de recourir aux services d'une chambre de compensation située en dehors de l'Union européenne en raison de son coût plus intéressant.

Également, toutes les chambres de compensation ne compensent pas les mêmes produits. Dans l'hypothèse où aucune contrepartie centrale de l'Union européenne serait à même de traiter une opération donnée, alors les acteurs – bien qu'européens – peuvent être contraints de recourir aux services d'une chambre de compensation établie dans un pays tiers.

310. – Condition de reconnaissance – Ces hypothèses d'extranéité présentent néanmoins un risque du point de vue systémique. En effet, « *la propagation d'une défaillance de ces chambres [ndlr : étrangères] à des compensateurs de l'Union européenne peuvent impacter le fonctionnement des marchés européens* »⁶⁷². Afin d'éviter de telles situations, le règlement EMIR est venu préciser qu'une « *contrepartie centrale établie dans un pays tiers ne peut fournir des services de compensation à des membres compensateurs ou à des plates-formes de négociation établis dans l'Union que si ladite contrepartie est reconnue par l'AEMF* »⁶⁷³. Le texte européen conditionne donc la possibilité pour une chambre de compensation établie dans un pays tiers de fournir des services de compensation à des acteurs de l'Union européenne au respect d'une procédure de reconnaissance.

311. – Reste que les adhérents compensateurs européens peuvent avoir des succursales ou des filiales à l'étranger. On pourrait s'interroger à leur égard sur la nécessité ou non du respect de cette condition de reconnaissance. Ont été apportées des précisions par notre gendarme national de la bourse (AMF) en tenant compte des critères de l'autonomie juridique et du lieu d'enregistrement.

Concernant d'abord les succursales des membres compensateurs européens situées dans un pays tiers, le raisonnement est le suivant : les succursales étant « *réputées être établies dans l'Union (...) les contreparties centrales du pays tiers doivent être reconnues au titre du Règlement EMIR pour pouvoir fournir des services à ces succursales* »⁶⁷⁴.

⁶⁷² P. Goutay, « *Les chambres de compensation : de l'ombre à la lumière* », Bulletin Joly Bourse n° 12, 1^{er} décembre 2012, p. 545, IV.

⁶⁷³ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 25, §1, p. 29.

⁶⁷⁴ AMF, « *Règlement européen EMIR : Questions-Réponses de la Commission européenne* », version française proposée par l'AMF, Février 2013, III), Question n° 3, p. 8.

Concernant ensuite les filiales de sociétés européennes enregistrées dans un pays tiers, « *les contreparties centrales situées dans [le] pays tiers n'ont pas à être reconnues au titre du Règlement Emir pour [leur] fournir des services* »⁶⁷⁵.

312. – Processus de reconnaissance – Concernant ce processus de reconnaissance permettant à une contrepartie centrale de pays tiers de fournir ses services au sein de l'Union, on peut préciser que la procédure est initiée par la chambre étrangère elle-même⁶⁷⁶ et implique pour celle-ci de fournir un certain nombre d'informations à l'AEMF⁶⁷⁷. L'acceptation de la demande de reconnaissance est ensuite soumise à diverses conditions⁶⁷⁸. Parmi celles-ci, il est notamment précisé que la Commission doit avoir adopté un acte d'exécution « *indiquant que le cadre juridique et le dispositif de surveillance [du] pays tiers garantissent que les contreparties centrales agréées dans ce pays tiers respectent des exigences juridiquement contraignantes qui sont équivalentes aux exigences prévues par (...) [le Règlement EMIR], que ces contreparties centrales font l'objet d'une surveillance et d'une mise en œuvre efficaces et continues dans ce pays tiers et que le cadre juridique de ce pays tiers prévoit un système effectif équivalent pour la reconnaissance des contreparties centrales agréées en vertu de régimes juridiques de pays tiers* »⁶⁷⁹.

313. – Une fois cette procédure de reconnaissance réussie par la chambre de compensation étrangère, celle-ci obtient le statut de contrepartie centrale éligible (dit "QCCP")⁶⁸⁰ dans toute l'Union européenne. Ce statut lui permettra de fournir ses services de compensation au sein de l'Union, tout en restant enregistrée auprès de son autorité étrangère compétente et sans être directement soumise à l'AEMF. La raison de cette non soumission des QCCP étrangères à l'ESMA réside précisément dans le fait que les exigences appliquées par l'autorité étrangère

⁶⁷⁵ AMF, « *Règlement européen EMIR : Questions-Réponses de la Commission européenne* », version française proposée par l'AMF, Février 2013, III), Question n° 3, p. 8.

⁶⁷⁶ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 25, §4, p. 29 : « *La contrepartie centrale visée au paragraphe 1 soumet sa demande à l'AEMF* ».

⁶⁷⁷ L'ensemble des informations à fournir à l'AEMF est détaillé à l'art. 2 du Règlement délégué n° 153/2013, p. 47.

⁶⁷⁸ L'ensemble des conditions à remplir par la CCP étrangère sont détaillées à l'art. 25 §2 du Règlement EMIR n° 648/2012, p. 29.

⁶⁷⁹ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 25, §6, p. 30.

⁶⁸⁰ On parle de "QCCP" pour "*Qualifying Central Counterparty*" – ou encore de contrepartie centrale éligible – pour désigner toute contrepartie centrale habilitée à proposer ses services de compensation, soit en ayant été agréée conformément à l'article 14 du Règlement EMIR lorsqu'il s'agit d'une chambre de compensation au sein de l'Union européenne, soit en ayant été reconnue conformément à l'article 25 de ce même Règlement lorsqu'il s'agit d'une chambre de compensation établie dans un pays tiers.

compétente auront déjà été jugées suffisantes (ou plutôt équivalentes à celles issues d'EMIR) au cours de l'audit assuré lors de la procédure d'équivalence⁶⁸¹.

314. – À ce jour, la Commission européenne a déjà adopté un certain nombre de décisions dites “d'équivalence” en faveur de plusieurs contreparties centrales étrangères. Ainsi, les juridictions étrangères bénéficiant de l'équivalence au regard de la réglementation EMIR sont notamment les Etats-Unis d'Amérique, l'Australie, Singapour, le Japon, Hong Kong, le Canada, la Suisse, l'Afrique du Sud, le Mexique et la République de Corée⁶⁸².

La décision d'équivalence ayant été adoptée en faveur des Etats-Unis d'Amérique⁶⁸³ mérite d'être soulignée tant elle constitue une « *étape importante pour la convergence réglementaire au niveau mondial* »⁶⁸⁴, notamment en raison du fait que les USA et l'Union européenne hébergent à eux deux « *les plus grands marchés de produits dérivés au monde* »⁶⁸⁵.

315. – Risque d'arbitrage réglementaire – La procédure de reconnaissance susvisée soulève également des questions d'ordre macroéconomique dont la Commission européenne semble – fort heureusement – avoir conscience. En effet, cette dernière attire l'attention sur l'importance de « *veiller à ce que les CCP de pays tiers qui sont reconnues ne perturbent pas le bon fonctionnement des marchés de l'Union. C'est la raison pour laquelle il est essentiel de faire en sorte que les contreparties centrales ne soient pas en mesure de ramener leurs obligations en matière de gestion des risques en-deçà des normes de l'Union, ce qui pourrait entraîner des arbitrages réglementaires* »⁶⁸⁶.

La procédure d'équivalence vise à s'assurer de la similarité de la réglementation étrangère avec la réglementation européenne afin précisément de limiter toute concurrence et d'éviter

⁶⁸¹À titre d'illustration, la décision d'équivalence accordée aux chambres de compensation américaines précisait ainsi que les contreparties centrales européennes et américaines exerceront leur activité « *selon les mêmes normes élevées, à un niveau de coût comparable pour leurs membres. (...) Cela signifie que les banques de l'Union pourront appliquer à leurs expositions sur ces contreparties centrales [ndlr : américaines] une pondération de risque moins élevée lors du calcul de leurs fonds propres réglementaires* » (Commission européenne, « *La Commission européenne adopte une décision d'équivalence pour les contreparties centrales des Etats-Unis* », Communiqué de presse, 15 mars 2016 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-807_fr.htm)

⁶⁸² European Commission, « *First 'equivalence' decisions for central counterparty regulatory regimes adopted today* », Press release, 30 October 2014 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1228_fr.htm?locale=fr ; Commission européenne, « *La Commission européenne adopte une décision d'équivalence pour les CCP au Canada, en Suisse, en Afrique du Sud, au Mexique et en République de Corée* », Communiqué de presse, 13 novembre 2015 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6075_fr.htm?locale=fr.

⁶⁸³ Commission européenne, *op. cit.*, Communiqué de presse, 15 mars 2016.

⁶⁸⁴ Commission européenne, *op. cit.*, Communiqué de presse, 15 mars 2016.

⁶⁸⁵ Commission européenne, « *Contreparties centrales : la Commission européenne et la Commodity Futures Trading Commission des Etats-Unis conviennent d'une approche commune* », Communiqué de presse, 10 février 2016 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-281_fr.htm.

⁶⁸⁶ European Commission, *op. cit.*, Press release, 30 October 2014.

les arbitrages règlementaires. Les conséquences économiques attachées aux arbitrages règlementaires sont loin d'être négligeables et les enjeux sont réels pour l'industrie européenne⁶⁸⁷. Ces derniers « *peuvent conduire à favoriser une concurrence des chambres européennes par des chambres de pays tiers soumises à une supervision, certes supposée être comparable mais par définition différente, et à inciter éventuellement les chambres de pays tiers à ne pas solliciter de demande de reconnaissance, ce qui obligerait alors les compensateurs européens à créer des filiales locales ou à passer par des compensateurs locaux* »⁶⁸⁸. On peut comprendre ainsi que la procédure d'équivalence ne suffise pas complètement à rassurer les acteurs économiques.

316. – Mesure dépourvue de caractère extraterritorial – Précisons enfin que cette procédure de reconnaissance a fait dire à certains auteurs que le règlement EMIR n'était « *pas un texte extraterritoriale* »⁶⁸⁹, à la différence de son homologue américain qu'est le *Dodd Frank Act* (dit "DFA"). Il est vrai que cette procédure de reconnaissance n'implique de la part de l'AEMF aucune supervision *per se* des contreparties centrales étrangères mais simplement une démarche de vérification presque semblable à une *check list*.

À l'inverse, l'obligation de compensation centrale issue du *DFA* américain est rédigée en termes universels avec l'ambition affichée de soumettre toute entité de pays tiers à sa réglementation. Le texte américain dispose en effet qu'« *il est illégal pour toute personne de conclure un swap sauf à le soumettre à compensation auprès d'une chambre de compensation enregistrée au titre de la présente loi* »⁶⁹⁰. Le texte américain a donc opté ici pour une procédure d'enregistrement des contreparties centrales non américaines – au lieu et place d'une simple procédure de reconnaissance – les soumettant *de facto* sous le giron de l'autorité américaine compétente.

⁶⁸⁷ Un auteur illustre concrètement dans son article les conséquences financières de l'arbitrage règlementaire pour ce qui est du coût du collatéral notamment concernant l'*initial margin* : « *les règles américaines autorisent les chambres de compensation à calculer ces appels de marge sur la base d'un seul jour de liquidation alors qu'en Europe elles sont requises, par le règlement EMIR, de le faire sur la base de deux jours de liquidation. Les études faites par la Commission concluraient que sur la base de cette différence, une chambre de compensation européenne (...) demanderait environ 40% de plus de collatéral que son équivalente américaine. Ce n'est pas mince* » (A. Caillemer du Ferrage, « *Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier* », RDBF n° 6, Novembre 2015, dossier 51, §16).

⁶⁸⁸ P. Goutay, « *Les chambres de compensation : de l'ombre à la lumière* », Bulletin Joly Bourse n° 12, 1^{er} décembre 2012, p. 545, IV.

⁶⁸⁹ A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §2.

⁶⁹⁰ Section 723 (a) (3) (h) (1) (A) du DFA : « *It shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization that is registered under this act or a derivatives clearing organization that is exempt from registration under this act if the swap is required to be cleared* » – Traduction proposée par Alban Caillemer du Ferrage dans son article (A. Caillemer du Ferrage, *op. cit.*, §10).

317. – Comme on l’a dit initialement, l’intervention de contreparties centrales étrangères n’est pas la seule hypothèse prévue par le règlement EMIR qui présente des éléments d’extranéité, on a également celle où l’on est en présence de contreparties étrangères.

2. Hypothèse de contreparties étrangères

318. – Deux situations sont ici envisageables. Les opérations sur dérivés de gré à gré peuvent être soit, entre une contrepartie européenne et une contrepartie étrangère soit, entre deux contreparties issues de pays tiers.

319. – Opération avec une contrepartie étrangère – Concernant l’hypothèse d’une opération entre une contrepartie européenne et une contrepartie étrangère, les règles établies par le législateur européen sont relativement simples. Ainsi, le règlement EMIR soumet cette opération à l’obligation de compensation centrale seulement si les deux conditions suivantes sont remplies : d’une part, la contrepartie européenne est effectivement soumise à l’obligation réglementaire (c’est-à-dire que celle-ci est une FC ou une NFC+) et d’autre part, la contrepartie étrangère « *serait soumise à l’obligation de compensation si elle était établie dans l’Union* »⁶⁹¹.

L’idée retenue par le législateur européen est finalement que l’obligation de compensation centrale n’a vocation à s’appliquer qu’aux seules contreparties étrangères qui – fictivement – l’auraient été si celles-ci étaient établies au sein de l’Union européenne. Sont donc ici visées les contreparties financières ou NFC+ établies dans un pays tiers.

320. – Opération entre deux contreparties étrangères – Concernant l’hypothèse d’une opération entre deux contreparties étrangères, les critères d’application de l’obligation réglementaire sont quelque peu plus subtils.

Deux conditions sont nécessaires pour que l’opération entre deux contreparties étrangères soit soumise à l’obligation de compensation centrale. D’une part, les deux contreparties établies dans un ou plusieurs pays tiers seraient – là encore – « *soumises à l’obligation de compensation si elles étaient établies dans l’Union* »⁶⁹². D’autre part, il faut soit, que le

⁶⁹¹ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 4, §1, a), iv), p. 17.

⁶⁹² Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 4, §1, a), v), p. 17.

contrat attaché à l'opération « ait un effet direct, substantiel et prévisible dans l'Union »⁶⁹³ soit, que l'obligation de compensation centrale s'avère « nécessaire ou appropriée afin de prévenir le contournement de toute disposition du présent règlement »⁶⁹⁴.

321. – Aux fins de déterminer si un contrat présente un "effet direct, substantiel et prévisible dans l'Union", des normes techniques⁶⁹⁵ sont venues préciser les critères à utiliser. On constate ainsi que deux critères sont retenus.

D'une part, il est nécessaire qu'il soit caractérisé le bénéficiaire par au moins une des entités étrangères d'une « garantie apportée par une contrepartie financière établie dans l'Union »⁶⁹⁶. Il est également précisé que cette garantie doit satisfaire à deux conditions cumulatives. Tout d'abord, elle doit remplir une condition liée à la valeur du montant notionnel qu'elle couvre⁶⁹⁷. Enfin, la garantie doit remplir une condition liée au pourcentage qu'elle représente des expositions courantes de son émetteur⁶⁹⁸.

D'autre part, est pris en compte le fait que « les deux entités de pays tiers concluent un contrat dérivé de gré à gré par l'intermédiaire de leurs succursales dans l'Union et que ces entités seraient considérées comme des contreparties financières si elles étaient établies dans l'Union »⁶⁹⁹.

322. – Enfin, et alors que l'on a pu reprocher précédemment l'absence de véritable extraterritorialité à la procédure d'équivalence, on peut ici reconnaître – à l'instar de certains

⁶⁹³ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 4, §1, a) , v), p. 17.

⁶⁹⁴ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 4, §1, a) , v), p. 17.

⁶⁹⁵ Règlement délégué (UE) n° 285/2014 de la Commission du 13 février 2014 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant l'effet direct, substantiel et prévisible des contrats dans l'Union et la prévention du contournement des règles et obligations, JOUE n° L85 du 21/03/2014, p. 1.

⁶⁹⁶ Règlement délégué n° 285/2014, Art. 2, §1, p. 2.

⁶⁹⁷ Il est ainsi précisé que cette garantie doit couvrir « la totalité de l'engagement d'une entité de pays tiers au titre d'un ou de plusieurs contrats dérivés de gré à gré pour un montant notionnel agrégé d'au moins 8 milliards d'EUR ou un montant équivalent dans la devise étrangère pertinente, ou elle ne couvre qu'une partie de l'engagement d'une entité de pays tiers au titre d'un ou de plusieurs contrats dérivés de gré à gré pour un montant notionnel agrégé d'au moins 8 milliards d'EUR ou un montant équivalent dans la devise étrangère pertinente divisé par le pourcentage de l'engagement couvert » (Règlement délégué n° 285/2014, Art. 2, §1, a), p. 2).

⁶⁹⁸ La garantie doit effectivement être « égale à 5% au moins de la somme des expositions courantes (...) aux contrats dérivés de gré à gré de la contrepartie financière établie dans l'Union qui émet la garantie. (...) elle est égale à 5% au moins de la somme des expositions courantes, telles que définies à l'article 272, point 17, du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil, aux contrats dérivés de gré à gré de la contrepartie financière établie dans l'Union qui émet la garantie » (Règlement délégué n° 285/2014, Art. 2, §1, b), p. 3).

⁶⁹⁹ Règlement délégué n° 285/2014, Art. 2, §2, p. 3.

auteurs⁷⁰⁰ – le caractère extraterritorial de cette disposition prévue par la réglementation EMIR. En effet, dans l'hypothèse où l'ensemble des conditions susvisées est rempli, force est d'admettre qu'une opération – bien qu'entre deux contreparties étrangères – se retrouve être soumise à l'obligation de compensation centrale au titre du texte européen. Le motif derrière cette ambition extraterritoriale du législateur européen est manifestement la volonté de « *favoriser la stabilité financière au sein de l'Union* »⁷⁰¹.

323. – Pour résumer, on comprend que le périmètre européen de l'obligation de compensation centrale a été élaboré aux fins d'y soumettre une très grande partie du marché des dérivés de gré à gré (tant en acteurs qu'en volumes). Bien que le législateur européen se soit montré moins "agressif" au niveau extraterritorial, ce dernier s'est malgré tout réservé d'importantes hypothèses d'extranéité lui permettant d'optimiser l'application extraterritoriale de sa réglementation.

Fort de ce bouleversement qu'a connu le paysage des dérivés de gré à gré, les opérationnels et notamment les associations professionnelles ont rapidement dû s'adapter aux nouvelles règles en vigueur et proposer une documentation contractuelle adaptée. Plus qu'un bouleversement, certains opérationnels ont parfois parlé ici de "tsunami" contractuel.

§2. La documentation contractuelle nécessaire à la compensation centrale

324. – Complexification de la documentation – L'architecture contractuelle en matière de dérivés de gré à gré repose initialement sur une approche bilatérale. L'intervention d'une chambre de compensation vient naturellement bouleverser cette architecture initiale et en complexifie quelque peu la documentation.

Du fait que l'obligation de compensation centrale fasse intervenir plusieurs acteurs, la nouvelle architecture contractuelle vient faire s'articuler plusieurs relations contractuelles. Schématiquement, on peut distinguer la documentation applicable entre contreparties finales, entre adhérent et client et enfin entre chambre et adhérents.

⁷⁰⁰ Pour un auteur, seules deux des dispositions d'EMIR « *semblent porter une authentique ambition extraterritoriale* », à savoir l'obligation de compensation centrale entre deux entités établies dans un ou plusieurs pays tiers ainsi que le contrôle de l'application au niveau international des principes énoncés dans le Règlement EMIR par la Commission européenne avec l'aide de l'AEMF. (A. Caillemer du Ferrage, « *Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier* », RDBF n° 6, Novembre 2015, dossier 51, §6).

⁷⁰¹ Règlement EMIR n° 648/2012, cons. n° 23, p. 4.

325. – Documentation entre contreparties "finales" – On a vu que la relation bilatérale initiale entre les deux contreparties dites "finales" (c'est-à-dire soumises à l'obligation de compensation centrale au titre du règlement EMIR) avait vocation à cesser par l'interposition de la chambre de compensation. Aucun lien n'est donc censé exister entre ces deux contreparties. Pour autant, une documentation contractuelle va se mettre "temporairement" en place entre ces deux contreparties⁷⁰². Cette documentation a pour seul objet de « *faciliter la conclusion (...) ainsi que la compensation* »⁷⁰³ des transactions soumises à la compensation centrale. Elle n'est certes pas obligatoire, mais elle est néanmoins systématiquement utilisée en pratique car elle permet de régir la période qui s'écoule entre la demande de compensation et l'enregistrement auprès de la chambre de compensation. Sous ISDA, il s'agit de l'"ISDA/FIA Cleared Derivatives Execution Agreement" (dit "CDEA")⁷⁰⁴ et sous FBF, il s'agit de l'"Annexe Exécution"⁷⁰⁵.

326. – Précisons également que, dans l'absolu, il subsiste la documentation initiale (convention-cadre ISDA ou FBF) entre les contreparties finales, le temps que l'opération concernée soit acceptée par la chambre de compensation.

327. – Documentation entre adhérent et client – Lorsqu'une contrepartie finale – soumise à l'obligation de compensation centrale – n'est pas elle-même membre compensateur, celle-ci va recourir aux services d'un adhérent compensateur. Dans ce *scenario* on parle alors en pratique de "*clearing broker*" et de ses "clients"⁷⁰⁶. Or, il est prévu la mise en place entre eux d'une documentation spécifique qui a pour objet d'encadrer leurs relations contractuelles.

⁷⁰² C'est-à-dire soit entre les clients des *clearing brokers*, soit – si l'une des contreparties finales est elle-même adhérent compensateur pour son propre compte – entre elle et le client du *clearing broker*.

⁷⁰³ Expression issue des propos introductifs de l'Annexe Exécution relative à la convention-cadre AFB/FBF 1994/2001/2007/2013, Fédération Bancaire Française, version septembre 2015, p. 1 – <http://www.fbf.fr/fr/contexte-reglementaire-international/cadre-juridique/codes-et-conventions/convention-cadre-fbf-relative-aux-operations-sur-instruments-financiers-a-terme>.

⁷⁰⁴ Ici encore, chaque document a un champ d'application déterminé : L'ISDA/FIA CDEA s'applique aux CCP de droit anglais situées hors des Etats-Unis ; À l'inverse, pour les CCP de droit américain il convient de recourir au FIA-ISDA CDEA.

⁷⁰⁵ Il est également possible de trouver une documentation imposée par une CCP au lieu de celles proposées par l'ISDA et la FBF. L'existence de cette documentation *ad hoc* s'explique essentiellement par le fait que la CCP l'a développée avant celles des associations professionnelles. C'est le cas par exemple pour la CCP européenne LCH.Clearnet Limited qui prévoit son propre contrat de compensation entre les contreparties finales – à savoir l'« *Execution Standard Terms* » – à utiliser pour les opérations sous droit anglais qui sont compensées chez elle.

⁷⁰⁶ Hormis les hypothèses dites de compensation "indirecte", le client du *clearing broker* est la contrepartie finale de la compensation, c'est-à-dire celle qui serait signataire de la convention-cadre ISDA ou FBF si l'opération n'était pas soumise à la compensation centrale.

Sous ISDA, il s'agit de l'"ISDA/FIA Client Cleared OTC Derivatives Addendum"⁷⁰⁷ et sous FBF, il s'agit de l'"Annexe Compensation".

328. – Documentation entre chambre et adhérents – Enfin, la compensation centrale fait intervenir d'une part, la chambre de compensation et d'autre part, ses adhérents compensateurs. Chaque adhérent compensateur doit avoir adhéré à la chambre concernée. Cette adhésion se matérialise alors par une convention d'adhésion établie par la chambre de compensation visant à soumettre l'adhérent aux règles de fonctionnement ("*rulebook*") en vigueur au sein de ladite contrepartie centrale. Certes, cette convention d'adhésion est totalement extérieure aux contreparties finales. Il reste cependant que cela intéressera les quelques contreparties finales (le plus souvent les établissements de crédit) qui sont – en leur qualité d'adhérent compensateur – tenues de satisfaire elles-mêmes à cette documentation d'adhésion.

329. – Impact de la documentation sur la résiliation anticipée – Lorsque l'opération a été acceptée par la chambre de compensation, on a vu que l'opération bilatérale initiale cessait. Naturellement, cela emporte des conséquences sur les dispositions contractuelles renfermées par le contrat-cadre initial (ISDA ou FBF) "disparu". En effet, les cas de résiliation tels que prévus dans ce contrat-cadre initial ne peuvent *de facto* plus jouer ni entre les contreparties finales ni entre la chambre de compensation et ses adhérents. À ces dispositions contractuelles initiales sont "remplacées" celles en vigueur au sein de la chambre de compensation. Ainsi, seuls les manquements contractuellement prévus au sein du *rulebook*⁷⁰⁸ de la contrepartie centrale pourront s'appliquer aux membres compensateurs et constituer des cas de résiliation.

⁷⁰⁷ Sous ISDA chaque document possède un champ d'application bien précis. L'*ISDA/FIA Client Cleared OTC Derivatives Addendum* concerne les *clearing members* recourant aux CCP de droit anglais, utilisant le modèle *principal-to-principal*, situées hors des Etats-Unis. À l'inverse, pour les *clearing members* de droit américain recourant aux CCP américaines il convient de faire appel au *FIA-ISDA Cleared Derivatives Addendum*.

⁷⁰⁸ À titre d'exemple, le *rulebook* de LCH.Clearnet SA prévoit ses propres « Cas de Défaillance » qui sont « un Cas de Défaillance Contractuelle ou un Cas d'Insolvabilité ». Un Cas de Défaillance Contractuelle est « *Lorsque l'Adhérent Compensateur est dans l'incapacité de remplir ses obligations telles que prévues par la Règlementation de la Compensation ou semble sur le point d'être incapable de remplir ses obligations telles que prévues par la Règlementation de la Compensation, ou dans le cas d'une Chambre de Compensation Associée, lorsque cette de Chambre de Compensation Associée fait défaut dans le paiement à bonne date d'une Marge ou de tout solde de résiliation anticipé en cas de fermeture de service* ». Un Cas d'Insolvabilité est « *(i) lorsque l'Adhérent Compensateur ou une Chambre de Compensation Associée est soumis à une Procédure d'Insolvabilité ou (ii) sur la base des informations publiques disponibles, lorsqu'il apparaît que l'Adhérent Compensateur est susceptible d'être soumis à une Procédure d'Insolvabilité* » – Règles de la Compensation, LCH.Clearnet SA, Version française du 18 février 2016, Titre I, Chap. 1 Définitions, p. 7.

Précisons en revanche que tous les cas de résiliation ne jouent ici qu'en faveur de la chambre de compensation et ne peuvent en aucun cas être au bénéfice d'un adhérent compensateur⁷⁰⁹.

D'une manière générale, ces cas de résiliation s'inspirent très fortement de ceux détaillés dans les différentes conventions-cadres de place. À titre d'illustration, y sont ainsi visés des manquements à des obligations issues du *rulebook*, des défauts et retards de paiements ou encore la présence d'indices d'insolvabilité.

330. – De la même manière, le mécanisme du *close-out netting* issu du contrat-cadre initial disparu ne peut plus être mise en œuvre une fois l'interposition opérée de la chambre de compensation. La question aurait donc pu se poser de savoir si les contreparties centrales pouvaient prévoir dans leurs règles de fonctionnement le bénéfice de ce mécanisme exorbitant du droit commun. Le législateur est heureusement venu préciser que ce mécanisme de résiliation-compensation pouvait être mis en œuvre par une contrepartie centrale⁷¹⁰.

À titre d'illustration on retrouve d'ailleurs ce mécanisme de limitation du risque de contrepartie qu'est le *close-out netting* parmi les différentes mesures prévues au sein du *rulebook* de la chambre de compensation française LCH.Clearnet SA⁷¹¹.

331. – À ce stade de notre étude, nous avons vu que la technique de la compensation centrale permettait une mutualisation du risque de contrepartie entre les différents acteurs intervenant au processus de compensation (c'est-à-dire la chambre de compensation et ses adhérents) ; et que cette mutualisation du risque se "ventilait" différemment selon le modèle d'adhésion applicable ("*principal*" ou "*agency*"). Nous avons également vu que l'efficacité de la technique de la compensation centrale se voyait renforcée par des outils internes de gestion

⁷⁰⁹ À titre d'illustration voir le mécanisme de résiliation-compensation, à la seule initiative de LCH, qui conduit au paiement d'un solde net unique : « *Consécutivement à la liquidation, en suite d'un Cas de Défaillance d'un Adhérent Compensateur (...) LCH.Clearnet SA déterminera un solde net final Adhérent Compensateur Défaillant, qui sera considéré positif si LCH.Clearnet SA est débiteur vis-à-vis de l'Adhérent Compensateur Défaillant, et négatif si l'Adhérent Compensateur Défaillant est débiteur vis-à-vis de LCH.Clearnet SA (...)* ». – Règles de la Compensation, LCH.Clearnet SA, Version française du 18 février 2016, Art. 4.5.2.8, p. 79.

⁷¹⁰ Art. L211-36 du Code monétaire et financier : « *Les dispositions du présent paragraphe sont applicables : 1° Aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est (...) une chambre de compensation, (...) 3° Aux obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 [ndlr : Systèmes de paiement et systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers]* ».

⁷¹¹ En ce sens : « *En cas de survenance d'un cas de défaillance, [la chambre] peut, en collaboration avec l'autorité compétente concernée selon le cas, prendre toutes mesures qu'elle juge nécessaires afin de limiter son exposition et de minimiser les conséquences sur les participants du marché, que ces mesures soient prévues ou non dans la réglementation de la compensation* » (Règles de la Compensation, LCH.Clearnet SA, Version française du 18 février 2016, Art. 4.5.2.1, p. 70).

des risques – la ségrégation et le collatéral – qui assuraient une meilleure gestion de l'exposition au risque de contrepartie mutualisé subsistant.

Après avoir détaillé quelles opérations sur dérivés de gré à gré se voyaient soumises à l'obligation de compensation centrale, il nous reste à étudier les autres techniques d'atténuation des risques que la réglementation EMIR impose aux dérivés non compensés centralement.

Chapitre 2 – Les techniques d’atténuation des risques

332. – Le règlement EMIR impose aux parties d’opérations sur dérivés de gré à gré non compensés centralement des techniques⁷¹² destinées à leur permettre « *de mesurer, de surveiller et d’atténuer le risque opérationnel et le risque de crédit de la contrepartie* »⁷¹³. Malgré l’objectif commun auquel participe l’ensemble de ces techniques, il convient de distinguer d’une part la principale technique et « *la plus lourde de conséquences pour l’industrie* »⁷¹⁴ : l’obligation de collatéralisation (section 1). D’autre part, il nous restera à évoquer les autres techniques d’atténuation des risques, plus secondaires (section 2).

Section 1 – La technique principale : la collatéralisation

333. – Parmi les techniques de limitation du risque de contrepartie imposées aux parties d’opérations sur dérivés, on retrouve à nouveau celle dite de "collatéralisation". Rappelons – tel que nous l’avons vu précédemment⁷¹⁵ – que cette technique vise l’échange réciproque d’actifs entre les parties aux fins de garantir leurs engagements. Initialement, une grande partie des dérivés de gré à gré échappait à cette technique de collatéralisation qui restait sur une base volontaire. Au lendemain de la crise financière mondiale de 2008, l’ambition du législateur européen fut de généraliser le recours à cette pratique. Si ce mécanisme était d’ores-et-déjà à la disposition des parties, le Règlement EMIR est venu établir son impérativité à l’égard de certains produits dérivés conclus de gré à gré (§1). Ce mécanisme a souvent été présenté comme une technique "phare" de la réglementation européenne au titre de l’atténuation du risque de contrepartie⁷¹⁶. Or, quelques années après l’entrée en vigueur de cette obligation réglementaire, la mise en œuvre du mécanisme de collatéralisation rend désormais possible de s’interroger sur sa réelle efficacité (§2).

⁷¹² Obligations de confirmation rapide, de valorisation quotidienne, de rapprochement de portefeuilles, de compression de portefeuille, de règlement des différends et enfin d’appel de marges. Voir : Règlement EMIR n°648/2012, Art. 11, p. 22.

⁷¹³ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 11 §1, p. 22.

⁷¹⁴ A. Gaudemet, « *EMIR 2/5 : les techniques d’atténuation des risques* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2015, comm. 22, §1.

⁷¹⁵ Voir *supra* §147 et s.

⁷¹⁶ Comme l’évoquent certains auteurs, « *le législateur européen a adopté, à travers le Règlement EMIR (...) des mesures tendant à réduire les risques de défaut des contreparties. L’une des dispositions phares de ce Règlement a été l’exigence de fournir des marges afin de couvrir ce risque* » (A. Achard, A. N’Diaye, « *Les acteurs financiers à l’épreuve de la réglementation sur les appels de marge* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, juillet-août 2017, étude 19, introduction).

§1. L'impérativité du mécanisme de collatéralisation

334. – Certes, l'apport du législateur européen n'a pas été de créer le mécanisme de collatéralisation mais uniquement de prévoir son impérativité à l'égard des produits dérivés conclus de gré à gré non-compensés centralement. Pour autant, l'objet de cette obligation règlementaire présente quelques spécificités par rapport aux traditionnels accords de collatéralisation ayant cours en matière de dérivés (A) et emporte également certaines conséquences pour le marché de gré à gré (B).

A. Objet de l'obligation règlementaire

335. – **Une technique d'atténuation des risques** – Le Règlement EMIR s'est attaché à imposer des « *techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale* »⁷¹⁷. C'est au titre de ces "techniques d'atténuation des risques" que l'on trouve l'obligation pour certaines contreparties de disposer « *de procédures de gestion des risques qui prévoient un échange de garanties (collateral) effectué de manière rapide, exacte et avec une ségrégation appropriée en ce qui concerne les contrats dérivés de gré à gré* »⁷¹⁸. Le législateur européen estime – de façon expresse – que ce mécanisme du collatéral constitue une "technique d'atténuation des risques", en ce sens qu'il permet aux acteurs du marché de gré à gré « *de se prémunir contre les expositions de crédit sur des contreparties de contrats dérivés en collectant des marges* »⁷¹⁹. Le collatéral échangé a donc vocation à couvrir tout spécialement le risque pour chaque contrepartie que l'autre contrepartie « *fasse défaut avant le règlement définitif des flux de trésorerie liés à la transaction* »⁷²⁰.

Nous avons vu précédemment que l'intervention d'une chambre de compensation – en raison de l'obligation de compensation centrale instaurée par le Règlement EMIR à l'égard de certains produits dérivés – entraînait elle aussi l'application d'appels de marge pour les contreparties. On comprend donc, avec l'adjonction de cette obligation de collatéralisation à

⁷¹⁷ Art. 11 du Règlement EMIR n° 648/2012, p. 22.

⁷¹⁸ Art. 11 §3 du Règlement EMIR n° 648/2012, p. 22.

⁷¹⁹ Règlement délégué 2016/2251, §1, p. 9.

⁷²⁰ A. Achard, A. N'Diaye, « *Les acteurs financiers à l'épreuve de la réglementation sur les appels de marge* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, juillet-août 2017, étude 19, §2. Ces auteurs ajoutent que : « *La conclusion d'un contrat dérivé de gré à gré non compensé de manière centrale, soumet chaque contrepartie au risque que l'autre fasse défaut avant le règlement définitif des flux de trésorerie liés à la transaction. Afin d'appréhender ce risque, le régulateur européen a prévu deux types de sûreté, consistant en l'échange d'actifs : la marge initiale et la marge de variation* ».

l'égard des dérivés non compensés centralement, que le législateur européen a cherché *in fine* à généraliser le recours au collatéral à l'ensemble des produits dérivés de gré à gré.

336. – Deux marges distinctes – De manière plus précise, cette obligation d'échange réciproque de collatéral entre les parties à l'égard des dérivés non compensés consiste par la fourniture et la collecte de deux marges qu'il convient de bien distinguer, à savoir la marge de variation et la marge initiale.

D'une part, on trouve la marge de variation ("*variation margin*") qui correspond au collatéral « *collecté par une contrepartie en fonction des résultats de la valorisation quotidienne des contrats en cours* »⁷²¹. Ici, c'est l'évolution quotidienne de la valeur de marché courante ("*mark-to-market*") au titre du produit dérivé qui justifie l'échange de collatéral. Ainsi, une même contrepartie pourra fournir ou collecter le collatéral selon les fluctuations de la valeur de marché du produit dérivé.

D'autre part, on a également la marge initiale ("*initial margin*") qui correspond au collatéral « *collecté par une contrepartie pour couvrir son exposition courante et son exposition future potentielle dans l'intervalle entre la dernière collecte de marges et la liquidation des positions ou la couverture du risque de marché en cas de défaut de l'autre contrepartie* »⁷²². Ici, c'est la potentielle évolution défavorable de la valeur de marché du dérivé par rapport à la dernière collecte de marges avant l'évènement de défaut qui justifie l'échange de collatéral.

Bien que distinctes, on comprend que la fourniture de ces deux marges est de la même façon liée à l'évolution du *mark-to-market* au titre du produit dérivé. Pour cette raison, les parties peuvent alternativement "collecter" ou "fournir" les marges initiale et de variation selon que la fluctuation de la valeur du produit évolue ou non en leur faveur. De la même manière, les fournitures de ces deux marges sont recalculées à une fréquence régulière. Alors que la marge de variation doit être calculée quotidiennement⁷²³, la marge initiale l'est quant à elle seulement dans des cas prédéterminés⁷²⁴. Les méthodes de calcul de ces deux marges sont différentes et répondent respectivement à des règles spécifiques⁷²⁵. À l'instar des contrats de collatéralisation traditionnels, ici encore un grand nombre d'actifs est éligible au titre du collatéral fourni aux fins de ces deux marges (titres divers, espèces, or, actions, etc.)⁷²⁶.

⁷²¹ Article 1^{er}, 2) du Règlement délégué 2016/2251, p. 17.

⁷²² Article 1^{er}, 1) du Règlement délégué 2016/2251, p. 17.

⁷²³ Article 9, 1) du Règlement délégué 2016/2251, p. 23.

⁷²⁴ Article 9, 2) du Règlement délégué 2016/2251, p. 23.

⁷²⁵ Les méthodes de calcul concernant la marge de variation et la marge initiale sont respectivement déterminées aux articles 10 et 11 du Règlement délégué 2016/2251 (p. 23).

⁷²⁶ Actifs éligibles détaillés aux articles 4 et 5 du Règlement délégué 2016/2251 (p. 19 et 20).

337. – Ségrégation et tiers dépositaire – En plus d'imposer aux parties la fourniture et la collecte de marges (initiale et de variation), le législateur européen souhaite également que ces marges fassent l'objet d'une ségrégation "appropriée". Les dispositifs de ségrégation du collatéral⁷²⁷ se distinguent selon la marge dont il est question et se révèlent être plus contraignants en matière de marge initiale.

Il est ainsi imposé à la contrepartie qui fournit la marge initiale de détenir le collatéral sur des « *comptes conservateurs à l'abri de l'insolvabilité* »⁷²⁸. Les marges initiales doivent également être « *protégées contre le défaut ou l'insolvabilité de la contrepartie qui les collecte [soit] dans les livres et registres d'un tiers détenteur ou d'un conservateur [soit] par d'autres dispositifs juridiquement contraignants* »⁷²⁹. En pratique, l'ensemble des institutions financières de la place choisit de recourir aux services d'un tiers dépositaire concernant la marge initiale. Quoi qu'il en soit, que les contreparties recourent ou non à un tiers, les actifs (autres qu'en espèces⁷³⁰) échangés au titre de la marge initiale doivent aussi faire « *l'objet d'une ségrégation par rapport au reste des actifs que [le tiers dépositaire ou la contrepartie qui collecte ou qui fournit] détient en tant que propriétaire* »⁷³¹.

En matière cette fois-ci de marges tant initiale que de variation, il est également imposé aux tiers dépositaires et aux contreparties qui collectent les actifs (autres qu'en espèces) au titre du collatéral de "toujours" donner à la contrepartie qui les fournit la possibilité que ses actifs « *fassent l'objet d'une ségrégation par rapport aux actifs des autres contreparties* »⁷³² qui fournissent également du collatéral.

338. – Un large champ d'application – Concernant le périmètre de cette obligation de collatéralisation, le législateur européen l'a décidé large. Sont ainsi soumises à cette obligation toutes les entités financières et non financières d'une importance systémique (le plus souvent connues sous leurs acronymes anglo-saxons "*FC*" et "*NFC+*"⁷³³) qui concluent des opérations sur dérivés de gré à gré sans l'intervention d'une contrepartie centrale.

⁷²⁷ Étant précisé que l'ensemble de ces dispositifs de ségrégation doivent être vérifiés par un examen juridique indépendant (Art. 19 §6 du Règlement délégué 2016/2251, p. 29).

⁷²⁸ Art. 19 §1 c) du Règlement délégué 2016/2251, p. 28.

⁷²⁹ Art. 19 §3 du Règlement délégué 2016/2251, p. 29.

⁷³⁰ Les espèces collectées en tant que marge initiale sont quant à elles « *conservées sur des comptes d'espèces auprès de banques centrales ou d'établissements de crédit qui remplissent [certaines conditions]* » (Art. 19 §1 e) du Règlement délégué 2016/2251, p. 28).

⁷³¹ Art. 19 §4 a), b) et c) du Règlement délégué 2016/2251, p. 29.

⁷³² Art. 19 §5 du Règlement délégué 2016/2251, p. 29 ;

⁷³³ "*FC*" pour "*Financial Counterparty*" et "*NFC+*" pour "*Non Financial Counterparty*" dépassant le seuil de compensation fixé par le Règlement EMIR.

Il existe quelques distinctions concernant les champs d'application des obligations de marge initiale et de marge de variation. Le seuil pour l'application des exigences de marge initiale a vocation d'ici 2020 à être fixé à 8 milliards d'euros de montant brut notionnel moyen agrégé de l'encours des contrats⁷³⁴, calculé au niveau du groupe auquel appartient la contrepartie⁷³⁵ ou, à défaut, au niveau de l'entité⁷³⁶. Il est également prévu que certains produits dérivés spécifiques – relatifs au change – soient exemptés de marge initiale⁷³⁷.

Concernant l'obligation générale de collatéralisation, c'est-à-dire à la fois de marge initiale et de marge de variation, certaines exemptions sont également possibles mais restent relativement restreintes. Il est par exemple admis l'absence de collecte de collatéral auprès d'une contrepartie lorsque le montant dû depuis la dernière collecte est inférieur ou égal au montant convenu par les contreparties (ne pouvant pas dépasser 500 000 euros)⁷³⁸. Les transactions intragroupes se voient exemptées de l'obligation de collatéralisation⁷³⁹. Il est également prévu que les dérivés associés à des obligations garanties à des fins de couverture puissent être exemptés – sous réserve que certaines conditions soient remplies⁷⁴⁰ – d'une part, de la fourniture et de la collecte de marge initiale⁷⁴¹ et d'autre part, de la fourniture de la marge de variation par l'émetteur d'obligations garanties ou le panier de couverture⁷⁴².

⁷³⁴ L'obligation relative à la marge initiale s'applique lorsque les deux contreparties ont, ou appartiennent à des groupes dont chacun a, un montant notionnel moyen agrégé de dérivés non compensés de manière centrale qui dépasse : 1 500 milliards d'euros à partir du 1^{er} septembre 2018 ; 750 milliards d'euros à partir du 1^{er} septembre 2019 ; 8 milliards d'euros à partir du 1^{er} septembre 2020 – Art. 36 §1 c), d) et e) du Règlement délégué 2016/2251, p. 37.

⁷³⁵ Étant précisé que lorsqu'une contrepartie appartient à un groupe, le calcul du montant notionnel prend en compte l'ensemble des dérivés non compensés centralement du groupe, y compris tous les contrats dérivés de gré à gré intragroupe non compensés de manière centrale – Art. 28 §2 Règlement délégué 2016/2251, p. 32.

⁷³⁶ Paragraphe 14 du Règlement délégué 2016/2251, p. 11.

⁷³⁷ Les contreparties peuvent prévoir l'absence de collecte de marges initiales en ce qui concerne : « a) les contrats dérivés de gré à gré réglés par livraison physique qui impliquent uniquement l'échange, à une date future donnée, de deux devises différentes à un taux fixe convenu à la date de mise en place du contrat couvrant l'échange (les «contrats de change à terme»); b) les contrats dérivés de gré à gré réglés par livraison physique qui impliquent uniquement l'échange, à une date donnée, de deux devises différentes à un taux fixe qui est convenu à la date de mise en place du contrat couvrant l'échange, et un échange en sens inverse de ces deux mêmes devises à une date ultérieure et à un taux fixe qui est également convenu à la date de mise en place du contrat couvrant l'échange (les «swaps de change»); c) l'échange de principal de contrats dérivés de gré à gré non compensés de manière centrale en vertu desquels les contreparties échangent uniquement le montant en principal et tout versement d'intérêts dans une devise contre le montant en principal et tout versement d'intérêts dans une autre devise, à des moments prédéterminés selon une formule spécifique (les «swaps de devises») » (Art. 27 du Règlement délégué 2016/2251, p. 32).

⁷³⁸ Art. 25 §1 du Règlement délégué 2016/2251, p. 31.

⁷³⁹ Art. 11 §5, §6, §7, §8, §9 et §10 du Règlement EMIR n° 648/2012, p. 22.

⁷⁴⁰ Art. 30 §2 du Règlement délégué 2016/2251, p. 33.

⁷⁴¹ Art. 30 §1 b) du Règlement délégué 2016/2251, p. 33.

⁷⁴² Étant précisé à l'art. 30 §1 a) du Règlement délégué 2016/2251 (p. 33) que la marge de variation reste cependant collectée en espèces auprès de sa contrepartie et restituée à celle-ci en temps voulu.

339. – Au-delà de l'échange réciproque de marges et des règles de ségrégation à respecter, cette nouvelle obligation réglementaire entraîne aussi des conséquences opérationnelles pour le marché de gré à gré.

B. Conséquences de l'obligation réglementaire

340. – Nouveautés pour le marché OTC – Au vu des contrats de collatéralisation traditionnels, tels qu'étudiés précédemment⁷⁴³, on comprend que la marge de variation n'est pas réellement une nouveauté pour le secteur des dérivés conclus de gré à gré. Indépendamment des obligations réglementaires issues d'EMIR, on sait en effet que les contreparties ont parfois l'habitude d'organiser – par l'adjonction d'un contrat spécifique ("*Annexe Remises en Garantie*" sous FBF et "*Credit Support Annex*" sous ISDA) – des appels de marge au titre de certaines transactions. Aussi, la nouveauté de cette réglementation européenne n'est pas de créer le mécanisme de la marge de variation mais uniquement de rendre obligatoire son recours pour une grande partie des opérations sur dérivés de gré à gré, jusqu'alors seulement optionnel. La marge initiale, directement inspirée des chambres de compensation centrale, est en revanche totalement nouvelle pour les dérivés conclus de gré à gré qui ne connaissaient jusqu'à présent aucun mécanisme équivalent⁷⁴⁴. L'utilisation inédite de ces deux marges par les contreparties a donc nécessité la création d'une nouvelle documentation contractuelle par les associations professionnelles de la place.

341. – Adjonction d'une nouvelle documentation – Pour répondre à cette nouvelle obligation réglementaire, les associations professionnelles – que sont la FBF et l'ISDA – se sont ainsi attachées à fournir aux membres de la place une documentation standard concernant l'échange des marges initiale et de variation, présentant quelques originalités par rapport à la documentation traditionnellement mise en place.

342. – Sous documentation ISDA, il a été prévu un CSA spécifique à la marge de variation. On parle de "*ISDA 2016 Credit Support Annex for Variation Margin*" (dit "VM CSA"). À l'instar du reste de la documentation ISDA, ce "VM CSA" est disponible tant sous droit anglais que new-yorkais.

⁷⁴³ Voir *supra* §147 et s.

⁷⁴⁴ Bien que l'on pourrait considérer qu'il existe une certaine similitude avec la notion d' "*independant amount*". Celle-ci est parfois utilisée en matière d'accords traditionnels d'échange d'actifs et consiste en un coussin remplissant *in fine* le même objectif que celui de l' "*initial margin*".

En matière de marge initiale, plusieurs documentations IM sont possibles. Lorsqu'une contrepartie recourt aux services des dépositaires Euroclear ou Clearstream, il devra être alors respectivement mis en place l'"Euroclear Collateral Transfer Agreement" (dit "ECTA") ou le "Clearstream Collateral Transfer Agreement" (dit "CCTA"). Cette documentation standard a été élaborée collectivement entre l'ISDA et ces deux dépositaires. Dans l'hypothèse où la contrepartie recourrait à un autre dépositaire n'ayant prévu aucune documentation spécifique (tel que JP Morgan ou Bank of New York), il sera alors mis en place – selon le droit applicable – les deux standards élaborés par l'ISDA que sont le "2016 New York Law Phase One IM CSA" (dit "IM CSA") et le "2016 English Law Phase One IM CSD" (dit "IM CSD"). Étant donné que les parties peuvent choisir des dépositaires différents et que la documentation IM peut être mise en place unilatéralement par les contreparties, on relèvera la possibilité que deux types de documentation IM puissent être choisis par chacune des parties.

343. – Sous documentation FBF, l'architecture traditionnelle est ici quelque peu bousculée. Concernant la marge de variation, la FBF – en collaboration avec l'ISDA – a publié un "Document Annexe de Remise en Garantie pour la marge variable (MV) ISDA 2016" (dit "DARG") qui constitue *in fine* la traduction en français du VM CSA⁷⁴⁵. Il est donc prévu que les parties mettent en place un "Addendum AFB/BBF au Document Annexe de Remise en Garantie pour la marge variable (MV) ISDA 2016 à la Convention-Cadre AFB/BBF" (dit "Addendum") afin d'adhérer au DARG qui – bien qu'il ne sera pas à proprement signé par les contreparties – régira leurs échanges de marges de variation.

Concernant la marge initiale, la FBF – en collaboration avec l'ISDA – a publié un "Contrat-Cadre de Nantissement (MI) (Version 2016) relative à la Convention" (dit "Contrat-Cadre de Nantissement") qui constitue, là encore, la traduction en français de l'IM CSA⁷⁴⁶. Ce document a « pour objet de permettre aux parties de convenir des conditions dans lesquelles elles constitueront mutuellement et au bénéfice de chacune d'entre elles des nantissements de compte-titres et/ou des nantissements de solde de compte, et ce, afin de garantir les obligations résultant de leurs opérations de produits dérivés OTC (régies par la Convention-

⁷⁴⁵ Bien que le DARG soit la traduction littérale du VM CSA, quelques modifications à la marge ont été opérées afin de tenir compte de certaines spécificités du droit français.

⁷⁴⁶ Selon certains auteurs, cela permet aux parties de « faire en sorte que l'ensemble des aspects opérationnels liés à la constitution des marges initiales soit similaires à ceux prévus dans la documentation ISDA, régie par le droit anglais » (A. Achard, A. N'Diaye, « Les acteurs financiers à l'épreuve de la réglementation sur les appels de marge », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, juillet-août 2017, étude 19, §3).

cadre AFB/FBF) »⁷⁴⁷. Etant donné que l'acte de nantissement est gouverné par la loi du pays dans lequel les comptes nantis sont situés, conformément au principe *lex rei sitae*, la FBF a tenu compte du fait que les institutions financières de la place de Paris recourent principalement aux services de dépositaire d'Euroclear, situé en Belgique, et de Clearstream, situé au sein du Grand-Duché de Luxembourg. Il est ainsi prévu l'adjonction d'un avenant au Contrat-Cadre de Nantissement afin de permettre à ce que l'acte de nantissement soit conforme aux spécificités des droits belge et luxembourgeois. À l'égard d'Euroclear, les parties mettront donc en place le "*FBF Belgian Addendum to the Master Pledge Agreement (IM) (2016 Version) in relation with a Euroclear Securities Pledge Agreement*" (dit "Belgian Addendum"). À l'égard de Clearstream, il sera mis en place le "*FBF Luxembourg Addendum to the Master Pledge Agreement (IM) (2016 Version) in relation with a Clearstream Securities Pledge Agreement*" (dit "Luxembourg Addendum").

344. – Précisons enfin que l'ensemble de la documentation susvisée prévoit que le transfert d'actifs au titre de la marge de variation se fasse au moyen de contrats de collatéralisation avec transfert de propriété, alors que l'échange d'actifs au titre de la marge initiale se fait quant à lui au moyen de contrats avec constitution de sûreté.

345. – Si l'on vient de voir que la nouvelle obligation de collatéralisation concernant les dérivés non-compensés a été pensée par le législateur européen comme une technique forte d'atténuation des risques, il nous reste à présent à vérifier sa réelle efficacité.

§2. L'efficacité du mécanisme de collatéralisation

346. – L'efficacité du mécanisme de la collatéralisation doit d'abord être étudiée à l'égard de la raison ayant justifié son instauration, c'est-à-dire l'atténuation du risque de contrepartie A). Également, et compte tenu de la réalité du marché des opérations sur dérivés, il est nécessaire de s'interroger sur l'efficacité de ce mécanisme dans un contexte international (B).

⁷⁴⁷ A. Achard, A. N'Diaye, « *Les acteurs financiers à l'épreuve de la réglementation sur les appels de marge* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, juillet-août 2017, étude 19, §3.

A. L'efficacité du mécanisme de collatéralisation sur le risque de contrepartie

347. – Marges et risque de contrepartie – Il est tout d'abord important de noter que les marges initiale et de variation n'ont pas le même objet. Le législateur européen précise – rappelons-le – que la marge de variation a vocation à couvrir les expositions « *en fonction des résultats de la valorisation quotidienne des contrats en cours* »⁷⁴⁸, et que la marge initiale a quant à elle pour objet de « *couvrir [l'] exposition courante et [l'] exposition future potentielle dans l'intervalle entre la dernière collecte de marges et la liquidation des positions ou la couverture du risque de marché en cas de défaut de l'autre contrepartie* »⁷⁴⁹.

Chacune des marges a donc pour objet la couverture d'une exposition bien spécifique et surtout, chacune de ces expositions se distingue par sa chronologie. La marge de variation vient d'abord couvrir l'exposition au risque de marché (résultant des fluctuations de la valeur des contrats dérivés matérialisée par le "*mark-to-market*") en amont de toute défaillance de la contrepartie, ou plus exactement « *jusqu'au point de défaillance* »⁷⁵⁰. À l'inverse, la marge initiale cible l'hypothèse où le défaut de la contrepartie survient et permet de couvrir l'exposition potentielle au risque de marché pouvant intervenir entre la dernière collecte de marge de variation et la résiliation des contrats concernés. Deux possibilités entourent plus exactement cette résiliation des contrats impactés par le défaut. La partie non-défaillante peut décider soit de "liquider"⁷⁵¹ ses positions, c'est-à-dire qu'elle va résilier les contrats dérivés de gré à gré concernés par la défaillance ainsi que leurs éventuelles contre-opérations miroirs ("*back-to-back*") qui auraient été conclues ; soit de "remplacer"⁷⁵² (ou de "couvrir") ses positions, c'est-à-dire qu'elle va résilier les contrats concernés, mais pas leurs contre-opérations miroirs, pour ensuite les remplacer par de nouveaux contrats dérivés de gré à gré qui correspondront aux contre-opérations non -résiliées.

Les marges initiale et de variation permettent donc de couvrir respectivement les expositions au risque de marché pré et post défaut de la contrepartie. Or, rappelons que le risque de

⁷⁴⁸ Article 1^{er}, 2) du Règlement délégué 2016/2251, p. 17.

⁷⁴⁹ Article 1^{er}, 1) du Règlement délégué 2016/2251, p. 17.

⁷⁵⁰ En ce sens : « (...) *la marge de variation couvre les fluctuations réalisées de la valeur des contrats dérivés de gré à gré non compensés de manière centrale jusqu'au point de défaillance* » (Cons. n°14 du Règlement délégué 2016/2251, p. 11).

⁷⁵¹ Pour reprendre les termes utilisés par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui définit sur sa page internet la marge initiale comme celle qui « *protège les contreparties contre les pertes potentielles pouvant résulter des fluctuations de la valeur de marché des contrats pendant le laps de temps nécessaire pour liquider les positions ou les remplacer, en cas de défaut de la contrepartie* » – <http://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Produits-derives/Obligations-prevues-par-EMIR-/Techniques-d-attenuation-des-risques-pour-les-contrats-non-compenses>.

⁷⁵² AMF, *op. cit.*

marché permet *in fine* de quantifier le risque de contrepartie⁷⁵³. La valeur de marché des contrats dérivés ("*mark-to-market*") – matérialisant le risque de marché – permet en effet d'évaluer ce qu'une partie serait amenée à devoir à sa contrepartie à un instant "T" de leur relation contractuelle et donc *in fine* d'évaluer l'exposition au risque de contrepartie à ce même instant. Aussi, les marges initiale et de variation participent à l'idée d'une gradation de la couverture du risque de contrepartie. La marge de variation permet effectivement de couvrir le risque de contrepartie que l'on qualifiera de "projeté", car évalué à hauteur de l'exposition courante du "*mark-to-market*" en amont de tout défaut et donc pas définitif, tandis que la marge initiale permet de couvrir le risque de contrepartie que l'on qualifiera de "potentiel", car il intervient *post* évènement défaut et n'existera qu'à raison d'une différence – supportée par la partie non-défaillante – entre le dernier appel de marge et le "*mark-to-market*" arrêté lors de la résiliation des positions. On comprend alors que la marge de variation couvre l'essentiel du risque de contrepartie encouru par la partie non défaillante, tandis que la marge initiale permet de venir ajuster la couverture au plus près de l'exposition définitivement supportée.

348. – Limitation du droit de réutilisation – Le législateur européen a voulu que les actifs fournis au titre de la marge initiale ne puissent être « *autrement réutilisés pour la durée du contrat dérivé de gré à gré non compensé de manière centrale* »⁷⁵⁴. Plus exactement, la partie collectant les actifs en tant que marge initiale ne peut « *les redonne[r] (...) en hypothèque ou en nantissement, ni ne les réutilise[r] d'une aucune autre façon* »⁷⁵⁵. Précisons néanmoins qu'une exception à cette interdiction a été prévue en faveur des tiers dépositaires ; ces derniers étant seulement autorisés à « *utiliser la marge initiale reçue en espèces à des fins de réinvestissement* »⁷⁵⁶.

En assurant une limitation de la circulation des actifs tout au long de l'exécution du contrat de collatéralisation, cette interdiction du droit de réutilisation ("*re-use*") des actifs au titre de la marge initiale participe à l'atténuation du risque de contrepartie. Étant donné que la marge initiale permet de couvrir le risque de contrepartie "potentiel" définitivement supporté par la partie non-défaillante en cas de défaut de sa contrepartie, il est en effet fondamental que les actifs reçus au titre de cette marge soient disponibles au moment venu de couvrir la perte finalement réalisée. Or pour que les actifs soient disponibles, encore faut-il qu'ils n'aient pas

⁷⁵³ Voir *supra* §15.

⁷⁵⁴ Cons. n° 14 du Règlement délégué 2016/2251, p. 11.

⁷⁵⁵ Art. 20 §1 du Règlement délégué 2016/2251, p. 29.

⁷⁵⁶ Art. 20 §2 du Règlement délégué 2016/2251, p. 29.

été réutilisés. Plus exactement, la crainte à l'égard du droit de réutilisation porte sur le risque de non-restitution des actifs⁷⁵⁷. Certains cas d'espèces durant la crise financière, à l'instar de la défaillance de *Lehman Brothers International Europe*, ont effectivement illustré la faculté du droit de réutilisation à amplifier le risque systémique⁷⁵⁸. Dès lors, en assurant la non-réutilisation des actifs – et donc leur entière disponibilité – en matière de marge initiale, le législateur européen a la volonté d'une part, de renforcer la pleine efficacité de la technique d'atténuation du risque de contrepartie que constitue la marge initiale et d'autre part, de prévenir le risque systémique.

Partant de ce raisonnement, on pourrait s'étonner du recours à la propriété-sûreté en matière de marge de variation compte tenu des mêmes critiques qui peuvent lui être adressées en matière de risque systémique. La justification est ici d'ordre économique et tient à la prise en considération par le législateur européen du coût de liquidité. Étant donné que le législateur a bien conscience que l'interdiction de réutilisation des actifs au titre de la marge initiale a déjà « *une incidence sensible sur la liquidité du marché* »⁷⁵⁹ – du fait de la limitation de la circulation des actifs –, il aurait été trop coûteux pour les entreprises et le marché de bloquer des actifs au titre de la marge de variation, compte tenu du volume important des échanges qui ont cours ici par rapport à la marge initiale.

349. – Tiers dépositaire et risque de contrepartie – En pratique, il est fréquent – voire systématique – pour les professionnels de la place financière de recourir aux services d'un tiers dépositaire en matière de marge initiale. Ce tiers sera donc en charge, pour l'une des parties ou bien les deux, de collecter les actifs au titre de la marge initiale et de les conserver en respectant une ségrégation appropriée telle qu'étudiée précédemment. Cette immixtion d'un tiers au sein d'une relation bilatérale soulève la question de son impact sur le risque de contrepartie initial. Plus exactement, le fait que le tiers dépositaire collecte les actifs au lieu et place d'une partie crée-t-il pour celle-ci un nouveau risque de contrepartie à l'égard de ce nouvel acteur ? On pourrait effectivement estimer que la partie censée collecter la marge initiale se soumet à une nouvelle exposition en choisissant de ne pas conserver ces actifs mais de les confier à un tiers. L'idée étant que cette partie s'exposerait au risque de ne pas pouvoir

⁷⁵⁷ Voir notamment : E. Parker, A. Mc Garry, « *The ISDA Master Agreement and CSA : close-out weakness exposed in the banking crisis and suggestions for change* », *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* n° 1, January 2009, p. 16 et s.

⁷⁵⁸ L'hypothèse est la suivante : « *plusieurs investisseurs utilisant successivement, en garantie de dettes différentes, le même bien, que l'un d'eux, en "bout de chaîne" vienne à manquer à son obligation de restitution, et tous les précédents débiteurs en souffriront* » (S. Praicheux, « *Sûretés financières* », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, octobre 2010 (actualisation : janvier 2018), §120).

⁷⁵⁹ Cons. n° 14 du Règlement délégué 2016/2251, p. 11.

recupérer ses actifs dans l'hypothèse où le tiers dépositaire ferait faillite. Partant de cette idée, on admet ici la création d'un nouveau risque de contrepartie pour la partie cliente du tiers dépositaire à l'égard de ce dernier. Il nous semble néanmoins que ce nouveau risque de contrepartie n'est *in fine* que "théorique" pour deux raisons.

D'une part, dans l'hypothèse où la partie ne pourrait pas récupérer les actifs conservés par le tiers dépositaire au titre de la marge initiale en raison d'une procédure de faillite ouverte à son encontre, l'exposition à ce risque de contrepartie ne serait finalement que potentielle et négligeable. Rappelons en effet que la marge initiale ne vient couvrir qu'un risque éventuel de perte résultant de la différence entre le dernier appel de marge de variation et le seuil du *mark-to-market* au moment de la résiliation des positions. L'exposition qui en découle est uniquement potentielle, en ce sens que cette différence de valeur n'est pas systématique ou encore peut jouer en faveur de la partie non-défaillante⁷⁶⁰. De plus, lorsque cette différence de valeur (entre le dernier appel de marge et le "MTM") joue en défaveur de la partie non-défaillante, l'exposition reste le plus souvent peu importante. En pratique, la fluctuation de la valeur du *mark-to-market* entre le moment du dernier appel de marge de variation et le moment de la résiliation des positions reste le plus souvent de faible ampleur. Enfin, l'essentiel du risque de contrepartie étant couvert par la marge de variation, les actifs conservés par le tiers dépositaire au titre de la marge initiale ne représentent dès lors qu'une faible part de la couverture globale du risque de contrepartie issu de la relation bilatérale entre les deux parties.

D'autre part, peu importe finalement que le risque de contrepartie sur le tiers dépositaire ne soit que potentiel et négligeable car le législateur européen impose que les actifs (autres que les espèces) collectés au titre du collatéral soient « *transférables sans aucune contrainte réglementaire ou juridique ni droits pouvant être exercés par des tiers, y compris ceux du liquidateur (...) du conservateur tiers* »⁷⁶¹. Dans l'hypothèse où une faillite serait ouverte à l'encontre du tiers dépositaire, il est donc expressément imposé au liquidateur (ou tout autre tiers) que les actifs, y étant conservés au titre de la marge initiale, soient transférables à la partie pour laquelle ils devaient être collectés. Ce transfert – dérogoire aux procédures collectives du Code de commerce – qui est réservé à l'égard des actifs conservés par un tiers dépositaire pour le compte d'un client permet d'annihiler le danger lié à l'ouverture d'une

⁷⁶⁰ Cette différence jouera en faveur de la partie non-défaillante lorsque la valeur du dernier appel de marge de variation sera supérieure ou équivalente à celle du *mark-to-market* au moment de la résiliation des contrats concernés. Ainsi, l'exposition de la partie non-défaillante à l'égard de sa contrepartie faisant défaut sera d'ores-et-déjà couverte par le dernier appel de marge de variation.

⁷⁶¹ Art. 19 §1 h) du Règlement délégué 2016/2251, p. 29.

faillite à son égard. Les règles de ségrégation imposées aux tiers dépositaires, telles que susvisées, participent d'ailleurs à faciliter ce transfert. Elles assurent en effet une stricte séparation des actifs conservés pour le compte de ses clients et ceux dont le tiers dépositaire en faillite est propriétaire et qui seront soumis quant à eux au régime juridique des procédures collectives.

350. – Fort de nos développements, l'échange réciproque de marges initiale et de variation, associé à une ségrégation appropriée, constitue indéniablement un outil précieux d'atténuation du risque de contrepartie, en ce qu'il favorise le recouvrement définitif de ce qu'une partie défaillante serait amenée à devoir à sa contrepartie non-défaillante. Mais il reste encore à établir si l'efficacité de ce mécanisme n'est pas remise en cause dans un contexte international.

B. L'efficacité du mécanisme de collatéralisation dans un contexte international

351. – Impérativité des marges et extranéité – Les opérations sur dérivés de gré à gré – à l'instar de la plupart des transactions financières – évoluent dans un contexte à fort caractère international. La négociation d'une nouvelle transaction peut donc, là encore, débiter auprès d'une contrepartie potentielle n'étant pas établie dans un pays membre de l'Union européenne et donc soumise à sa réglementation. La nature étrangère (au sens hors de l'Union européenne) de la potentielle future contrepartie n'est pas pour autant de nature à exempter l'entité européenne de ses obligations règlementaires. Afin « *de garantir des conditions égales entre juridictions* »⁷⁶², rappelons en effet que l'obligation de collatéralisation susvisée s'impose pour toute opération⁷⁶³ conclue avec une entité étrangère, si celle-ci était soumise à cette obligation si elle était établie dans l'Union Européenne (c'est-à-dire "FC" et "NFC+")⁷⁶⁴. Dans le cas où l'entité étrangère n'y serait pas soumise (c'est-à-dire "NFC-"), l'entité européenne serait alors autorisée par le législateur européen à prévoir l'absence d'échange de marges⁷⁶⁵. En dépit de cette dérogation possible à l'égard des NFC-hors UE, le législateur européen conseille néanmoins expressément aux entités européennes face à ce type de contrepartie de bien prendre en considération leurs différents profils de risque afin de « *déterminer si le niveau de risque de crédit de contrepartie que représentent*

⁷⁶² Cons n° 7 du Règlement délégué 2016/2251, p. 10.

⁷⁶³ Au sens d'une opération sur dérivés de gré à gré non compensée de manière centrale.

⁷⁶⁴ Art. 24 et 26 du Règlement délégué 2016/2251, p. 31.

⁷⁶⁵ Art. 24 et 26 du Règlement délégué 2016/2251, p. 31.

ces contreparties (...) doit être [malgré tout] atténué par l'échange de [marges] »⁷⁶⁶. On comprend ici que l'échange de marges est perçu par le législateur européen comme une technique tellement efficace d'atténuation du risque de contrepartie, qu'il en arrive à conseiller son recours aux entités européennes même dans les cas où celles-ci sont autorisées à y déroger.

352. – Risque pays – En matière d'opérations avec une entité étrangère, peu importe finalement que l'échange de collatéral soit imposé ou librement choisi, car l'entité européenne va dans tous les cas devoir évaluer le risque "pays". Bien que nous ayons déjà pu évoquer précédemment ce risque⁷⁶⁷, il est appliqué cette fois-ci au régime spécifique de la collatéralisation. Plus exactement, la potentielle future contrepartie européenne – et notamment française – va devoir s'assurer que le droit étranger applicable⁷⁶⁸ reconnaîtrait l'efficacité juridique de l'échange de collatéral qui serait mis en place avec l'entité étrangère.

353. – Objet du risque pays – En matière de collatéralisation, l'objet du risque pays porte essentiellement sur le respect des exigences relatives à la ségrégation appropriée et la potentielle requalification juridique des transferts d'actifs au titre des marges.

D'une part, il est important que les exigences en matière de ségrégation imposées par la réglementation européenne – telle qu'on les a étudiées précédemment – soient reconnues par le droit étranger applicable ou du moins soient équivalentes à celles en vigueur. La ségrégation appropriée en matière de marge initiale étant un moyen de mettre les actifs à l'abri de l'insolvabilité de la personne qui les détient, la question de son respect en droit local permet à une entité européenne de s'assurer que les actifs fournis ou collectés par l'entité étrangère au titre de la marge initiale pourraient efficacement être protégés contre sa faillite. Cette vérification vaut également à l'égard d'un tiers dépositaire hors de l'Union Européenne. D'autre part, il est impératif pour l'entité européenne de vérifier le risque de requalification juridique par le droit local de l'échange de collatéral au titre de la marge de variation. Si cet échange était requalifié en sûreté par le droit étranger, certaines conditions (de fond ou de forme) nécessaires à sa validité pourraient s'avérer faire défaut et remettre en cause son efficacité.

⁷⁶⁶ Cons n° 2 du Règlement délégué 2016/2251, p. 9.

⁷⁶⁷ Voir *supra* §52 et s.

⁷⁶⁸ Rappelons simplement que selon les règles de droit international, le droit applicable retenu peut être différent de celui du pays dont est issue la contrepartie étrangère.

354. – Dérogations réglementaires en cas de risque pays avéré – Il semble que le risque pays dans ce domaine ait été spécialement pris en compte par le législateur européen. D’abord, ce dernier enjoint expressément les contreparties de « *toujours évaluer le caractère contraignant* »⁷⁶⁹ des accords de compensation, d’échange de collatéral et de ségrégation. Ensuite, lorsque le résultat de ces évaluations tend à démontrer l’absence du caractère contraignant de ces accords dans le cadre juridique d’un pays tiers, le législateur européen estime que « *les contreparties devraient recourir à un dispositif autre que l’échange réciproque de marges* »⁷⁷⁰. On comprend ainsi que dans l’hypothèse où l’évaluation du risque pays (visé par le législateur européen dans le fait d’évaluer le "caractère contraignant" des accords susvisés) se révélerait être défavorable aux contreparties, le législateur européen les autorise et même leur recommande de ne pas mettre en place d’échange réciproque de marges. Cette dérogation réglementaire s’offre aux contreparties de deux façons.

D’une part, s’il est alternativement confirmé que les accords de compensation et d’échange de marges « *ne peuvent pas être exécutés avec certitude à tout moment* »⁷⁷¹ ou que les exigences de ségrégation « *ne peuvent pas être respectés* »⁷⁷², alors les contreparties établies dans l’Union Européenne peuvent prévoir l’absence d’exigence de fourniture de marges initiale et de variation pour les dérivés conclus avec les contreparties établies dans le pays tiers. Dans le cas où les contreparties établies dans l’Union opéreraient pour cette exemption de fourniture de marges, notons qu’elles seraient néanmoins contraintes de collecter « *les marges sur une base brute* »⁷⁷³ c’est-à-dire non-compensée. L’idée étant ici de faire en sorte que pour les marges collectées, par opposition aux sûretés fournies, les dispositions de la réglementation EMIR puissent être respectées par les parties européennes.

D’autre part, s’il est cumulativement confirmé que les deux conditions précédentes s’appliquent⁷⁷⁴, que la collecte des marges même sur une base brute telle que susvisée n’est pas possible⁷⁷⁵ et qu’un ratio spécifique⁷⁷⁶ est inférieur à 2,5%, alors les contreparties établies dans l’Union Européenne peuvent prévoir l’absence d’exigence de fourniture ou de collecte de marges initiale et de variation pour les dérivés conclus avec les contreparties établies dans

⁷⁶⁹ Cons. n° 18 du Règlement délégué 2016/2251, p. 12.

⁷⁷⁰ Cons. n° 18 du Règlement délégué 2016/2251, p. 12.

⁷⁷¹ Art. 31 §1 a) Règlement délégué 2016/2251, p. 34.

⁷⁷² Art. 31 §1 b) Règlement délégué 2016/2251, p. 34.

⁷⁷³ Art. 31 §1 Règlement délégué 2016/2251, p. 34.

⁷⁷⁴ C’est-à-dire l’exécution incertaine des accords de compensation et d’échange de marges, ainsi que le non-respect des exigences de ségrégation.

⁷⁷⁵ Du fait que cette condition d’"impossibilité" ne soit pas réellement explicitée par le texte européen, il semble que les institutions financières de la place cherchent encore à déterminer ce qu’entend précisément le législateur européen.

⁷⁷⁶ Pour le calcul de ce ratio, voir : Art. 31 §3 Règlement délégué 2016/2251, p. 34.

le pays tiers⁷⁷⁷. Cette dérogation d'échange de marges, à la fois ici de fourniture et de collecte, pourrait sembler incohérente d'un point de vue du risque de contrepartie en ce qu'elle permet finalement à une contrepartie européenne de s'aventurer dans une opération dépourvue de collatéralisation, et donc d'une importante technique d'atténuation de risques, alors même que le risque pays est avéré. De deux choses l'une, cette dérogation permet en réalité d'éviter à une contrepartie européenne d'échanger des actifs au titre des marges susceptibles d'être soumis à un aléa juridique par le droit du pays tiers. Cette dérogation offre donc aux contreparties de conserver autant que faire se peut une certaine sécurité juridique au sein de la relation contractuelle. Secondairement, le législateur européen a cherché à ce que cette dérogation soit contenue par un "garde-fou" d'ordre volumique. Le ratio spécifique susmentionné vise à ce titre à fixer « *une limite pour les expositions* »⁷⁷⁸ résultant de contrats conclus avec des contreparties établies dans les juridictions de pays tiers qui ne sont couverts par aucun échange de marges en raison d'obstacles juridiques dans ces juridictions. Une contrepartie établie dans l'Union voit donc son exposition à ce type de risque pays limitée par le législateur européen. Ce dernier précise d'ailleurs qu'il a fait le choix de fixer le seuil de ce ratio à un niveau très prudent (2,5%) « *afin de prévenir l'apparition de risques systémiques et pour éviter qu'un tel traitement spécifique ne crée la possibilité de contourner les dispositions [de la réglementation EMIR]* »⁷⁷⁹. L'idée du législateur européen est ici simple et saine, la possibilité d'opérations internationales dépourvues des exigences de marges est *in fine* cantonnée à une certaine limite d'exposition pour chaque contrepartie établie dans l'Union. Quant aux quelques cas où une contrepartie européenne s'aventura dans ce type d'expositions, le législateur européen les considère « *comme suffisamment prudents parce qu'il existe d'autres techniques d'atténuation des risques que les marges* »⁷⁸⁰.

355. – Pour résumer, on a vu que l'échange réciproque de marges constituait un important outil d'atténuation du risque de contrepartie. D'abord, parce que les marges initiale et de variation permettaient de couvrir les expositions au risque de marché *pre* et *post* défaut de la contrepartie. Ensuite, parce que l'échange de marges, associé à une ségrégation appropriée, favorisait le recouvrement définitif des dettes de la partie défaillante. Enfin, nous avons vu que l'efficacité extraterritoriale de cette technique n'avait pas été oubliée par la

⁷⁷⁷ Conformément à l'art. 31 §2 Règlement délégué 2016/2251, p. 34.

⁷⁷⁸ Cons. n° 18 Règlement délégué 2016/2251, p. 12.

⁷⁷⁹ Cons. n° 18 Règlement délégué 2016/2251, p. 12.

⁷⁸⁰ Cons. n° 18 Règlement délégué 2016/2251, p. 12.

réglementation européenne, qui vient limiter l'exposition possible pour chaque contrepartie européenne en présence d'un risque pays fort.

Bien que l'obligation de collatéralisation constitue la technique principale de la réglementation EMIR en matière de dérivés non compensés centralement, le texte européen impose également aux parties d'autres techniques d'atténuation des risques.

Section 2 – Les techniques secondaires d'atténuation des risques

356. – Une fois n'est pas coutume, la réglementation européenne a précédé l'initiative de l'OICV⁷⁸¹ dans la mise en œuvre de techniques autres que les appels de marge afin de contribuer à la réduction des risques liés aux instruments dérivés non compensés centralement. Ces techniques imposées par la réglementation EMIR se voient même dotées d'une certaine efficacité extraterritoriale. Celles-ci s'imposent en effet aux contreparties issues de pays tiers à l'Union européenne lorsque ces dernières concluent avec une contrepartie européenne⁷⁸². On distingue au titre de ces techniques d'atténuation des risques, celles de confirmation rapide (§1), de valorisation quotidienne (§2), de rapprochement et de compression de portefeuilles (§3) et enfin de règlement des différends (§4). Ces techniques sont désormais prévues au sein des contrats-cadres de place⁷⁸³.

⁷⁸¹ Concernant la proposition de l'OICV (OICV-IOSCO, Board of the International Organization of Securities Commissions, Risk Mitigation standards for Noncentrally Cleared OTC Derivatives, FR01/2015, 28 January 2015) voir : T. Bonneau, « *Instruments non compensés par une contrepartie centrale* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2015, comm. 140.

⁷⁸² En ce sens : « *Article 11 of EMIR, which provides the basis of these requirements, applies wherever at least one counterparty is established within the EU. Therefore, where an EU counterparty is transacting with a third country entity, the EU counterparty would be required to ensure that the requirements for portfolio reconciliation, dispute resolution, timely confirmation and portfolio compression are met for the relevant portfolio and/or transactions even though the third country entity would not itself be subject to EMIR. However, if the third country entity is established in a jurisdiction for which the Commission has adopted an implementing act under Article 13 of EMIR, the counterparties could comply with equivalent rules in the third country* » (ESMA, Questions & Answers, « *Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)* », 26 september 2018, ESMA70-1861941480-52, OTC Answer 12 (b), p. 29 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-52_qa_on_emir_implementation.pdf). Voir aussi : « *Ces obligations s'imposent aux contreparties non-UE qui concluent avec une contrepartie UE, c'est-à-dire de manière extra-territoriale* » (A. Gaudemet, « *EMIR 2/5 : les techniques d'atténuation des risques* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2015, comm. 22, §2). Également : « *Les mesures d'atténuation des risques s'appliquent aux contreparties non européennes dès lors qu'au moins une des contreparties est établie dans l'UE* » (F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1er avril 2014, p. 237, §22).

⁷⁸³ Comme l'explique certains auteurs, l'ensemble de ces techniques d'atténuation des risques a été pris en compte dans la documentation contractuelle élaborée par les associations professionnelles, à l'instar de la FBF. Ainsi, « *les articles 11.9 à 11.13 ont été insérés dans la nouvelle version [2013] de la Convention afin de prendre mesure des nouvelles obligations imposées notamment par (...) EMIR relatif aux techniques d'atténuation des risques applicables aux contrats dérivés de gré à gré non soumis à une obligation de compensation par à une contrepartie centrale. (...) Il convient d'ores et déjà de signaler que le non-respect par l'une des parties des obligations visées aux articles 11.9 à 11.12 de la Convention ne constitue pas un cas de*

Précisons enfin que certains auteurs soutiennent que « *ces techniques d'atténuation des risques – sauf celle qui concerne l'échange de collatéral – concernent le risque opérationnel et pas le risque de contrepartie* »⁷⁸⁴. Nous ne partageons pas cette analyse. Il est vrai que ces techniques ne concernent pas spécifiquement le risque de contrepartie. Est ici visée en réalité une pluralité de risques (dont notamment le risque opérationnel) associés aux dérivés de gré à gré non compensés centralement. C'est d'ailleurs pour cette même raison que nous avons choisi de parler de techniques "secondaires" (par rapport à celle de collatéralisation spécifiquement attachée au risque de contrepartie). Nonobstant la pluralité des risques associés à ces outils de gestion, nous verrons que certains d'entre eux impactent – incontestablement – l'exposition au risque de contrepartie⁷⁸⁵.

§1. Obligation de confirmation rapide

357. – Le règlement EMIR impose aux contreparties financières et non financières (CNF+) qui concluent un dérivé de gré à gré non compensé centralement de disposer de procédures et de dispositifs permettant « *la confirmation rapide, lorsque c'est possible par des moyens électroniques, des termes du contrat dérivé de gré à gré concernée* »⁷⁸⁶.

Rappelons qu'une confirmation ("*confirmation letter*" ou encore "*short form confirmation*") constitue l'*instrumentum* contractuel utilisé entre les parties pour confirmer leur accord sur les paramètres financiers d'une transaction gouvernée par la convention-cadre relative⁷⁸⁷.

358. – Cette obligation vise à améliorer les délais de confirmation selon le type de contrat et de contreparties en présence⁷⁸⁸. Comme le précise enfin un auteur, « *la généralisation des confirmations sur plateformes électroniques [permettent de] contribuer à l'amélioration des*

défaillance mais sera susceptible d'engager la responsabilité contractuelle de la partie concernée en application du droit commun de l'article 11.5 » (A. Caillemer du Ferrage, Q. Hu, K-A. Sauvet, M. Nicand, « *Petit "inventaire" de la nouvelle convention-cadre FBF 2013* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre 2013, étude 20, §37).

⁷⁸⁴ F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1er avril 2014, p. 237, §30.

⁷⁸⁵ En ce sens : « *Les techniques d'atténuation des risques poursuivent trois objectifs : la sécurité juridique, la gestion des risques, notamment de crédit, et la stabilité du système financier* » (T. Bonneau, « *Décision d'équivalence – Contrats de dérivés de gré à gré* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2018, comm. 23).

⁷⁸⁶ Règlement EMIR n°648/2012, art. 11 §1 a), p. 22.

⁷⁸⁷ Voir *supra* §102.

⁷⁸⁸ Concernant les différents délais, voir : Règlement délégué (UE) n°149/2013, art. 12 §1, §2 et §3, p. 20 et 21.

délais de confirmations. Cependant, certaines confirmations, notamment dans le domaine des produits dérivés structurés, restent encore assez largement effectuées sur support papier »⁷⁸⁹.

359. – En imposant aux contreparties de documenter leurs transactions dans un délai raisonnable, l’obligation de confirmation rapide vise *in fine* à favoriser la sécurité des transactions de gré à gré. Elle permet en effet que les expositions au titre des transactions de gré à gré non compensées soient rapidement identifiées et à jour. Cela offre ainsi aux autorités compétentes une visibilité des expositions au titre du marché de gré à gré.

Si cette technique relève du risque opérationnel, nous verrons que celle de la valorisation quotidienne est attachée au risque de contrepartie.

§2. Obligation de valorisation quotidienne

360. – Le règlement EMIR impose également aux contreparties financières et non financières (CNF+) de valoriser « *chaque jour au prix du marché la valeur des contrats en cours* »⁷⁹⁰.

À dire vrai, la valorisation quotidienne des produits dérivés par référence au prix du marché (ou "*mark-to-market*") est acquise depuis longtemps chez les contreparties financières⁷⁹¹. Cela permet d’évaluer l’exposition au risque de contrepartie et – potentiellement – de commander les appels de marges nécessaires. La technique de valorisation va *in fine* de pair avec celle de la collatéralisation.

361. – Précisons enfin que le texte européen prévoit l’hypothèse selon laquelle les conditions de marché empêcheraient une telle valorisation au prix du marché. Dans un pareil cas – « *lorsqu’un dérivé OTC non compensé est illiquide ou complexe* »⁷⁹² – le règlement EMIR impose aux parties de faire « *usage d’une valorisation fiable et prudente* »⁷⁹³ par rapport à un modèle⁷⁹⁴.

⁷⁸⁹ F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1er avril 2014, p. 237, §24.

⁷⁹⁰ Règlement EMIR n°648/2012, art. 11 §2, p. 22.

⁷⁹¹ En ce sens : « *Cette obligation ne devrait pas poser de problème aux contreparties financières, qui l’appliquent déjà très largement* » (F. de Brouwer, *op. cit.*, §23).

⁷⁹² A. Gaudemet, « *EMIR 2/5 : les techniques d’atténuation des risques* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2015, comm. 22, §4.

⁷⁹³ Règlement EMIR n°648/2012, art. 11 §2, p. 22.

⁷⁹⁴ Concernant les conditions de marché qui empêchent la valorisation au prix du marché, ainsi que les critères permettant de recourir à la valorisation par rapport à un modèle, voir : Règlement délégué (UE) n°149/2013, art. 16 et 17, p. 22.

§3. Obligations de rapprochement et compression de portefeuilles

362. – Le règlement EMIR impose aux contreparties financières et non financières (CNF+) qui concluent un dérivé de gré à gré non compensé centralement de disposer de « *procédures formalisées solides, résilientes et pouvant faire l'objet d'un audit permettant de rapprocher les portefeuilles* »⁷⁹⁵.

Précisons que le rapprochement de portefeuilles peut être réalisé par les parties⁷⁹⁶ ou bien par un tiers qualifié dûment mandaté par une contrepartie⁷⁹⁷. Le rapprochement porte sur les "conditions commerciales clés"⁷⁹⁸ qui permettent d'identifier chacun des produits dérivés de gré à gré, afin notamment « *d'identifier d'éventuels écarts (valeur, maturité, date de règlement, etc.)* »⁷⁹⁹.

363. – Les modalités selon lesquelles les portefeuilles seront rapprochés sont convenues entre les contreparties « *par écrit ou par des moyens électroniques équivalents* »⁸⁰⁰. En revanche, les fréquences de rapprochement sont fixées par le texte européen. Elles dépendent du statut des contreparties en présence ainsi que du nombre de transactions existantes entre les contreparties⁸⁰¹.

⁷⁹⁵ Règlement EMIR n°648/2012, art. 11 §1 b), p. 22.

⁷⁹⁶ Concernant la faisabilité de ce rapprochement dans un contexte international, un auteur explique que « *la difficulté est importante pour les CF et CNF+ UE d'obtenir de leurs contreparties non-UE, en particulier des CNF-, qu'elles acceptent de s'accorder sur une procédure de rapprochement de portefeuille. (...) Aussi, plusieurs CF UE ont-elles imaginé de tirer avantage du procédé du "silence circonstancié", connu de certains droits, selon lequel le silence peut valoir acceptation lorsque les circonstances autorisent à lui donner cette signification (en droit français, par exemple, V. Cass. 1re civ., 24 mai 2005, n° 02-15.188). Il s'agit alors de notifier aux contreparties restées sans réaction que leur portefeuille leur sera adressé et qu'elles seront réputées avoir consenti au rapprochement en l'absence de réaction de leur part (...). Il reste, néanmoins, que le procédé du silence circonstancié n'est pas connu de tous les droits* » (A. Gaudemet, « *EMIR 2/5 : les techniques d'atténuation des risques* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2015, comm. 22, §7).

⁷⁹⁷ Conformément à l'art. 13 §2 du Règlement délégué n°149/2013, p. 21.

⁷⁹⁸ Formule reprise par l'art. 13 §2 du Règlement délégué n°149/2013, p. 21.

⁷⁹⁹ A. Gaudemet, *op. cit.*, §5.

⁸⁰⁰ Conformément à art. 13 §1 du Règlement délégué n°149/2013, p. 21. Précisons que l'association professionnelle américaine ISDA a publié un protocole consacré à cette question du rapprochement de portefeuilles ("*ISDA 2013 EMIR Protocol Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol*", 19 July 2013 – <http://assets.isda.org/media/f253b540-12/b9c7f210-pdf/>). Un auteur précise également à ce sujet : « *il y a eu d'intenses débats sur la forme que devaient prendre ces accords écrits. Alors que certains opérateurs de dérivés ont estimé que cela imposait d'amender les contrats-cadres pour y insérer une clause de rapprochement de portefeuilles, d'autres acteurs ont pris des positions moins formalistes en demandant à leurs contreparties de compléter des questionnaires ad hoc afin de mettre en place la procédure opérationnelle de rapprochement* » (F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1er avril 2014, p. 237, §26).

⁸⁰¹ Conformément à art. 13 §3 du Règlement délégué n°149/2013, p. 21.

364. – À l’obligation de rapprochement de portefeuilles s’ajoute une obligation de compression de portefeuilles. Celle-ci s’impose aux parties lorsque le nombre de dérivés en portefeuille entre elles est supérieur à cinq cents⁸⁰². À dire vrai, l’obligation de compression « *s’inscrit dans le prolongement* »⁸⁰³ de celle de rapprochement de portefeuilles. Elle permet ainsi « *l’identification des positions dont les risques peuvent se compenser et à les remplacer par un solde correspondant à un nombre plus réduit de contrats* »⁸⁰⁴. La compression de portefeuilles permet à ce titre « *de réduire le risque de crédit de la contrepartie* »⁸⁰⁵.

365. – Précisons néanmoins que cette obligation de compression de portefeuilles consiste seulement en une obligation d’exercice de faisabilité et non pas en une obligation de compression effective⁸⁰⁶. Les parties doivent procéder à cet exercice de faisabilité au moins deux fois par an⁸⁰⁷. Lorsque les contreparties décident qu’il n’est pas approprié de procéder à la compression de portefeuilles, le texte européen leur impose de veiller « *à pouvoir fournir une explication raisonnable et valable à l’autorité compétente* »⁸⁰⁸.

§4. Obligation de règlement des différends

366. – Le règlement EMIR impose aux contreparties financières et non financières (CNF+) qui concluent un dérivé de gré à gré non compensé centralement de disposer de « *procédures formalisées solides, résilientes et pouvant faire l’objet d’un audit permettant (...) de déceler rapidement les éventuels différends entre parties et de les régler* »⁸⁰⁹.

⁸⁰² Conformément à art. 14 du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸⁰³ A. Gaudemet, « *EMIR 2/5 : les techniques d’atténuation des risques* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2015, comm. 22, §8.

⁸⁰⁴ F. Auckenthaler, « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017, §112. Dans le même sens : « *L’obligation de compression de portefeuille (...) doit permettre d’identifier les dérivés OTC non compensés dont les positions peuvent être compensées, et de les remplacer le cas échéant, par un nombre réduit de contrats, tout en conservant la même exposition résiduelle entre les contreparties* » (A. Gaudemet, *op. cit.*, §8). Enfin, un auteur précisé également : « *Comme EMIR ne distingue pas entre la compression bilatérale et multilatérale, rien ne permet de considérer que seule la compression multilatérale doit être réalisée* » (F. de Brouwer, « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1er avril 2014, p. 237, §30).

⁸⁰⁵ Règlement délégué n°149/2013, art. 14, p. 22.

⁸⁰⁶ Conformément à art. 14 du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸⁰⁷ Conformément à art. 14 du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸⁰⁸ Conformément à art. 14 du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸⁰⁹ Règlement EMIR n°648/2012, art. 11 §1 b), p. 22.

367. – Préalablement à la conclusion de contrats dérivés de gré à gré entre elles, les contreparties doivent convenir "en détail de procédures et processus"⁸¹⁰ en ce qui concerne d'une part « *la détection, l'enregistrement et le suivi des différends ayant trait à la reconnaissance ou à la valorisation d'un contrat et à l'échange de garanties* »⁸¹¹ et d'autre part, « *la résolution des différends, avec un processus spécial pour les différends non résolus dans un délai de cinq jours ouvrables* »⁸¹².

Précisons enfin que les contreparties financières doivent déclarer à l'autorité compétente tout différend entre contreparties qui aurait un rapport avec un contrat dérivé de gré à gré, la valorisation d'un tel contrat ou l'échange de collatéral dont le montant ou la valeur s'élèverait à plus de 15 millions d'euros en cours depuis 15 jours ouvrables ou plus⁸¹³.

368. – Ce chapitre nous a permis de dégager les outils de gestion du risque de contrepartie ayant été imposés par la réglementation EMIR à l'égard des produits dérivés non compensés centralement. Cette catégorie de dérivés de gré à gré étant principalement impactée par l'obligation de collatéralisation. On a vu que celle-ci consiste plus ou moins à répliquer les appels de marges ayant cours en matière de compensation centrale. En définitive, on pourrait donc résumer les deux obligations réglementaires principales d'EMIR – la compensation centrale et la collatéralisation – par la volonté commune d'éviter la subsistance, au sein du marché des dérivés de gré à gré, d'hypothèses où l'exposition au risque de contrepartie ne serait pas couverte par des actifs remis à titre de garantie.

⁸¹⁰ Conformément à art. 15 §1 du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸¹¹ Art. 15 §1 a) du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸¹² Art. 15 §1 b) du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

⁸¹³ Conformément à art. 15 §2 du Règlement délégué n°149/2013, p. 22.

Conclusion

de la première partie

369. – Les réglementations prises à l’issue de la crise financière de 2008 ont transformé le paysage de la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré. Aux côtés des traditionnels outils de gestion à la libre disposition des parties, il existe désormais de nouvelles techniques imposées aux parties.

370. – Traditionnellement, une pluralité de mécanismes juridiques est utilisée afin d’atténuer le risque de contrepartie. Ainsi, certains outils tirent leur force du régime juridique exorbitant du droit commun qui leur est reconnu par le législateur ; d’autres relèvent de "montages" contractuels afin d’optimiser le périmètre des opérations bénéficiant de ce régime légal ; d’autres encore organisent contractuellement le transfert d’actifs – en pleine propriété ou avec constitution de sûreté – afin de garantir l’exposition au risque de contrepartie.

Dans tous les cas, une attention particulière est apportée à l’efficacité de ces outils de gestion mise en œuvre. Divers audits juridiques ou stipulations contractuelles sont ainsi réalisés par les parties afin de limiter les risques juridiques susceptibles de remettre en cause l’efficacité de ces outils.

371. – La réglementation EMIR a imposé de nouveaux outils de gestion à l’ensemble des produits dérivés conclus de gré à gré. Certains d’entre eux – les plus liquides – se voient ainsi soumis à la technique de la compensation centrale, telle qu’utilisée en matière de dérivés règlementés. Le reste des produits doivent respecter diverses techniques d’atténuation des risques, au premier rang desquelles on trouve celle de la collatéralisation.

Ces obligations règlementaires ont eu des conséquences opérationnelles importantes, et tout particulièrement eu égard à la documentation contractuelle mise en place entre les parties.

372. – Quels que soient les supports de ces techniques, elles participent toutes à la limitation du risque de contrepartie. On a vu néanmoins que cette limitation prenait des formes diverses. Ainsi, la limitation du risque de contrepartie peut se faire – notamment – par mutualisation (compensation centrale), évaluation et couverture des expositions (valorisation et collatéralisation), réduction de l’exposition définitive (*close-out netting*) ou encore optimisation du recouvrement définitif des créances (régime des garanties financières).

Comme chacune des techniques étudiées appréhende le risque de contrepartie sous un angle différent, leur utilisation cumulative (lorsque cela est possible) offre une atténuation plus complète du risque de contrepartie associé à une opération sur dérivés de gré à gré.

373. – En dépit de la limitation du risque de contrepartie qu'assure l'ensemble de ces techniques, certaines hypothèses attachées à la contrepartie démontrent la subsistance de risques en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré.

Partie II

La subsistance de risques attachés à la contrepartie

374. – Les nombreux outils de gestion des risques mis en œuvre entre les parties participent ensemble à atténuer le risque de contrepartie au titre des opérations sur dérivés de gré à gré. Le déploiement de ces outils ne saurait cependant annihiler l'exposition au risque de contrepartie dans sa totalité et de nombreuses hypothèses illustrent la subsistance de risques. Parmi ces hypothèses, certaines viennent perturber l'efficacité des outils de gestion du risque de contrepartie, tandis que d'autres viennent transformer de façon négative l'exposition au risque de contrepartie. Bien que différentes, toutes les hypothèses sont néanmoins attachées à la contrepartie. On distingue d'abord celles où des risques juridiques sont associés à la contrepartie, dans le sens où ils dépendent de la situation juridique dans laquelle elle se trouve (Titre I). La contrepartie se retrouve parfois dans certaines situations juridiques susceptibles de perturber l'efficacité de quelques-uns des outils de gestion des risques. On distingue ensuite les cas où des risques économiques persistent sur la contrepartie (Titre II), en raison du déploiement de certaines techniques de gestion des risques qui emportent des effets défavorables sur l'exposition au risque de contrepartie.

Titre I

Les risques juridiques associés à la contrepartie

375. – Un outil de gestion du risque de contrepartie peut parfois voir son efficacité relativisée lors de sa mise en œuvre. Lorsque l'efficacité d'une technique d'atténuation des risques va être combattue par une règle de droit, le risque peut être qualifié de juridique. Le caractère exorbitant au droit des procédures collectives du régime juridique des dérivés pourrait faire croire que celui-ci n'est jamais contrarié par l'application d'autres dispositions juridiques. Tel n'est pourtant pas le cas. Il est possible pour une contrepartie de relever d'une situation juridique dont le régime juridique prévaut sur celui des produits dérivés. C'est notamment le cas lorsque la contrepartie est en procédure de résolution (Chapitre 1). Cette hypothèse ne concerne pas toutes les contreparties, mais lorsque tel est le cas nous verrons que l'exposition au risque de contrepartie est perturbée de manière importante.

Outre cette situation de résolution, nous verrons celle où une contrepartie – quelle qu'elle soit – aurait conclu une opération sur dérivés à des fins de couverture dans le cadre d'une opération globale (Chapitre 2). Dans le cadre d'un contentieux judiciaire, une telle situation pourrait présenter un risque – là encore – juridique eu égard à l'analyse qui serait retenue par les juges sur la question de l'interdépendance des contrats. L'enjeu étant ici la potentielle inefficacité des outils de gestion des risques en raison de la caducité.

Chapitre 1 – La contrepartie en procédure de résolution

376. – La crise financière à l'origine de la résolution – La crise des *subprimes* de 2008 a soulevé des interrogations concernant le risque lié à ce que l'on a appelé le "*too big to fail*". Cette expression désigne les établissements financiers atteignant une taille trop importante pour pouvoir faire faillite, du fait des répercussions systémiques que celle-ci aurait sur l'ensemble du marché. Pour cette raison, on parle ici d'établissements "systémiques" ou encore au niveau international de "*Systematically Important Financial Institutions*" (SIFIs ou G-SIFIs lorsqu'on vise le niveau "*global*")⁸¹⁴. Les instances internationales – dans le cadre des discussions tenues au *Financial Stability Board* (FSB)⁸¹⁵ – ont fait part de leur volonté de mettre fin à l'aléa moral résultant de cette situation, en élaborant des mesures permettant aux entités systémiques de faire faillite sans que la stabilité financière n'en soit affectée.

377. – Réglementation européenne et nationale – La Directive dite "BRRD" de 2014⁸¹⁶ est venue poser au niveau européen le cadre réglementaire pour le redressement et la résolution des établissements systémiques. Bien qu'elle ait fait l'objet par la suite d'une transposition en droit français⁸¹⁷, elle avait été anticipée par le législateur français qui avait adopté dès 2013 une loi⁸¹⁸ visant à établir des dispositions équivalentes⁸¹⁹. Si cette réglementation est mise en œuvre nationalement – et codifiée au sein du Code monétaire et financier – son élaboration

⁸¹⁴ Le FSB avec le Comité de Bâle (BCBS) et les autorités nationales ont ainsi identifié de nombreuses "G-SIFIs" depuis 2011. Pour connaître la liste ainsi que la méthodologie utilisée voir notamment la page internet dédiée du FSB : <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/systematically-important-financial-institutions-sifis/global-systematically-important-financial-institutions-g-sifis/>.

⁸¹⁵ Financial Stability Board, "*Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*", October 2011, http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf (une nouvelle version modifiée et complétée a été rendue publique le 15 octobre 2014 : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf).

⁸¹⁶ Directive 2014/59/UE dite "BRRD" du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n°648/2012, JOUE n° L173 du 12/06/2014, p.190.

⁸¹⁷ Ordonnance n° 2015-1024 du 20 août 2015 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, NOR : FCPT1509685R, JORF n° 0192 du 21 août 2015, texte n°19, p. 14652.

⁸¹⁸ Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, NOR : EFIX1239994L, JORF n° 0173 du 27 juillet 2013, texte n° 1, p. 12530.

⁸¹⁹ L'objet de cette loi de 2013 consistant notamment à mettre « à la disposition de l'autorité française de supervision bancaire les outils destinés à prévenir ou à limiter le risque systémique qui pourrait résulter de la faillite d'institutions financières de grande taille » (C. Louisfert, « Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (*close out netting*) », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p. 546).

est européenne (voir internationale). C'est la raison pour laquelle nous parlons ici de réglementation "européenne".

378. – Champ d'application de la réglementation – La directive BRRD n'a pas vocation à s'appliquer à l'ensemble des acteurs économiques. Seuls sont ici concernés les acteurs importants qui, en raison de leur taille ou de leur activité, sont susceptibles de présenter un risque systémique. Le champ du texte se limite donc aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement ainsi qu'aux établissements financiers⁸²⁰ établis dans l'Union européenne⁸²¹, périmètre d'ailleurs repris scrupuleusement à l'identique par notre législateur national⁸²².

379. – Adoption d'un régime dit de "résolution" – Cette nouvelle réglementation a instauré des "mesures de prévention et de gestion des crises bancaires"⁸²³. Elle prévoit la mise en place en amont de "plans préventifs de rétablissement ou de résolution"⁸²⁴ et la gestion d'une procédure de résolution en tant que telle⁸²⁵. La mise en œuvre du nouveau régime de résolution se fait par l'intervention des différentes autorités de résolution nationales, soit l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France. D'une manière générale, « *le régime de résolution mis en place (...) intervient dès la constatation des premières difficultés des établissements financiers concernés, en amont du régime propre aux faillites bancaires. Aussi l'ACPR se voit-elle dotée de nouveaux pouvoirs d'intervention (...). Elle pourra, dans ce cadre, être saisie par le Gouverneur de la Banque de France ou par le*

⁸²⁰ Précisons concernant les établissements financiers qu'en plus de devoir être établis dans l'Union européenne, ceux-ci doivent être des filiales d'un établissement de crédit, d'une entreprise d'investissement ou d'une compagnie visée aux points c) ou d) de l'art. 1^{er}, 1^o de la directive BRRD 2014/59/UE.

⁸²¹ À titre d'exhaustivité, précisons qu'entrent également dans le champ d'application de cette nouvelle réglementation : « *c) les compagnies financières holdings, les compagnies financières holdings mixtes et les compagnies holdings mixtes qui sont établies dans l'Union ; d) les compagnies financières holdings mères dans un État membre, les compagnies financières holdings mères dans l'Union, les compagnies financières holdings mixtes mères dans un État membre, les compagnies financières holdings mixtes mères dans l'Union ; e) les succursales d'établissements qui sont établies ou situées hors de l'Union* » (Art. 1^{er}, 1^o de la directive BRRD 2014/59/UE).

⁸²² Art. L.613-34, I du Code monétaire et financier.

⁸²³ Formule employée par le législateur français pour nommer la section afférente du Code monétaire et financier (Section 4 du Chapitre III du Titre 1^{er} du Livre VI du Code monétaire et financier).

⁸²⁴ Voir notamment les Sous-sections 2 et 3 de la Section 4 du Chapitre III du Titre 1^{er} du Livre VI du Code monétaire et financier.

⁸²⁵ L'idée derrière cette réglementation est finalement celle de la gradation des mesures d'intervention. La directive BRRD distingue d'ailleurs à ce titre les mesures de "prévention de crise" de celles de "gestion de crise" (art. 2, 1^o, §101 et §102 de la Directive BRRD 2014/59/UE). De la même manière, la loi nationale distingue les mesures de police, les mesures d'assainissement et enfin les mesures de résolution (Voir : A. Caillemer du Ferrage, « *L'impact de la résolution sur le netting* », Revue De Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre 2013, dossier 38, §3).

directeur général du Trésor et adopter les mesures de résolution qu'elle estime nécessaires dès qu'un établissement (...) est "défaillant" »⁸²⁶. Les critères de défaillance sont relativement divers⁸²⁷.

380. – Ce régime de résolution, visant à favoriser le redressement d'une entité systémique, emporte des effets non négligeables vis-à-vis de la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré. En effet, si une contrepartie à une opération sur dérivés relève de ce texte européen et connaît des difficultés financières justifiant l'ouverture d'une procédure de résolution au titre du texte ; alors l'application de ce régime protecteur peut perturber l'atténuation du risque de contrepartie (section 1) et même participer à sa réalisation (section 2).

Section 1 – L'atténuation du risque de contrepartie perturbée par la résolution

381. – La directive BRRD a élaboré un nouveau régime de résolution ayant notamment pour effets de contrarier l'efficacité de certains outils importants de gestion du risque de contrepartie (§1). Il restera à déterminer l'efficacité extraterritoriale de ce régime de résolution (§2).

§1. L'efficacité des outils de gestion des risques perturbée par le régime de résolution

382. – Le régime de résolution prévoit certaines atteintes à l'efficacité des techniques d'origine légale de gestion du risque de contrepartie. D'abord, nous verrons qu'aucune mesure de résolution ne peut justifier le déclenchement d'appels de marges ou du *close-out netting* (A). Nous étudierons ensuite la potentielle suspension du *close-out netting* dont la réalisation procéderait d'un cas de résiliation classique (et non d'éventuelles mesures de

⁸²⁶ Comme l'explique un auteur : « Les critères de défaillance prévus sont divers, puisque tel sera le cas dès qu'un établissement (i) ne respecte plus les exigences de fonds propres qui conditionnent le maintien de son agrément, (ii) n'est pas en mesure d'assurer ses paiements, immédiatement ou à terme rapproché, ou (iii) requiert un soutien financier exceptionnel des pouvoirs publics » (C. Louisfert, « Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (*close out netting*) », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, §4, p. 546). Plus précisément encore, c'est l'art. L.613-48 II du Code monétaire et financier qui dispose que « la défaillance (...) est avérée ou prévisible si cette personne remplit ou s'il existe des éléments objectifs attestant que cette personne est susceptible de remplir à terme rapproché l'une des conditions suivantes : 1° Elle ne respecte plus les conditions de son agrément ; 2° Elle n'est pas en mesure de s'acquitter de ses dettes ou de ses autres engagements à l'échéance ; 3° Un soutien financier exceptionnel est requis de pouvoirs publics (...); 4° La valeur de ses actifs est inférieure à celle de ses passifs. ».

⁸²⁷ C. Louisfert, *op. cit.*, §4, p. 546.

résolution) (B) ; et enfin la possibilité de transférer des droits et obligations d'un établissement soumis à une procédure de résolution à un tiers-acquéreur ou à un établissement-relais (C).

A. Exclusion du déclenchement d'appels de marges et du *close-out netting*

383. – Appels de marges exclus – L'article 68 de la BRRD prévoit que toute mesure prise dans le cadre du régime de résolution (mesures de prévention ou de gestion de crise), « y compris la survenance de tout événement directement lié à l'application d'une telle mesure, n'est pas en soi considérée, en vertu d'un contrat conclu par ladite entité, comme un fait entraînant l'exécution au sens de la directive 2002/47/CE [ndlr : directive "Collatéral"] »⁸²⁸. Cette disposition vise à exclure le jeu des appels de marge susceptibles d'être déclenchés en raison de l'avènement d'une mesure de résolution. La technique de la collatéralisation étant un outil important de gestion du risque de contrepartie, on peut s'interroger sur la raison justifiant que son efficacité se voit ainsi limitée. En permettant une telle exclusion, le texte européen cherche à éviter l'effet d'accélération attaché aux appels de mages. En effet, une contrepartie ayant d'importantes difficultés financières pourrait voir sa situation périlcliter encore plus rapidement si l'ouverture de mesures de résolution déclenchait des appels de marges en sa défaveur.

La contrepartie non soumise à une procédure de résolution se voit donc "confisquer" le droit de recourir de nouveaux appels de marges pour adapter le niveau de ses garanties à l'évolution de l'exposition au risque de contrepartie. Autrement dit, l'exposition réelle au risque de contrepartie devient décalée par rapport à celle effectivement couverte par les appels de marges.

384. – Non déclenchement du *close-out netting* – La crise financière de 2008 a fait naître un regard nouveau à l'égard des accords de *close-out netting*, notamment en faisant « *apparaître un inconvénient que l'on ne soupçonnait pas a priori (...) : leur réalisation automatique en cas de défaillance de l'une des parties (...) est telle qu'elle empêche en pratique la résolution ordonnée de la défaillance d'un établissement financier par son autorité de régulation, au préjudice précisément de la stabilité du système financier dans son ensemble* »⁸²⁹. Il est vrai

⁸²⁸ Art. 68 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 297.

⁸²⁹ A. Gaudemet, « *Suspension de la réalisation des accords de close-out netting conclu par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement en situation de défaillance* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2013, comm. 27.

que l'exemple fourni par la banqueroute – iconique – de Lehman Brothers nourrit l'idée que le *close-out netting* pouvait être un facteur précipitant la faillite d'un établissement en difficulté. En effet, « *la résiliation concomitante de transactions sur instruments financiers par l'ensemble de leurs contreparties ayant entraîné l'exigibilité anticipée et simultanée de multiples créances, sans laisser aux établissements concernés ou aux autorités compétentes le temps de mettre en place une alternative de redressement ou de résolution crédible et ordonnée* »⁸³⁰. De ces réflexions est aboutie l'idée d'offrir aux autorités de résolution nationales la possibilité de contrarier la réalisation des accords de *close-out netting* conclus par les entités systémiques qui connaîtraient des difficultés relevant d'une procédure de résolution⁸³¹.

385. – Ainsi, le texte européen prévoit que toute mesure prise dans le cadre de la résolution (mesures de prévention ou de gestion de crise), « *y compris la survenance de tout événement directement lié à l'application d'une telle mesure, ne permet pas en soi à quiconque (...) d'exercer tout droit de résiliation (...) ou de compensation ou de compensation réciproque* »⁸³². Ces dispositions ont ainsi pour effet d'exclure le déclenchement du *close-out netting* (ou plus généralement de tout mécanisme de compensation) du simple fait d'une mesure de résolution⁸³³. L'ensemble des contrats conclus au niveau du groupe auquel

⁸³⁰ C. Louisfert, « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting)* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, §2, p. 546.

⁸³¹ Comme l'explique un auteur, « *l'idée est ici d'éviter l'effet d'accélération que peut provoquer la résiliation-compensation sur le marché* » (C. Louisfert, *op. cit.*, §6.). Il est vrai que si une mesure de résolution pouvait constituer un cas de défaut entraînant la résiliation anticipée des contrats, celle-ci serait alors susceptible d'accélérer les difficultés de la contrepartie concernée et annihilerait les efforts mis en œuvre pour prévenir ou gérer sa résolution. C'est donc pour éviter que le mécanisme du *close-out netting* ne soit « *un obstacle à l'efficacité de mesure de résolution (...) [que] le législateur européen a réagi en prévoyant* » de telles dispositions (M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §38.). Également en ce sens : « *Sous l'influence du Conseil de Stabilité Financière et dans l'objectif de supprimer le risque lié au "too big to fail", de nombreux États, dont la France, ont mis en place des régimes de résolution prévoyant notamment la possibilité pour les autorités de résolution de suspendre les accords de close-out netting conclus par des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement, dans le cas où ces entités seraient soumises à une procédure de résolution* » (A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5).

⁸³² Art. 68 3° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298.

⁸³³ Voir en ce sens : « *Ainsi, le mécanisme de set off ou de netting ne sera pas déclenché par le fait qu'un des cocontractants soit soumis à une quelconque mesure par une autorité de résolution, en dépit du fait que cette mesure peut bouleverser l'équilibre entre les prestations contractuelles. La mesure est considérée comme un non-événement pour ces clauses. On notera que le législateur européen se trouve conforté, sur ce point, par les recommandations du Financial Stability Board [ndlr : Financial Stability Board, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 2011, p. 10]* » (M. Lehmann, *op. cit.*, §38).

appartient la société en question est également concerné par ces dispositions⁸³⁴, ainsi que « *les contrats conclus par ses filiales et garantis par la société mère et pour les clauses de défauts croisés (cross default) insérées dans les contrats conclus par d'autres membres appartenant au même groupe que l'établissement défaillant* »⁸³⁵.

Ces dispositions sont expressément considérées comme des lois de police⁸³⁶, de telle sorte qu'aucune stipulation contractuelle ne saurait y contrevenir, quelle que soit la loi applicable au contrat⁸³⁷.

386. – Tempéraments – Le texte européen prévoit néanmoins des tempéraments à ces atteintes aux outils de gestion des risques.

Concernant d'abord le fait qu'une mesure de résolution ne puisse justifier le jeu des appels de marges et le déclenchement du *close-out netting*. Le texte précise que ces dispositions ne s'appliquent qu'à la condition « *que les obligations essentielles au titre du contrat, notamment les obligations de paiement et de livraison, ainsi que la fourniture d'une garantie, continuent d'être assurées* »⁸³⁸.

Ensuite, « *la volonté (...) étant malgré tout de conserver la sécurité juridique du mécanisme de close-out netting* »⁸³⁹, la directive européenne reconnaît le droit de recourir à ce dernier dans ses conditions "normales", c'est-à-dire « *lorsque cela résulte d'un événement autre que la mesure de prévention des crises, la mesure de gestion des crises ou la survenance de tout événement directement lié à l'application d'une telle mesure* »⁸⁴⁰. Cette possibilité faisait d'ailleurs partie des recommandations du FSB sur le sujet⁸⁴¹. Nous allons voir cependant que

⁸³⁴ Plus précisément cette disposition s'applique « *y compris en liaison avec des contrats conclus : i) par une filiale, lorsque l'exécution des obligations est garantie ou autrement soutenue par une entité du groupe ; ii) par une entité du groupe qui comporte des dispositions en matière de défauts croisés* » (art. 68 3° a) de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298).

⁸³⁵ M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §38.

⁸³⁶ Art. 68 6° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298 : « *Les dispositions du présent article sont considérées comme des lois de police au sens de l'article 9 du règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement et du Conseil* ».

⁸³⁷ En ce sens : « *le close-out netting ne pourra pas être mis en œuvre, à raison de telles mesures, qu'elles que soient les stipulations convenues entre les parties et indépendamment de la loi applicable au contrat* » (A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5, §7).

⁸³⁸ Art. 68 1° et 3° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 297 et 298.

⁸³⁹ C. Louisfert, « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting)* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p. 546, §8.

⁸⁴⁰ Art. 68 4° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298.

⁸⁴¹ Key Attributes for Effective Resolution Regimes For Financial Institutions, Financial Stability Board, October 2011, Key attributes n° 4.3. (iii): « *Should contractual acceleration or early termination rights nevertheless be exercisable, the resolution authority should have the power to stay temporarily such rights where they arise by reason only of entry into resolution or in connection with the exercise of any resolution*

ce tempérament est relatif puisque les autorités de résolution seront toujours à même de suspendre la réalisation du *close-out netting* bien que réalisé dans des conditions normales.

B. Suspension de la réalisation du *close-out netting*

387. – Suspension facultative – La directive BRRD reconnaît d’abord aux autorités « le pouvoir de suspendre toute obligation de paiement ou de livraison découlant d’un contrat auquel un établissement soumis à une procédure de résolution est partie »⁸⁴², ainsi que celui « de suspendre les droits de résiliation de toute partie à un contrat conclu avec un établissement soumis à une procédure de résolution »⁸⁴³. Ces pouvoirs – littéralement repris en droit interne⁸⁴⁴ – permettent aux autorités de suspendre le *close-out netting* indépendamment du fait que sa réalisation ne soit pas au titre d’une mesure de résolution. Cette suspension joue également – sous réserve de certaines conditions – lorsque le contrat est conclu avec une filiale de l’établissement concerné⁸⁴⁵.

Il est précisé que cette suspension ne peut s’appliquer – là encore – que « pour autant que les obligations de paiement et de livraison au titre du contrat, ainsi que la fourniture d’une garantie, continuent d’être assurées »⁸⁴⁶.

388. – Suspension temporaire – La suspension du *close-out netting* est limitée dans le temps. Le caractère temporaire de cette suspension fait que celle-ci ne constitue pas un cas d’inexécution du contrat⁸⁴⁷. Initialement, le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires avait envisagé initialement que le délai maximal ne pouvait excéder 48 heures. Le Professeur Gaudemet avait pu expliquer à l’époque qu’un tel délai présentait un

powers. The stay should: (...) (iii) not affect the exercise of early termination rights of a counterparty against the firm being resolved in the case of any event of default not related to entry into resolution or the exercise of the relevant resolution power occurring before, during or after the period of the stay (for example, failure to make a payment, deliver or return collateral on a due date) ».

⁸⁴² Art. 69 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298.

⁸⁴³ Art. 71 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 299.

⁸⁴⁴ Ces dispositions européennes ont en effet été reprises à l’art. L.613-56-5 du Code monétaire et financier.

⁸⁴⁵ Art. 71 2° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 299 : « 2. Les États membres veillent à ce que les autorités de résolution aient le pouvoir de suspendre les droits de résiliation de toute partie à un contrat conclu avec une filiale d’un établissement soumis à une procédure de résolution lorsque : a) l’exécution des obligations qui découlent dudit contrat est garantie ou soutenue d’une autre manière par l’établissement soumis à une procédure de résolution ; b) les droits de résiliation qui découlent dudit contrat sont fondés uniquement sur l’insolvabilité ou la situation financière de l’établissement soumis à une procédure de résolution ; et c) dans le cas d’un droit de transfert qui a été ou peut être exercé vis-à-vis de l’établissement soumis à une procédure de résolution, soit : i) tous les actifs et passifs de la filiale correspondant audit contrat ont été ou peuvent être transférés à l’entité réceptrice et assumés par celle-ci ; soit ii) l’autorité de résolution fournit par tout autre moyen une protection adéquate pour ces obligations » .

⁸⁴⁶ Art. 71 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 299.

⁸⁴⁷ Tel que l’affirme expressément l’art. 68 5° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298.

certain "réalisme"⁸⁴⁸, mais le législateur national s'est conformé aux dispositions européennes en prévoyant finalement un délai maximal de 24 heures⁸⁴⁹. Plus précisément, la suspension s'exerce « à compter de la publication de l'avis [de résolution] (...) jusqu'à minuit (...) à la fin du jour ouvrable suivant la publication »⁸⁵⁰. On peut d'ailleurs noter que des dispositions équivalentes ont également été adoptées outre-Atlantique par le droit fédéral américain⁸⁵¹.

389. – Application imprécise – Comme le fait remarquer un auteur, si le principe de cette suspension de la réalisation du *close-out netting* est clairement posé par le législateur européen, il demeure que « les modalités d'application de cette suspension restent néanmoins floues. En effet, la loi ne précise pas si cette mesure de résolution suspend également la possibilité pour la contrepartie non défaillante de calculer le solde unique de résiliation et celle de procéder à des appels de marge au titre du contrat de collateral en place »⁸⁵². Bien que certains acteurs de la place aient pu faire part de leur avis sur cette question, aucune position officielle n'est à ce jour fixée⁸⁵³.

⁸⁴⁸ Le Professeur Gaudemet expliquait en effet que : « La difficulté n'est pas celle de la période de suspension des accords de résiliation-compensation qui pourrait atteindre 48 heures en France, tandis qu'elle ne peut excéder 24 heures dans le Dodd-Frank Act comme dans le projet de directive européenne (art. 61.1). Pour dire les choses franchement, une période maximale de 48 heures ou davantage paraît plus réaliste puisque l'ACPR devra, dans ce délai somme toute bref, décider et exécuter de premières mesures de résolution consistant notamment à évaluer le montant des pertes subies par l'établissement défaillant et à les imputer successivement sur les titres de capital, les titres de créance subordonnés et les autres titres de créance émis par cet établissement (même si ces mesures auront été préparées au préalable par un "plan préventif de résolution" régulièrement actualisé). En toute hypothèse, on ne croit pas qu'une période maximale de suspension des accords de résiliation-compensation de 48 heures plutôt que de 24 heures pourrait constituer un motif sérieux pour les contreparties étrangères de se détourner des établissements financiers français. » (A. Gaudemet, « Suspension de la réalisation des accords de close-out netting conclu par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement en situation de défaillance », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2013, comm. 27).

⁸⁴⁹ Délai consacré à l'art. L.613-56-5 I du Code monétaire et financier.

⁸⁵⁰ Art. 71 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 299.

⁸⁵¹ En ce sens : « Ils existent déjà en droit fédéral américain. La section 210 du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act prévoit que la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) peut décider, en sa qualité d'administrateur provisoire ou de liquidateur d'un établissement financier (financial company), de suspendre la réalisation des accords de résiliation-compensation pendant une période maximale de 24 heures et de transférer certains de ces accords à un établissement-relais (bridge financial company) (Pub. L. 111-203, H. R. 4173, Sec. 210). De la même manière, les autres accords de résiliation-compensation peuvent être réalisés à l'encontre de l'établissement défaillant à l'issue de cette période » (A. Gaudemet, *op. cit.*).

⁸⁵² C. Louisfert, « Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting) », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p. 546, §7.

⁸⁵³ En ce sens : « Certains intervenants de la place semblent considérer que le solde de résiliation ne pourra être calculé qu'à l'issue de la période de suspension, lorsque la contrepartie aura recouvré l'exercice de son droit de résiliation. Selon les intéressés, toute interprétation contraire rendrait la mesure de résolution sans effet et irait donc à l'encontre de l'intention du législateur. Cependant, il n'existe à ce jour aucune position officielle et tranchée sur cette question et on ne peut préjuger de la décision qui serait adoptée en pratique par chaque établissement, ni par les tribunaux en cas de litige » (C. Louisfert, *op. cit.*, §7).

390. – Une suspension pour combattre le risque systémique – La suspension du *close-out netting* lorsque sa mise en œuvre n'est pas relative à une mesure de résolution peut interroger quant à son bien-fondé. Si l'on raisonne d'un point de vue du risque individuel (c'est-à-dire du risque de contrepartie), la suspension des droits de résiliation-compensation a pour effet d'imposer à la partie non défaillante une exposition "forcée" au risque de contrepartie. Si l'on raisonne néanmoins d'un point de vue du risque collectif (c'est-à-dire du risque systémique), la suspension des droits de résiliation-compensation participe à annihiler leurs effets procycliques. Bien que le mécanisme du *close-out netting* procède de l'idée de « *contenir la défaillance en chaîne des acteurs des marchés financiers et de limiter le risque systémique, il s'est en pratique avéré que la mise en œuvre de tels mécanismes pouvait entraîner l'effet contraire* »⁸⁵⁴. Cet effet ambivalent s'explique par le fait qu'un tel mécanisme accélère les résiliations simultanées des autres contreparties de la partie défaillante, accentuant ainsi la méfiance du marché à l'égard de cette dernière et empêchant également le règlement de ses difficultés⁸⁵⁵. L'idée est donc ici de "freiner" la mise en œuvre automatique du *close-out netting* afin d'accorder à la partie défaillante une "trêve"⁸⁵⁶ temporelle durant laquelle l'autorité de régulation peut procéder à son redressement ou liquidation de façon plus ordonnée. La suspension des droits de résiliation-compensation participe à ce titre à lutter contre le risque systémique⁸⁵⁷.

391. – C'est au titre de la stabilité financière que certaines entités se voient exclues de ces mesures de résolution⁸⁵⁸. Tel est notamment le cas des chambres de compensation centrale

⁸⁵⁴ A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5, §2.

⁸⁵⁵ En ce sens : « *Il a ainsi été constaté que la résiliation automatique et simultanée des transactions par les différentes contreparties d'une partie défaillante pouvait conduire à accentuer les inquiétudes de la partie défaillante, engendrer une diffusion du risque de défaillance à l'ensemble du marché et empêcher la résolution ordonnée de la faillite d'un établissement financier, portant ainsi atteinte à la stabilité du système financier dans son ensemble* » (A. Kannan, *op. cit.*, §2).

⁸⁵⁶ Formule issue de : A. Kannan, *op. cit.*, note 4.

⁸⁵⁷ En ce sens : « *La suspension de la mise en œuvre des clauses de close-out netting pendant une brève fenêtre temporelle permettrait aux autorités de régulation de procéder de manière ordonnée à la liquidation d'un établissement financier défaillant et de transférer les actifs de l'entité en faillite à une institution relais ("bridge institution"). Cette "trêve" permettrait alors d'assurer non seulement le sauvetage de la banque défaillante, mais aussi celui du système financier dans son ensemble. Dès lors que les actifs de la partie défaillante sont transférés à une entité in boni, la mise en jeu du close-out netting n'a plus lieu d'être et les contrats cédés peuvent se poursuivre normalement* » (A. Kannan, *op. cit.*, note 4).

⁸⁵⁸ Tel qu'il en résulte des articles L.613-56-2, II, al. 3 et L.613-56-4, al. 3, 2° du Code monétaire et financier au niveau du droit français. Concernant le droit européen, il en résulte des articles 69 4° b) et 70 2° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298 et 299.

concernant la suspension temporaire des droits de résiliation⁸⁵⁹. L'objectif des contreparties centrales est de limiter le risque de contrepartie et le risque systémique. Le législateur européen a donc estimé qu'une telle mesure de suspension aurait pu « *gravement perturber le fonctionnement de ces systèmes. (...) Cela aurait [eu] un effet nocif sur la stabilité du système de compensation, et, partant, sur la stabilité du système financier en général* »⁸⁶⁰.

C. Transfert des droits et obligations

392. – Faculté de transfert – Les autorités nationales de résolution peuvent décider de la cession des activités de l'établissement ainsi que du recours à un établissement-relais au titre des différents "instruments de résolution"⁸⁶¹. Plus précisément, la directive BRRD reconnaît aux autorités nationales le pouvoir de transférer d'une part, à un tiers acquéreur qui n'est pas un établissement-relais⁸⁶² et d'autre part, à un établissement-relais⁸⁶³, « *tous les actifs, droits ou engagements d'un établissement soumis une procédure de résolution, ou l'un quelconque de ceux-ci* »⁸⁶⁴. Ces dispositions ont fait l'objet d'une rigoureuse transposition au sein du Code monétaire et financier⁸⁶⁵.

393. – Cette faculté reconnue à l'ACPR « *ne peut justifier à [elle seule] une résiliation ou une compensation des contrats à transférer, quand bien même les parties auraient contractuellement aménagé une telle faculté* »⁸⁶⁶. L'idée de cette disposition est d'éviter là

⁸⁵⁹ Sur le plan du droit français cela résulte de l'art. L.613-56-5 I du Code monétaire et financier. Sur le plan du droit européen cela résulte de l'art. 71 3° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 299.

⁸⁶⁰ A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5, §44.

⁸⁶¹ Art. 37 3° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 256.

⁸⁶² Art. 38 1° b) de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 257.

⁸⁶³ Art. 40 1° b) de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 261.

⁸⁶⁴ Formule reprise pour les deux articles 38 1° b) et 40 1° b) de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 257 et 261.

⁸⁶⁵ Les dispositions relatives à la cession d'activités relèvent des art. L.613-52 à L.613-52-6 du Code monétaire et financier, tandis que celles relatives à la mise en place d'un établissement-relais relèvent des art. L.613-53 à L.613-53-5 dudit code.

⁸⁶⁶ B. Bréhier, F. Mékouï, « *Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ?* », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422. Ces auteurs précisent également que : « *S'agissant du close-out netting, il convient de noter que la mise en œuvre des mesures de résolution comme par exemple le transfert d'une partie des activités, ne peut justifier à elle seule l'exercice du droit de résiliation anticipé et de compensation. Néanmoins, cette faculté est préservée pour les contrats non transférés à une entité tierce si un tel transfert est décidé par l'ACPR. De plus pour les contrats transférés, la faculté de résiliation anticipée pourrait être exercée si celle-ci est justifiée, non pas par le transfert en lui-même, mais par un autre cas de défaut (par exemple, le défaut de paiement)* ».

encore que le déclenchement du *close-out netting* – en raison du transfert décidé par l'ACPR – vienne "court-circuiter" l'efficacité d'une telle mesure de résolution.

394. – Question du transfert partiel – En cas de transfert des actifs, droits ou engagements d'un établissement soumis à une procédure de résolution, le tiers acquéreur ou l'établissement-relais peut en recevoir « *une partie mais non la totalité* »⁸⁶⁷. On parle ici de "transferts partiels".

Or, ce possible transfert partiel des droits et obligations par l'autorité de résolution a cristallisé certaines craintes dans l'hypothèse où celui-ci concernerait les biens, droits et obligations régis par une convention comportant le mécanisme de *close-out netting*. En effet, tout l'enjeu était ici de s'assurer que ces biens, droits et obligations ne pouvaient être cédés ou transférés uniquement en totalité – et non en partie – afin « *d'éviter le "cherry picking", c'est-à-dire le droit pour l'ACPR de sélectionner, parmi les opérations couvertes par une convention cadre, uniquement celles qui sont favorables à l'établissement* »⁸⁶⁸.

395. – Sur ce sujet, il a existé pendant un court laps de temps une différence notable entre les dispositions issues du projet de la directive BRRD et celles issues du projet initial de loi de séparation et de régulation des activités bancaires. Dès l'élaboration du projet de la directive européenne jusqu'à son adoption, le législateur européen prévoyait – et prévoit toujours – clairement que « *les Etats membres veillent à ce que les contrats de garantie financière avec transfert de propriété ainsi que (...) les accords de compensation fassent l'objet d'une protection appropriée de manière à empêcher le transfert d'une partie, mais non de la totalité, des droits et engagements protégés par contrats de garantie financière avec transfert de propriété ou (...) un accord de compensation entre l'établissement soumis à une procédure de résolution et une autre personne* »⁸⁶⁹. À l'inverse, l'article 7 du projet initial de loi bancaire prévoyait d'introduire un art. L.613-31-16, 5° dans le Code monétaire et financier

⁸⁶⁷ Formule de l'art. 76 1° a) de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 303.

⁸⁶⁸ B. Bréhier, F. Mékouï, « *Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ?* », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422. Voir également en ce sens : « *Dans le cas de certains types d'arrangement contractuels, le transfert partiel a un effet tellement nocif pour les intérêts du cocontractant que la BRRD l'exclut tout simplement. Parmi ces arrangements se retrouvent les accords de compensation – aussi bien les set off que les netting agreements –, qui peuvent servir pour illustrer le sens de la prohibition. En effet, l'autorité de résolution pourrait heurter les intérêts d'une des parties à une clause de compensation si elle ne transférerait que les droits et engagements qui sont favorables à l'établissement défaillant. Par la voie du cherry picking, le cocontractant se retrouverait avec les droits et engagements qui lui sont défavorables alors que les autres seront soumis à une procédure collective ordinaire* » (M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §49).

⁸⁶⁹ Art. 77 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 304.

qui permettait à l'ACPR de « *décider du recours à un établissement-relais chargé de recevoir, à titre provisoire, tout ou partie des biens, droits et obligations [de l'établissement défaillant] en vue d'une cession dans les conditions fixées par l'ACPR* »⁸⁷⁰.

Il était inconcevable qu'une telle différence perdure, tant en raison de l'harmonisation nécessaire entre les droits européen et français, qu'au regard de la sécurité juridique. Plusieurs auteurs – et tout particulièrement le Professeur Gaudemet – ont expliqué quelles seraient les conséquences si la loi nationale ne précisait pas que les droits et engagements protégés par un accord de compensation ne pouvaient être transférés qu'en totalité⁸⁷¹. À défaut d'une telle précision, il aurait alors existé un risque que les droits et obligations faisant l'objet du transfert par l'autorité de résolution puissent quitter le champ d'application des accords de *close-out netting*. Une telle hypothèse aurait remis en cause les prévisions contractuelles au titre desquelles les contreparties se sont décidées à conclure l'opération, ainsi que les appels de marges ayant eu cours. À dire vrai, c'est le régime même du *close-out netting* qui aurait été fragilisé⁸⁷². Cela aurait également pu conduire à ce que les contreparties étrangères – voire françaises – finissent par se détourner des établissements financiers français pour leur préférer

⁸⁷⁰ A. Gaudemet, « *Suspension de la réalisation des accords de close-out netting conclu par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement en situation de défaillance* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2013, comm. 27.

⁸⁷¹ A. Gaudemet, *op. cit.* ; A. Caillemer du Ferrage, « *L'impact de la résolution sur le netting* », Revue De Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre2013, dossier 38, §16 ; C. Louisfert, « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting)* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p. 546, §8.

⁸⁷² À propos de cette hypothèse, le professeur Gaudemet estime qu'il aurait existé « *un risque, même faible, que les "droits et obligations" de l'établissement défaillant transférés par l'ACPR à un établissement-relais puissent être interprétés comme ceux nés de certains contrats financiers conclus dans le cadre d'un accord de résiliation-compensation et non de tous les contrats financiers conclus dans le cadre d'un tel accord. Ce risque, à le supposer avéré, serait la ruine pure et simple des prévisions contractuelles des contreparties de l'établissement financier défaillant qui se seront déterminées en considération de l'existence d'un accord de résiliation-compensation et auront généralement ajusté leur "collatéral" au montant du solde potentiel de compensation de cet accord. S'il n'est pas clairement écarté dès à présent, il conduira logiquement les conseils juridiques à introduire une réserve dans leurs opinions concernant le régime des accords de résiliation-compensation en droit français* » (A. Gaudemet, *op. cit.*). Voir également en ce sens : « *La référence combinée à "tout ou partie" des biens, droits et obligations et aux pouvoirs élargis de fixer les "conditions" de la cession par l'ACPR autorisait selon moi un "détournement" ou la division de la convention et laissait penser que l'ACPR aurait pu "cueillir" dans celle-ci en transférant certaines opérations dont la valeur de remplacement serait positive à un établissement tiers, en y laissant toutes celles dont la valeur de remplacement était négative. Autoriser une telle fragmentation ou dislocation d'une convention de compensation, quelle que soit la nature des opérations qu'elle régit, eut immédiatement conduit les conseils français à devoir alerter les marchés de ce que les conventions de compensation et le netting avec les établissements de crédit français n'étaient tout simplement plus efficaces en droit français, avec les conséquences juridiques mais surtout prudentielles qui s'y attachent, à commencer par l'impossibilité de prendre en compte des positions nettes compensées pour le besoin des calculs des fonds propres réglementaires de leurs contreparties* » (A. Caillemer du Ferrage, « *L'impact de la résolution sur le netting* », Revue De Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre2013, dossier 38, §16). Voir également en ce sens : « *L'enjeu est de taille car sans cette précision légale, la prise en compte d'une exposition nette au titre des transactions régies par un même contrat-cadre de place aurait pu être remise en cause entraînant ainsi une augmentation de leurs coûts en fonds propres* » (C. Louisfert, « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting)* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p. 546, §8).

des établissements étrangers soumis à un droit ayant écarté expressément toute possibilité de transfert partiel⁸⁷³.

396. – L'ensemble de ces considérations a finalement été entendu jusque dans les débats parlementaires⁸⁷⁴. Le législateur national a donc décidé de « *conserver la sécurité juridique du mécanisme de close-out netting, [et à cette fin] la loi de séparation et de régulation des activités bancaires (...) préserve l'intégrité des contrats-cadres de marché en précisant qu'ils ne peuvent être cédés ou transférés qu'en totalité. L'ACPR ne pourra donc pas faire du cherry-picking et ne transférer à un tiers ou à un établissement-relais que les opérations financières qu'elle aurait choisies* »⁸⁷⁵. Depuis, cette précision a été expressément formulée au sein de l'art. L.613-57-1 du Code monétaire et financier⁸⁷⁶.

397. – Pour que le régime de résolution puisse produire pleinement ses effets sur l'efficacité des outils de gestion du risque de contrepartie, encore faut-il que celui-ci soit opposable dans un contexte comportant des éléments d'extranéité.

⁸⁷³ Voir en ce sens : A. Gaudemet, « *Suspension de la réalisation des accords de close-out netting conclu par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement en situation de défaillance* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2013, comm. 27.

⁸⁷⁴ Modification opérée par l'adoption de l'amendement n° CF-269 de Mme Karine Berger, à l'occasion du Rapport n° 707 du 7 février 2013 de l'Assemblée nationale où il est notamment fait mention (p. 148) de l'article du Professeur Gaudemet (A. Gaudemet, *op. cit.*) – www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rapports/r0707.pdf. Comme l'explique un auteur, cet amendement « *préparé en consensus par la Place, a inséré à l'article 7 du projet de loi une disposition interdisant le cherry picking lors de la cession ou du transfert des biens, droits, et obligations régis par une convention mentionnée à l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier et de leurs accessoires. Les conventions et les opérations qu'elles régissent ne peuvent être cédées ou transférées qu'en bloc* » (A. Caillemer du Ferrage, « *L'impact de la résolution sur le netting* », Revue De Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre2013, dossier 38, §16).

⁸⁷⁵ C. Louisfert, « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting)* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p.546, §8. En ce sens voir également : « *Il convient de préciser que les biens, droits et obligations régis par une convention (...) comportant le mécanisme de (...) close-out netting (...) ne peuvent être cédés ou transférés qu'en totalité* » (B. Bréhier, F. Mékouï, « *Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ?* », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422).

⁸⁷⁶ Art. L.613-57-1 du Code monétaire et financier : « *I. – Lorsqu'il prononce le transfert d'une partie des biens, droits et obligations d'une personne soumise à une procédure de résolution au profit d'une autre entité (...) le collège de résolution veille (...) à la protection (...) des accords de compensation (...) auxquels participe la personne soumise à la procédure de résolution (...). Il en va de même lorsque le collège de résolution a prononcé le transfert d'une partie des biens, droits et obligations d'un établissement-relais (...). II. – Les droits et obligations qui résultent (...) d'un accord de compensation réciproque (...) ne peuvent faire l'objet d'un transfert partiel ni être modifiés ou résiliés (...). Sont concernés les droits et obligations qui peuvent être compensés ou, après déchéance de leur terme, être compensés ou convertis en un solde unique.* ».

§2. L'efficacité extraterritoriale du régime de résolution

398. – La question de l'opposabilité des mesures de résolution pourrait par exemple intervenir dans l'hypothèse où une convention d'opérations sur dérivés comporterait des clauses visant des mesures de résolution comme des cas ouvrant droit aux appels de marges ou à la mise en œuvre du *close-out netting*. Une telle référence pouvant être expresse ou non. En effet, la clause généralement utilisée selon laquelle la désignation d'un administrateur constitue un cas de résiliation-compensation pourrait parfaitement être applicable en cas de résolution.

Les éléments d'extranéité peuvent être nombreux, comme par exemple le fait pour une convention-cadre d'être soumise au droit d'un pays tiers (c'est-à-dire hors Espace Economique Européen "EEE"); que l'une des contreparties soit étrangère; que les actifs échangés au titre de l'opération soient "localisés" dans des pays tiers. L'ensemble de ces éléments peut avoir un impact sur la nature de la juridiction *in fine* en charge du contentieux. Deux *scenarii* peuvent être envisagés, à savoir que la juridiction saisie du litige soit européenne ou étrangère.

399. – **Juridiction européenne saisie du litige** – Concernant d'abord l'hypothèse selon laquelle le contentieux serait porté devant une juridiction relevant de l'EEE, peu importe le droit applicable à la convention-cadre concernée. Nul doute ici que les éventuelles stipulations contractuelles contraires au régime de résolution applicable « *seraient – de par l'effet de la loi – réputées non écrites* »⁸⁷⁷. Plus exactement, la directive BRRD oblige les États membres à transposer ses dispositions dans leur droit interne. Ces dispositions « *sont ainsi incorporées à la loi du for, ce qui suggère l'application (...) du règlement Rome I* »⁸⁷⁸, et tout particulièrement de son article 9 alinéa 2 régissant les conflits sur la loi applicable aux obligations contractuelles⁸⁷⁹. C'est donc bien la transposition de la directive dans chacun des États membres qui permet *in fine* d'y rendre opposables les mesures de résolution et ce

⁸⁷⁷ B. Bréhier, F. Mékoui, « *Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ?* », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422.

⁸⁷⁸ M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §40.

⁸⁷⁹ Règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I), JOUE n° L177 du 04 juillet 2008, p. 6.

indépendamment de la loi applicable au contrat⁸⁸⁰. Le texte européen (à l'instar des droits nationaux qui l'ont transposé) a affirmé le caractère d'ordre public du régime de résolution⁸⁸¹. Pour cette raison, il est certain que devant une juridiction relevant des États membres, l'efficacité des mesures de résolution ne poserait aucune difficulté particulière⁸⁸².

400. – Juridiction étrangère saisie du litige – Concernant l'hypothèse selon laquelle le contentieux serait porté devant une juridiction étrangère à l'EEE, le règlement Rome I étant inapplicable, celle-ci serait susceptible de « *ne pas reconnaître le caractère de loi de police à cette disposition* [ndlr : mesure de résolution européenne] *et en refuser l'application* »⁸⁸³. Notons d'ailleurs que la réelle efficacité d'un tel refus pourrait ensuite soulever des questions, comme par exemple celle du sort de la compensation sur le collatéral reçu⁸⁸⁴. Quoi qu'il en soit, on comprend que l'opposabilité du droit européen de la résolution (tel que transposé par chacun des États membres) à l'égard d'un État tiers saisi du contentieux est indubitablement soumis à la "bonne volonté"⁸⁸⁵ de ce dernier. La reconnaissance des mesures de résolution européennes n'étant pas garantie dans les États tiers, l'un des meilleurs moyens de s'assurer

⁸⁸⁰ En ce sens : « *L'effet de la transposition de la directive est donc d'exclure le déclenchement des mécanismes de set off et de netting indépendamment de la loi applicable au contrat* » (M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §41).

⁸⁸¹ En ce sens : « *Les dispositions du présent article sont considérées comme des lois de police au sens de l'article 9 du règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement eu du Conseil* » (art. 68 6° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298).

⁸⁸² En ce sens : B. Bréhier, F. Mékoui, « *Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ?* », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422.

⁸⁸³ B. Bréhier, F. Mékoui, *op. cit.* En ce sens voir également : « *Certes, nous l'avons vu, des régimes nationaux prévoient déjà des mesures de résolution similaires aux mesures prévues par la BRRD et par la loi de séparation. Mais encore faut-il que le droit désigné comme compétent pour régir les accords de résiliation-compensation dans le cadre d'une mesure de résolution reconnaisse le régime de résolution du « for » comme étant équivalent à son régime de résolution national.* » (A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5, §9). En ce sens voir également : « *La portée de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires en dehors des frontières françaises est, à ce jour, incertaine. En effet, à moins d'être considérée par les juges comme relevant de l'ordre public international, on peut s'interroger sur l'application du droit français par les tribunaux étrangers (par exemple new-yorkais ou anglais) saisis sur la base d'un contrat régi par un droit étranger, en l'absence de références contractuelles expresses* » (C. Louisfert, « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close out netting)* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 Novembre 2013, p. 546, §9).

⁸⁸⁴ Comme l'expliquent certains auteurs : « *Pour dire les choses simplement, si le collatéral est situé en France, il paraîtrait assez difficile pour un juge étranger n'ayant pas reconnu le caractère de loi de police du régime français de résolution, de faire appliquer sa décision en France (faute de pouvoir obtenir l'exécution de son jugement). Si, en revanche, le collatéral est situé à l'étranger, cela ne paraît pas totalement inconcevable qu'un juge étranger puisse faire échec au droit français* » (B. Bréhier, F. Mékoui, *op. cit.*, p. 422).

⁸⁸⁵ M. Lehmann, *op. cit.*, §43.

de l'effet extraterritorial des mesures de résolution reste la voie de la coopération internationale⁸⁸⁶.

401. – Une coopération internationale défailante – Certaines dispositions de la directive BRRD relatives aux relations avec les pays tiers⁸⁸⁷ participent de cette volonté de coopération internationale en prévoyant notamment la reconnaissance et l'exécution des procédures de résolution d'un pays tiers ainsi que la négociation d'accords sur la coopération entre les autorités de résolution et les autorités des pays tiers concernée. Le texte européen prévoit même qu'une mesure de résolution prise par un États tiers ne déclenchera pas, selon la perspective des tribunaux de l'Union européenne, les clauses de *set off* ou de *netting*, et ceci indépendamment de la loi qui régit le contrat⁸⁸⁸. La raison de cette disposition est en réalité incitative. Comme l'explique un auteur, on ne peut « *rien attendre des États tiers si on ne fait pas preuve d'une bienveillance quant à leurs propres dispositions régissant le set off et le netting. [Le législateur européen a donc voulu offrir ici] un grand signe de faveur des procédures de résolution entamées en dehors de l'Union (...) d'autant plus généreux que cette concession s'exerce (...) sans condition de réciprocité* »⁸⁸⁹.

On constate néanmoins qu'aucune "bienveillance" réciproque n'existe à ce jour soit, par le jeu de reconnaissance d'États tiers des mesures de résolution européennes soit, par l'élaboration de conventions internationales. Aussi, « *il était impératif de mettre en place une convention de place à portée internationale sur ce sujet* »⁸⁹⁰. À cet effet, l'ISDA a élaboré un protocole d'adhésion afin d'organiser l'opposabilité contractuelle des mesures de résolution.

402. – L'opposabilité assurée par voie contractuelle – Ce protocole dit de "résolution"⁸⁹¹ a été publié par l'ISDA en Novembre 2014. Le fait d'adhérer à ce protocole a pour conséquence la reconnaissance contractuelle de certains régimes de résolution nationaux ("*Special*

⁸⁸⁶ En ce sens voir : A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5, §10.

⁸⁸⁷ Articles 93 et 94 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 318.

⁸⁸⁸ Art. 68 2° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298.

⁸⁸⁹ Formule issue de : M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §42.

⁸⁹⁰ A. Kannan, *op. cit.*, §11. Toujours selon ce même auteur, l'adoption de ce protocole participe à l'idée « *de garantir l'effet extraterritorial des différents régimes de résolution nationaux et de contourner les contraintes du droit international privé susceptibles d'empêcher leur mise en œuvre au niveau mondial* ». En ce sens voir également : A. Caillemer du Ferrage, « *L'impact de la résolution sur le netting* », Revue De Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre2013, dossier 38, §18.

⁸⁹¹ "ISDA 2014 Resolution Stay Protocol", 4 November 2014, International Swaps and Derivatives Association – assets.isda.org/media/f253b540-25/958e4aed-pdf.

Resolution Regime") – dont celui de la France et plus généralement ceux mis en place au sein de l'EEE – et leur opposabilité pour chaque partie adhérente.

Il faut cependant comprendre que ce protocole ne vient pas organiser en tant que telle la mise en œuvre des différentes clauses d'une convention-cadre ISDA dans le contexte d'une procédure de résolution. L'idée du protocole est simplement d'assurer le renvoi aux dispositions du régime de résolution applicable. En effet, « *le Protocole opère un renvoi aux Régimes Spéciaux de Résolution à travers un mécanisme d'"opt-in", par lequel les Signataires se soumettent volontairement au Régime Spécial de Résolution applicable à leur contrepartie directe en ce qui concerne l'exercice des clauses de résiliation-compensation. Ainsi, en cas de résolution affectant une contrepartie, les parties signataires conviennent que la loi applicable aux modalités d'exercice de l'accord de résiliation-compensation sera celle de l'État où la mesure de résolution est ouverte* »⁸⁹². Le protocole a donc été pensé pour venir contractualiser l'opposabilité transfrontalière des procédures de résolution. Ainsi, peu importe pour un établissement français d'avoir conclu une opération sur dérivés avec une entité étrangère ou sous un contrat soumis au droit étranger ; le fait que les deux contreparties soient signataires de ce protocole permettra d'assurer l'opposabilité des différentes mesures prises dans le cadre du régime de résolution applicable⁸⁹³. Toutefois, l'adhésion à ce protocole n'est pas obligatoire. Il peut donc parfaitement exister des opérations non soumises à ce protocole, où l'opposabilité d'éventuelles mesures de résolution serait soumise à l'incertitude du droit international de la faillite.

403. – À ce stade de l'étude, on a vu que le régime de résolution issu de la directive BRRD vient perturber fortement l'efficacité des appels de marges et des droits de résiliation-compensation mis en œuvre entre les parties. Chacun de ces outils de gestion se voit finalement "dé-corrélé" de l'exposition au risque de contrepartie réellement subie par la partie non défaillante. Il résulte de cette situation une atténuation du risque de contrepartie perturbée.

⁸⁹² A. Kannan, « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5, §9, §10 et §12, §13, §14 et §15.

⁸⁹³ Voir en ce sens : « *De manière concrète, cette reconnaissance contractuelle des différents régimes de résolution implique que, désormais, si un établissement de crédit de droit français est soumis à une procédure de résolution en France et que cet établissement, par le biais d'une succursale aux États-Unis, a conclu des contrats dérivés de droit américain avec des contreparties américaines, les contreparties américaines ayant adhéré au Protocole seront obligées de reconnaître l'opposabilité de la procédure de résolution française à leur égard et, partant, la mesure de suspension des clauses de close-out netting éventuellement prononcée par l'ACPR.* » (A. Kannan, *op. cit.*, §9, §10 et §12, §13, §14 et §15).

Il reste à présent à envisager une mesure de résolution prévue par la directive BRRD qui a pour effet de réaliser le risque de contrepartie. Cette mesure est la reconnaissance contractuelle du renflouement interne.

Section 2 – L'exposition au risque de contrepartie réalisée par l'instrument de renflouement interne

404. – L'instrument de renflouement interne participe à la réalisation du risque de contrepartie en ce qu'il élabore un mécanisme de conversion ou de dépréciation des engagements (§1). Nous verrons que les acteurs de la place se sont organisés pour assurer l'opposabilité de cette mesure de résolution européenne (§2).

§1. L'élaboration d'un mécanisme de conversion ou de dépréciation des engagements

405. – *Bail-in* – La directive DRRD a instauré un instrument dit de "renflouement interne"⁸⁹⁴ – transposé en droit interne⁸⁹⁵ – plus connu sous le terme anglo-saxon de "*bail-in*". Cet outil a pour but de faire recourir prioritairement aux actifs des actionnaires et des créanciers d'une entité défaillante. À cette fin, le mécanisme du *bail-in* permet « *l'exercice par une autorité de résolution (...) des pouvoirs de dépréciation et de conversion à l'égard d'éléments de passif d'un établissement soumis à une procédure de résolution* »⁸⁹⁶. Le recours à cette mesure de résolution peut donc aboutir aux deux résultats suivants : soit, la dépréciation – « *même jusqu'à zéro* »⁸⁹⁷ – des engagements pris par l'établissement défaillant, soit à leur possible conversion en actions⁸⁹⁸.

La dépréciation ou la conversion des engagements de l'établissement en résolution peut poursuivre l'un des deux objectifs suivants : d'une part, il peut s'agir de recapitaliser

⁸⁹⁴ Art. 43 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 267.

⁸⁹⁵ Art. L.613-55 et s. du Code monétaire et financier.

⁸⁹⁶ Art. 2 §57 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 215.

⁸⁹⁷ M. Lehmann, « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2014, dossier 31, §51.

⁸⁹⁸ De manière plus détaillée, la Directive BRRD précise que l'autorité de résolution peut exercer séparément ou simultanément les pouvoirs suivants : « (e) le pouvoir de réduire, y compris jusqu'à zéro, le principal ou l'encours exigible des engagements éligibles d'un établissement soumis à une procédure de résolution ; (f) le pouvoir de convertir les engagements éligibles d'un établissement soumis à une procédure de résolution en actions ordinaires ou autres titres de propriété ordinaires de cet établissement (...) ; (g) le pouvoir d'annuler les instruments de dette émis par un établissement soumis à une procédure de résolution, sauf dans le cas des engagements garantis soumis aux dispositions de l'article 44, paragraphe 2 ; (...) (j) le pouvoir de modifier l'échéance des instruments de dette et autres engagements éligibles émis par un établissement, (...) le montant des intérêts payables (...) ou la date d'exigibilité des intérêts (...) ; » (Art 63 1° (e), (f), (g) et (j) de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 293 et 294).

l'établissement afin de rétablir sa capacité à respecter les conditions de son agrément, à poursuivre ses activités et à maintenir à son égard un niveau de confiance suffisant de la part des marchés ; d'autre part, il peut s'agir de réduire la valeur des créances ou des instruments de dette ou les convertir en titres de capital ou en autres titres de propriété⁸⁹⁹.

406. – Instrument de lutte contre le risque systémique et l'aléa moral – L'instrument de renflouement interne lutte contre le risque systémique et contre l'aléa moral⁹⁰⁰. Il participe à permettre le rétablissement de l'établissement en difficulté, ou du moins à en assurer sa résolution, en minimisant les effets sur les marchés financiers, et ce afin de protéger la stabilité financière. Le *bail-in* s'inscrit également dans la volonté du législateur européen « *de réduire à un minimum les coûts de la procédure de résolution d'un établissement défaillant supportés par les contribuables (...) en garantissant que les actionnaires et créanciers de l'établissement défaillant subissent des pertes appropriées et assument une part appropriée des coûts dus à la défaillance de l'établissement* »⁹⁰¹. Selon le législateur européen, l'instrument de renflouement interne inciterait « *d'avantage les actionnaires et les créanciers des établissements à surveiller la santé d'un établissement dans des circonstances normales* »⁹⁰².

407. – Limitation de la portée du *close-out netting* – La mise en œuvre du *bail-in* peut intervenir à n'importe quel moment de la relation contractuelle entre les parties, y compris *post* réalisation du mécanisme de résiliation-compensation. Cette hypothèse pourrait

⁸⁹⁹ En ce sens, voir l'art. L.613-55 I du Code monétaire et financier : « (...) en vue de la poursuite de l'un ou l'autre des objectifs suivants : 1° Recapitaliser la personne remplissant les conditions de déclenchement d'une procédure de résolution afin de rétablir sa capacité à respecter les conditions de son agrément, à poursuivre les activités pour lesquelles elle est agréée et à maintenir à [son] égard (...) un niveau de confiance suffisant de la part des marchés ; 2° Réduire la valeur des créances ou des instruments de dette ou les convertir en titres de capital (...) ou en autres titres de propriété ». À titre d'exhaustivité, précisons également que le préambule de la directive BRRD énonce qu'« afin d'assurer aux autorités de résolution la marge de manœuvre nécessaire pour répartir les pertes entre les créanciers dans les circonstances les plus variées, il convient de leur permettre d'employer l'instrument de renflouement interne aussi bien pour maintenir l'établissement en activité dès lors qu'il existe une perspective réaliste de restaurer la viabilité de l'établissement, que pour transférer ses services d'importance systémique à un établissement-relais et mettre progressivement un terme et liquider tout ou partie des activités restantes » (Cons. n° 68 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 200).

⁹⁰⁰ En ce sens : « L'objectif ici est de pouvoir gérer les difficultés d'un établissement de crédit le plus en amont possible, en évitant ainsi une intervention de l'État. Ce principe est dicté tout à la fois par des considérations politiques, le recours aux contribuables pour juguler les crises bancaires n'étant plus acceptable aux yeux de l'opinion publique, et économiques, en ce que ce dispositif réduirait l'aléa moral » (B. Bréhier, F. Mékouï, « Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ? », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422).

⁹⁰¹ Cons. n° 67 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 200.

⁹⁰² Cons. n° 67 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 200.

intervenir seulement dans la mesure où la réalisation du *close-out netting* ne procéderait pas de l'ouverture de la procédure de résolution à l'égard de la contrepartie, mais également si sa réalisation ne se voyait pas suspendue par l'autorité de résolution tel qu'on l'a expliqué précédemment.

Par conséquent, si le *bail-in* intervenait *post* réalisation du *close-out netting*, la portée de ce dernier serait considérablement réduite. En effet, la créance au titre du solde unique de résiliation – établi à l'issue du *close-out netting* – pourrait parfaitement être soumise au *bail-in* et se voir ainsi dépréciée ou convertie par l'ACPR. À dire vrai, le *bail-in* vient même contredire l'effet du *close-out netting*. Ce dernier permet de réduire l'exposition au risque de contrepartie à un solde unique compensé au lieu et place d'une multitude de créances. Or, l'instrument de renflouement interne vient anéantir cet avantage soit en "transformant" la créance en participation soit en réduisant la valeur de la créance. Dans les deux cas, on voit que le risque de contrepartie se réalise – plus ou moins directement – pour la partie non défaillante.

408. – On comprend finalement que la directive BRRD a instauré un régime de résolution qui joue "à triple détente" vis-à-vis du *close-out netting*. La réalisation de ce mécanisme est effectivement quelque peu "limitée" par l'autorité de régulation et ce à trois niveaux. Premièrement, le déclenchement du *close-out netting* est limité. Deuxièmement, la réalisation de ce mécanisme (indépendante de toute mesure de résolution) peut être suspendue par l'autorité de régulation. Troisièmement et finalement, le solde unique de résiliation (établi soit, à l'issue de la suspension décidée par l'ACPR soit, à l'issue d'une réalisation n'ayant pas fait l'objet d'une telle suspension) peut être déprécié ou converti par la mise en œuvre de l'instrument de renflouement interne.

409. – Pour que l'efficacité de ce mécanisme du *bail-in* soit réelle, encore faut-il que son opposabilité soit assurée.

§2. L'opposabilité de l'instrument de renflouement interne

410. – **Reconnaissance contractuelle du *bail-in*** – Afin d'assurer l'efficacité du mécanisme de renflouement interne à l'échelle internationale, la directive BRRD a fait le choix, non pas de la subordonner à l'adoption de traités internationaux, mais plutôt d'imposer une obligation de reconnaissance contractuelle. Plus précisément, lorsqu'un contrat est soumis

à un droit étranger (c'est-à-dire hors de l'Union européenne), chaque État membre est tenu par le texte européen d'imposer aux établissements « *d'inclure une disposition contractuelle en vertu de laquelle le créancier ou la partie à l'accord créant l'engagement reconnaît que l'engagement peut être déprécié ou converti et accepte d'être lié par toute mesure de réduction du principal, ou de l'encours restant dû, de conversion ou d'annulation effectuée par une autorité de résolution dans l'exercice de ces pouvoirs* »⁹⁰³.

Il faut comprendre ici que cette clause vise pour l'établissement tant à reconnaître l'existence du mécanisme de renflouement interne qu'à s'engager à être lié par les décisions pouvant être prises par l'autorité de résolution. La non-insertion de cette clause par un établissement, d'une part ne fait pas obstacle à l'exercice par l'autorité de résolution de ses prérogatives⁹⁰⁴, et d'autre part expose à des sanctions (avertissement, blâme, retrait d'agrément, etc.) à l'égard de l'établissement concerné.

L'insertion de cette clause de reconnaissance contractuelle n'est en revanche pas nécessaire dans le cas où l'engagement est régi par la législation d'un pays de l'Union européenne. Le mécanisme du *bail-in* s'appliquant de droit dans les juridictions des États membres⁹⁰⁵, nul besoin d'une quelconque reconnaissance contractuelle. Les contrats soumis au droit français (tels que les conventions cadre d'opérations sur dérivés FBF) ne sont donc pas concernés par l'insertion d'une telle clause.

411. – Adhésion à un protocole ISDA – Les différents acteurs économiques de la place européenne eurent à craindre la difficile – voire impossible – négociation avec leurs contreparties étrangères de l'insertion d'une telle reconnaissance contractuelle. L'ISDA est venue – une fois encore – proposer une solution "documentaire" pour permettre aux entités soumises au texte européen de pouvoir se conformer à leurs obligations réglementaires. L'association professionnelle américaine a donc élaboré un nouveau protocole dit "55 BRRD Protocol"⁹⁰⁶. En adhérant à ce dernier, tous les contrats inclus dans son champ d'application

⁹⁰³ Art. 55 1° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 286. En droit interne, cette disposition se retrouve à l'art. L.613-55-13 I du Code monétaire et financier.

⁹⁰⁴ Art. L.613-55-13 II du Code monétaire et financier.

⁹⁰⁵ En effet, et comme nous l'avons évoqué précédemment, le texte européen (à l'instar des droits nationaux qui l'ont transposé) s'est clairement prononcé en faveur du caractère d'ordre public de ses dispositions. En ce sens : « *Les dispositions du présent article sont considérées comme des lois de police au sens de l'article 9 du règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement et du Conseil* » (Art. 68 6° de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 298).

⁹⁰⁶ ISDA 2016 Bail-In Article 55 BRRD Protocol (Dutch/French/German/Irish/Italian/Luxembourg/Spanish/UK entity-in-resolution version), 14 July 2016 – assets.isda.org/media/f253b540-123/032715f6-pdf/ ; puis ensuite le ISDA 2017 Bail-In Article 55 BRRD Protocol (Austrian/Belgian/Danish/Swedish entity-in-resolution version), 19 April 2017 – assets.isda.org/media/f253b540-158/e1fd39c0-pdf/.

(on parle ici de "*Covered Agreements*"⁹⁰⁷) se voient automatiquement "amendés" par l'inclusion de la reconnaissance contractuelle de *bail-in* telle que décrite par le texte européen. Certes, l'adhésion n'est en aucun cas obligatoire pour les parties et il n'est pas exclu que certaines contreparties étrangères refusent d'y adhérer. On peut cependant estimer qu'une telle initiative de l'ISDA tend à "institutionnaliser" l'inclusion d'une telle reconnaissance et permet d'inciter vers une adhésion massive de la plupart des acteurs. On peut d'ailleurs remarquer que les acteurs les plus importants de la place internationale ont d'ores-et-déjà adhéré à ce protocole.

412. – À ce stade de l'étude, on a vu que les contreparties entrant dans le champ d'application de la directive BRRD étaient éligibles à un régime de résolution particulièrement contraignant eu égard aux outils de gestion des risques mis en place entre les parties à une opération sur dérivés de gré à gré. L'efficacité des appels de marges et du *close-out netting* connaît tout spécialement de nombreuses atteintes. Il résulte que l'atténuation du risque de contrepartie, telle qu'organisée initialement par les parties, se voit fortement perturbée. Plus encore, on a vu que la potentielle mise en œuvre de l'instrument de renflouement interne participait à réaliser le risque de contrepartie. Certes, l'ensemble de ces mesures de résolution s'inscrit en faveur de la stabilité financière globale et de la lutte contre le risque systémique. Il n'en demeure pas moins que cette lutte implique – à titre individuel – une dépréciation de l'exposition au risque de contrepartie pour les parties non défailtantes au titre de chaque opération.

L'ouverture d'une procédure de résolution n'est pas la seule situation que peut connaître une partie à une opération sur dérivés, où des risques juridiques existent. Le fait pour une contrepartie de conclure une opération sur dérivés à des fins de couverture dans le cadre d'une opération globale peut également se révéler source d'inefficacité pour les outils de gestion du risque de contrepartie. Et à l'inverse du régime de résolution, toutes les contreparties peuvent ici être concernées par une telle situation.

⁹⁰⁷ Étant précisé que sont des "*Covered Agreements*" tous les ISDA Master Agreements ("*Covered ISDA Master Agreements*") et tout autre type de contrat ou de contrat cadre de marché prévoyant la résiliation et la compensation d'une ou plusieurs transactions ("*Covered Other Agreements*").

Chapitre 2 – La contrepartie à une opération globale

413. – Notion de caducité – L'enjeu attaché à la situation de la contrepartie à une opération globale réside dans l'applicabilité de la caducité. Celle-ci est une notion d'origine jurisprudentielle ayant récemment fait son entrée au sein du Code civil avec la réforme du droit des obligations⁹⁰⁸. Il résulte de cette codification que la caducité – aux côtés de la nullité – est évoquée lors des sanctions applicables en cas de mauvaise formation du contrat⁹⁰⁹. Précisons néanmoins qu'une « *telle présentation a été critiquée puisque la caducité suppose la disparition d'un élément essentiel postérieurement à la formation du contrat* »⁹¹⁰. En effet, la caducité est traditionnellement présentée comme intervenant en cours d'exécution du contrat, indépendamment des parties, et donc nécessairement après la formation de celui-ci⁹¹¹. Aussi, une juste vision de choses pourrait être de dire que la caducité se situe *in fine* « à cheval entre la formation et l'exécution du contrat »⁹¹² en ce sens qu'elle vient sanctionner la disparition d'une condition relative à la formation du contrat lors de sa phase d'exécution. La sanction qui en résulte est alors la fin du contrat pouvant donner lieu à restitution⁹¹³.

414. – Caducité et contrats interdépendants – La caducité étant jusqu'à présent une notion jurisprudentielle, celle-ci était sollicitée par les juges qui pouvaient en envisager librement ses applications. La codification a eu pour conséquence de fixer – voire limiter – les usages qui peuvent être fait de la caducité⁹¹⁴. À la lecture de l'article 1186 du Code civil, on comprend que le législateur a fait le choix de retenir deux applications de la caducité.

⁹⁰⁸ Telle qu'opérée par l'ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

⁹⁰⁹ Le Code civil a effectivement consacré une sous-section à la caducité du contrat (composée des articles 1186 et 1187) qui – avec celle consacrée à la nullité – se situe au sein du chapitre relatif à la "formation" du contrat ;

⁹¹⁰ J-B. Seube, « *Fasc. unique : Contrat. – Caducité du contrat* », JurisClasseur Civil Code – Art. 1186 et 1187, 20 février 2017, §2.

⁹¹¹ En ce sens voir : A. Bénabent, « *Droit des obligations* », LGDJ, 15^e éd., 2016, n° 329 ; M. Fabre-Magnan, « *Droit des obligations* », PUF, 4^e éd., 2016, n° 441 et 479 ; B. Fages, « *Droit des obligations* », 6^e éd., LGDJ, 2016, n° 212 ; Ch. Larroumet, S. Bros, « *Les obligations, le contrat* » ; Economica, 8^e éd., 2016, n° 498 ; Ph. Malaurie, L. Aynès, Ph. Stoffel-Munck, « *Droit des obligations* », Defrénois, 8^e éd., 2016, n° 668 ; O. Deshayes, T. Genicon, Y.-M. Laithier, « *Ratification de l'ordonnance portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations – Loi n°2018-287 du 20 avril 2018* », La Semaine Juridique Edition Générale n° 18, 30 avril 2018, doct. 529 ; G. Wicker, H. Boucard, « *Les sanctions relatives à la formation du contrat* », JCP 25 mai 2015, supplément au n° 21, p. 32.

⁹¹² J-B. Seube, *op. cit.*, §2.

⁹¹³ Art. 1187 du Code civil : « (al. 1) *La caducité met fin au contrat.* (al. 2) *Elle peut donner lieu à restitution dans les conditions prévues aux articles 1352 à 1352-9* ».

⁹¹⁴ Même si, comme le précise un auteur, « *il ne saurait être exclu que les tribunaux continuent de recourir à cette notion, au-delà des seules hypothèses désormais consacrées.* » (J-B. Seube, *op. cit.*, §5).

D'une part, un contrat – isolé – valablement formé deviendra caduc si « *l'un de ses éléments essentiels disparaît* »⁹¹⁵.

D'autre part, la caducité peut jouer dans le cadre d'un groupe de contrats pour en faire tomber l'ensemble "comme dans un jeu de dominos"⁹¹⁶. Le texte précise en effet que « *lorsque l'exécution de plusieurs contrats est nécessaire à la réalisation d'une même opération et que l'un d'eux disparaît, sont caducs les contrats dont l'exécution est rendue impossible par cette disparition et ceux pour lesquels l'exécution du contrat disparu était une condition déterminante du consentement d'une partie* »⁹¹⁷. Cette seconde application dite des contrats "interdépendants"⁹¹⁸ a depuis longtemps nourri un important contentieux notamment en matière d'opérations de crédit-bail⁹¹⁹ et de locations financières⁹²⁰. Indépendamment de ces deux sources de contentieux, on pourrait imaginer que la question de la caducité puisse être également soulevée en matière d'opérations sur dérivés conclues au titre d'une opération globale.

L'hypothèse "type" de ces opérations globales est celle d'une couverture dans le cadre d'un financement. Une contrepartie conclut de façon concomitante un contrat de financement (prêt, crédit-bail, etc.) ainsi qu'un produit dérivé aux fins de se couvrir contre un risque associé à ce financement⁹²¹. La question ici est de savoir si la disparition du contrat de financement pourrait emporter la caducité du contrat de couverture.

Aux fins de répondre à cette question, il convient d'abord d'étudier l'hypothèse de l'application de la caducité à notre situation d'une opération sur dérivés conclue au titre d'une

⁹¹⁵ Art. 1186 al. 1 du Code civil.

⁹¹⁶ Expression issue de : J-B. Seube, « *Fasc. unique : Contrat. – Caducité du contrat* », JurisClasseur Civil Code – Art. 1186 et 1187, 20 février 2017, §27.

⁹¹⁷ Art. 1186 al. 2 du Code civil.

⁹¹⁸ Voir notamment sur ce sujet : S. Bros, « *L'interdépendance contractuelle* », thèse Paris 2, 2001 ; J-B. Seube, « *L'indivisibilité et les actes juridiques* », Litec, 2001, préf. M. Cabrillac ; C. Pelletier, « *La caducité des actes juridiques en droit privé français* », Thèse Paris XII, préf. Ph. Jestaz, L'Harmattan, 2004 ; S. Pellé, « *La notion d'interdépendance contractuelle, contribution à l'étude des ensembles de contrats* », Dalloz, Nouvelle bibliothèque des thèses, 2007, préf. J. Foyer et M.-L. Demeester ; R. Chaaban, « *La caducité des actes juridiques – Etude de droit civil* », LGDJ 2006, Biblio. Droit privé, tome 445, préf. Y. Lequette ; V. Wester-Ouisse, « *La caducité en matière contractuelle : une notion à réinventer* », JCP G 2001, I 290 ; C. Aubert de Vincelles, « *Réflexions sur les ensembles contractuels : un droit en devenir* », RDC 2007, 983 ; S. Bros, « *Les contrats interdépendants : actualité et perspectives* », Dalloz 2009, 960 ; X. Lagarde, « *Economie, indivisibilité et interdépendance des contrats* », JCP 2013, 1255.

⁹¹⁹ Pour un bref rappel historique voir notamment : J. Lasserre Capdeville, « *La caducité du contrat de crédit-bail* », Petites affiches n° 103, 23 mai 2018, p. 13.

⁹²⁰ Pour un bref rappel historique voir notamment : F. Buy, « *Interdépendance contractuelle : la Cour de cassation persiste et signe... jusqu'à quand ?* », La Semaine Juridique Edition Générale n° 40, 2 octobre 2017, note 1021, p. 1755.

⁹²¹ À titre d'exemple il peut s'agir de la couverture d'un risque de taux dans le cas où le prêt en question serait assorti d'un taux variable en fonction d'un indice ou d'une formule ; ou encore d'un risque de change dans le cas où il existerait des échanges de flux financiers dans plusieurs devises, etc.

opération globale (section 1). Nous verrons néanmoins par la suite qu'un certain nombre d'arguments plaident en faveur de l'inapplicabilité de la caducité (section 2).

Section 1 – L'hypothèse d'application de la caducité

415. – En matière de contentieux relatif aux opérations sur dérivés conclues à des fins de couverture, on trouve des litiges où certains plaideurs ont avancé des arguments en faveur de l'applicabilité de la caducité. Or, la caractérisation de la caducité par les juges présenterait de nombreux risques concernant l'efficacité des outils de gestion du risque de contrepartie (§1). Pour cette raison, il convient de déterminer le degré du risque que les différentes conditions d'application de la caducité puissent être caractérisées en matière de dérivés conclus au titre d'une opération globale (§2).

§1. Risques attachés à la caractérisation de la caducité

416. – Théorie des ensembles contractuels – La théorie dite des "ensembles contractuels" est à l'origine de la conception en faveur de l'idée que la caducité puisse s'appliquer aux dérivés conclus au titre d'une opération globale. On la retrouve d'ailleurs au cœur de l'argumentation des quelques contentieux relatifs à ce sujet⁹²². Selon cette théorie, le juge doit tenir compte de la volonté initiale des parties d'avoir conclu des contrats au service d'une seule opération globale commune. Cette théorie présente indéniablement une certaine pertinence dans des "montages" juridiques de droit commun tels que ceux mis en œuvre lors d'opérations de locations financières ou de crédit-bail. La Cour de cassation s'y montre d'ailleurs réceptive à l'égard de ces contentieux spécifiques.

417. – Lien économique entre les contrats – Si l'on retient cette conception, les contrats de financement et de couverture, conclus concomitamment par l'emprunteur, constituent – aux yeux de ce dernier – un montage au service d'une opération économique globale. Les différents contrats mis en place seraient ainsi liés économiquement. Or, c'est précisément ce lien économique entre les contrats que les partisans de la caducité cherchent à matérialiser juridiquement et ce en recourant au concept d'indivisibilité des contrats. L'idée étant *in fine*

⁹²² À titre d'illustration, voir un arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 janvier 2015 cité par le professeur Pailler : P. Pailler, « *Indivisibilité ou autonomie du contrat de swap à l'égard d'un contrat principal de crédit-bail ?* », Revue de Droit bancaire et financier n° 3, Mai 2015, étude 8, §6 et §7.

que si le contrat de financement et le contrat de couverture peuvent être qualifiés d'indivisibles, alors la caducité doit pouvoir être invoquée. Cette indivisibilité peut être objective ou subjective⁹²³.

418. – Indivisibilité subjective et objective – Avant que la caducité ne soit codifiée au sein du Code civil, la jurisprudence conditionnait sa reconnaissance en matière de contrats interdépendants à la caractérisation d'une indivisibilité objective ou subjective entre les différents éléments contractuels⁹²⁴. Dans le cas où le lien économique entre les contrats était voulu entre les parties et expressément renseigné au sein de diverses stipulations contractuelles, on parlait alors d'indivisibilité "subjective" (ou encore "contractuelle")⁹²⁵. À l'inverse, dans le cas où aucune stipulation contractuelle ne faisait mention de l'existence d'un tel lien entre les contrats, la présence de certaines caractéristiques objectives entre ces derniers pouvait malgré tout permettre de prouver – devant un juge – l'existence d'une indivisibilité structurelle ou contextuelle alors dite "objective".

419. – Subsistance de l'indivisibilité avec la caducité légale – Depuis la codification de la caducité des contrats "interdépendants", il n'est désormais plus question d'indivisibilité – objective ou subjective – à proprement parler. Le législateur impose dorénavant la rencontre de deux conditions cumulatives : la caducité n'intervient d'une part, « *que si le contractant contre lequel elle est invoquée connaissait l'existence de l'opération d'ensemble lorsqu'il a donné son consentement* »⁹²⁶ et d'autre part, que si l'exécution de l'un des contrats « *est rendue impossible* »⁹²⁷ par la disparition de l'autre ou si « *l'exécution du contrat disparu était une condition déterminante du consentement d'une partie* »⁹²⁸.

L'existence de ces nouvelles conditions a conduit certains auteurs à affirmer que le législateur avait retenu *in fine* une indivisibilité objective pour caractériser la caducité des contrats

⁹²³ Comme l'explique le Professeur Pailler, bien que « *le Code civil ne connaît que l'indivisibilité des obligations (...), les juges ont transposés l'analyse aux contrats, en dégagant deux conceptions de l'indivisibilité : une conception subjective et une conception objective* » (P. Pailler, « *Indivisibilité ou autonomie du contrat de swap à l'égard d'un contrat principal de crédit-bail ?* », Revue de Droit bancaire et financier n° 3, Mai 2015, étude 8, §7).

⁹²⁴ Voir notamment : P. Pailler, *op. cit.*, §4 et §6 ; J-B. Seube, « *Fasc. unique : Contrat. – Caducité du contrat* », JurisClasseur Civil Code – Art. 1186 et 1187, 20 février 2017, §27 et s.

⁹²⁵ On parle ici d'indivisibilité "contractuelle" car elle est décidée uniquement par et entre les parties. Pour autant, la valeur de ces stipulations décidant de l'indivisibilité s'impose au juge par l'effet du principe de force obligatoire du contrat, tel qu'il est consacré à l'article 1103 du Code civil qui dispose que « *les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits* ».

⁹²⁶ Art. 1186 al. 3 du Code civil.

⁹²⁷ Art. 1186 al. 2 du Code civil.

⁹²⁸ Art. 1186 al. 2 du Code civil.

interdépendants⁹²⁹. Bien au contraire, il nous semble que la lettre de ce texte ne ferme aucunement la porte aux hypothèses d'indivisibilité subjective. Certes, la condition selon laquelle la disparition de l'un des contrats rende impossible l'exécution de l'autre vise vraisemblablement une indivisibilité objective. Pour autant, la condition alternative selon laquelle l'exécution du contrat disparu était une condition déterminante du consentement d'une partie évoque une indivisibilité pouvant être tant objective que subjective⁹³⁰. En effet, l'exécution du contrat disparu peut être à la fois une condition "objectivement" déterminante du consentement (en ce qu'elle est raisonnablement implicite lors d'un montage tel que celui mis en place) ou une condition "subjectivement" déterminante du consentement (en ce qu'elle est propre à la volonté des parties et a été renseignée entre elles).

420. – Effets attachés à la caractérisation de la caducité – D'importants enjeux sont attachés à l'hypothèse où la caducité s'appliquerait à un dérivé conclu au titre d'une opération globale. La caducité emporterait d'abord comme effet de rendre inefficaces les clauses du contrat de couverture prévoyant le paiement du solde unique. Ces clauses sont celles érigeant des événements affectant le contrat principal (anéantissement, remboursement anticipé, retards ou défaut de paiement, etc.) en cas de résiliation du contrat de couverture. Celles-ci permettent, lorsque le contrat principal est anéanti, que le *close-out netting* soit déclenché au titre du contrat de couverture et donne lieu à l'établissement du solde unique de résiliation. Un tel solde risquerait ainsi de se voir déclaré caduc.

⁹²⁹ En ce sens : « *Quoi qu'il en soit, l'indivisibilité dans les ensembles contractuels est désormais la règle. Cette indivisibilité est objective et non subjective : elle ne repose pas sur la volonté – même implicite – des parties de lier le sort des multiples contrats mais bien sur des données objectives, qui sont en l'occurrence au nombre de trois. Premièrement, il faut que l'exécution des contrats soit "nécessaire à la réalisation d'une même opération". Deuxièmement, il faut que l'extinction d'un des contrats affecte l'autre, soit en rendant son exécution impossible, soit en privant son exécution d'intérêt pour une partie qui avait fait de l'exécution de l'autre contrat la condition déterminante de son propre engagement. Enfin, troisièmement, il faut que le contractant contre lequel la caducité est invoquée ait connu "l'existence de l'opération d'ensemble lorsqu'il a donné son consentement"* » (O. Deshayes, « *La formation des contrats* », Revue des contrats n° Hors-série, Id : RDC112z6, 1^{er} avril 2016, §II. G), p. 29). Nous remarquerons également que cet auteur distingue trois conditions pour la caractérisation de la caducité là où nous n'en distinguons que deux cumulatives. Aussi, le fait que "l'exécution des contrats soit nécessaire à la réalisation d'une même opération" ne constitue pas selon nous une condition en tant que telle. La formulation employée par l'art. 1186 al. 2 du Code civil (= « *Lorsque l'exécution de plusieurs contrats est nécessaire à la réalisation d'une même opération et que l'un d'eux disparaît* ») nous semble plutôt avoir pour vocation d'expliquer qu'il s'agit ici de l'hypothèse des contrats interdépendants et non plus celle d'un contrat isolé comme il en est question au premier alinéa de l'article susvisé.

⁹³⁰ Un autre auteur estime que l'article 1186 du Code civil consacre une indivisibilité tant objective que subjective. En ce sens : « *Enfin, l'article 1186 relatif à la caducité a été remanié. L'ensemble contractuel entraînant l'anéantissement en cascade des contrats peut être constaté de manière objective (« contrats dont l'exécution est rendue impossible par cette disparition ») ou de manière subjective, ce qui est nouveau* » (M. Mekki, « *L'ordonnance du 10 février 2016 réforme le droit des contrats et des obligations – Aperçu rapide* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n° 7-8, 19 Février 2016, act. 297., §1. B).

L'application de la caducité serait également susceptible de s'accompagner d'une obligation de restitution de l'ensemble des sommes versées au titre du contrat financier. Un tel *scenario* serait particulièrement lourd dans les cas où le produit dérivé conclu entre les parties aurait déjà donné lieu à de nombreux versements réciproques.

421. – Fort de ces enjeux, et après avoir identifié les conditions d'application de la caducité, il reste à présent à déterminer le degré du risque de voir celles-ci réellement remplies en matière de dérivés conclus à titre d'opération globale.

§2. Risque de caractérisation de la caducité

422. – Afin d'évaluer le risque de caractérisation des conditions d'application de la caducité à l'égard d'un contrat de couverture, il convient d'étudier chacune des deux conditions cumulatives : d'une part, celle relative à la connaissance de l'existence de l'opération d'ensemble (A) et d'autre part, celle relative au contrat principal disparu (B) avec alternativement la question de savoir si la disparition a emporté l'impossibilité d'exécution ou si l'exécution du contrat disparu était une condition déterminante du consentement lors de la conclusion du contrat de couverture.

A. Risque total de caractérisation de la première condition d'application

423. – Connaissance seulement de l'opération – Le texte du Code civil impose que le contractant contre lequel la caducité est invoquée ait connu l'existence de l'opération d'ensemble au moment de son consentement⁹³¹. Cette condition de connaissance « *est une exigence minimale afin d'éviter qu'il ne soit surpris par la caducité mais ne peut être regardé[e] comme un consentement implicite à l'indivisibilité* »⁹³². Ce sont en effet deux choses différentes. Le cocontractant ne doit pas tant avoir consenti à l'indivisibilité entre les contrats mais qu'être au fait de l'opération d'ensemble au service de laquelle ont été conclus les différents contrats. Dans notre hypothèse de dérivés conclus au titre d'une opération globale, cette condition sera systématiquement remplie. La caractérisation systématique de

⁹³¹ Conformément à l'art. 1186 al. 2 du Code civil.

⁹³² O. Deshayes, « *La formation du contrat* », Revue des contrats n° Hors-série, Id : RDC112z6, 1^{er} avril 2016, §II. G), p. 29.

cette condition jouera peu importe que la contrepartie contre laquelle la caducité est invoquée soit ou non la même au titre de l'opération globale.

424. – Une seule contrepartie au titre de l'opération globale – Il arrive régulièrement que l'emprunteur ait conclu à la fois le contrat de financement et le contrat de couverture avec la même banque. Inutile alors de préciser ici que l'établissement de crédit étant à l'origine du montage contractuel mis en place est donc parfaitement au courant de l'opération d'ensemble lorsqu'il donne son consentement au titre du contrat de couverture.

425. – Contreparties distinctes au titre de l'opération globale – Il arrive à l'inverse que l'emprunteur ait conclu chacun des contrats avec deux contreparties distinctes. On distingue alors la banque "prêteuse" au titre du contrat de financement de la banque "de couverture" au titre du contrat de couverture. Même dans cette hypothèse, la banque de couverture sera systématiquement au fait de l'opération d'ensemble et notamment de l'existence du contrat de financement.

En pratique, la banque de couverture peut avoir elle-même émis une proposition de financement à l'emprunteur dans le cadre d'un appel d'offres ou dans une autre situation particulière. De cette façon la banque de couverture aurait connaissance de l'opération globale en dépit du fait de ne pas avoir été retenue au titre du financement.

En tout état de cause, la banque de couverture – même sans avoir émis de proposition – a besoin de connaître certaines des caractéristiques du financement pour structurer l'opération de couverture, afin que le produit dérivé mis en place puisse efficacement couvrir le risque associé au financement (tel qu'on a pu l'évoquer précédemment⁹³³). C'est pourquoi les stipulations d'un contrat de couverture (qu'il soit sous conventions ISDA ou FBF) imposent systématiquement à l'emprunteur de faire diverses déclarations en lien direct avec le contrat de financement. L'inexactitude de l'une de ces déclarations est même instituée comme une condition déclenchant la résiliation-compensation⁹³⁴, à l'instar d'autres événements affectant le contrat de financement (comme par exemple son remboursement anticipé ou le retard de paiements). On l'aura compris, la présence de telles références au financement sont autant d'indices en faveur de la connaissance manifeste par la banque de couverture de l'existence de l'opération d'ensemble.

⁹³³ Voir *supra* note de bas de page n° 921.

⁹³⁴ A titre d'illustration, voir l'art. 7.1.1.3 de la convention-cadre FBF (version 2013) relative aux opérations sur instruments financiers à terme.

426. – Les conditions posées par le législateur étant cumulatives, le fait que cette première condition soit systématiquement remplie dans notre hypothèse de contrat de couverture ne peut suffire à caractériser la caducité. Il reste à déterminer le risque de caractérisation de la seconde condition exigée par le législateur.

B. Risque faible de caractérisation de la seconde condition d'application

427. – Aux fins de caractériser la caducité légale, on a également vu que le texte du Code civil impose soit, que l'exécution de l'un des contrats ait été « *rendue impossible* »⁹³⁵ par la disparition de l'autre (1°) soit, que « *l'exécution du contrat disparu était une condition déterminante du consentement d'une partie* »⁹³⁶ (2°). Là encore, il convient donc d'évaluer le degré de risque de caractérisation de ces deux sous-conditions alternatives.

1°. Une disparition emportant l'impossibilité d'exécution : risque nul

428. – Caractéristiques imprécises – La disparition d'un contrat de financement est-elle à même ou non d'emporter l'impossibilité d'exécution d'un contrat de couverture ? Les notions de "disparition" et d'"impossibilité" auxquelles fait référence le législateur sont imprécises.

Par exemple, un remboursement anticipé du contrat de financement peut également être considéré comme une hypothèse de disparition ? La jurisprudence est heureusement venue pallier l'imprécision légale. La Cour de cassation a très récemment précisé que la résiliation amiable du contrat principal – par ailleurs remboursé de manière anticipée – ne pouvait justifier le jeu de la caducité⁹³⁷. Bien que cette décision ait été rendue en vertu des dispositions légales dans leur rédaction antérieure à la réforme des obligations (dont sont issus les textes relatifs à la caducité), rien ne laisse à penser que cette solution n'a pas vocation à subsister sous l'empire des nouveaux textes. Ainsi, la notion de "disparition" visée par le législateur correspond vraisemblablement aux seules hypothèses d'anéantissement involontaire du contrat principal.

⁹³⁵ Art. 1186 al. 2 du Code civil.

⁹³⁶ Art. 1186 al. 2 du Code civil.

⁹³⁷ Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697, non publié au bulletin : « *Mais attendu (...) que la caducité des derniers [ndlr : contrats de swap] ne pouvait résulter de la résiliation amiable du prêt remboursé en février 2011* ».

On peut également s'interroger sur ce que recouvre exactement la notion d'exécution "impossible" à laquelle fait référence le législateur. De quelle impossibilité parle-t-on ici et de quel degré ? Une impossibilité relative pourrait-elle suffire ? Là encore, il appartiendra à la jurisprudence d'apporter les précisions manquantes.

429. – Autonomie d'exécution des dérivés – En dépit de ces imprécisions, on peut néanmoins penser que la disparition du contrat de financement n'entraînerait jamais l'impossibilité "structurelle" d'exécuter des obligations au titre du contrat de couverture. En effet, le contrat de couverture se matérialise par des obligations de paiement qui s'exécutent de manière indépendante des autres engagements. De plus, on sait que les produits dérivés ne sont pas systématiquement utilisés dans le cadre d'un financement à des fins de couverture. Il ne s'agit là que l'une des nombreuses applications qu'offrent les dérivés. Un contrat financier peut exister seul – sans qu'aucun contrat principal ne soit conclu – notamment à des fins d'arbitrage ou de spéculation. L'exécution d'un produit dérivé est donc – par principe – autonome.

430. – En définitive, il semble peu probable que la disparition d'un contrat de financement puisse être analysée comme emportant l'impossibilité d'exécution d'un contrat de couverture. Or cette condition, subordonnant le jeu de la caducité légale, ne pourrait pas être appliquée ici. Reste à déterminer si l'autre sous-condition risquerait d'être plus facilement caractérisée.

2°. L'exécution du contrat disparu comme condition déterminante du consentement : risque faible

431. – L'exécution du contrat de financement disparu peut-il être une condition déterminante du consentement d'une partie lors de la conclusion du contrat de couverture ? Deux réponses sont ici possibles selon que l'on retienne une conception subjective ou objective de l'indivisibilité.

432. – Conception subjective – Si les juges adoptent une approche subjective, alors seule importera la réalité propre aux parties et le fait de savoir si l'une d'entre elles a effectivement placé l'exécution du contrat principal comme condition de son consentement lors de la conclusion du contrat de couverture. En revanche, pour qu'une telle conception soit efficace, encore faudrait-il que soient caractérisées des stipulations contractuelles indiquant clairement

la volonté entre les parties de lier les deux contrats. En effet, l'indivisibilité subjective entre les contrats de financement et de couverture ne peut être reconnue par les juges que lorsqu'il existe une manifestation claire et expresse de la volonté des parties. À défaut d'une telle manifestation, reste encore qu'une conception objective pourrait également être retenue.

433. – Conception objective – L'idée consisterait à dire que dans l'hypothèse où les deux contrats sont objectivement indivisibles, alors l'exécution du contrat principal pourrait être analysée comme une condition "objectivement" déterminante du consentement à la conclusion du contrat de couverture. Il ne serait alors plus question ici de la réalité subjective entre les parties mais bien d'une réalité plus objective et générale. L'appréciation ne se ferait plus *in concreto* mais bien *in abstracto*. Ce raisonnement voudrait qu'en présence d'une indivisibilité avérée lors d'un montage, l'exécution du contrat constitue implicitement pour tout acteur économique *lambda* la condition déterminante de son consentement. Autrement dit, tout l'enjeu probatoire résiderait dans la preuve de l'indivisibilité objective des contrats, car de cette indivisibilité pourrait découler la preuve que l'exécution du contrat disparu était une condition déterminante du consentement.

Là encore, seule la jurisprudence à venir permettra de lever les doutes sur la réalité et le degré de plausibilité d'une telle solution. Néanmoins d'un point de vue prospectif, un certain nombre de décisions nous permettent de se faire une idée raisonnable des potentielles solutions futures. La Cour de cassation ayant déjà été saisie de quelques contentieux où il était précisément question de la disparition d'un contrat principal et de son effet sur le contrat de couverture.

434. – Indices jurisprudentiels d'une indivisibilité objective – La Haute juridiction a déjà admis qu'un contrat de couverture était devenu caduc en même temps que le contrat principal⁹³⁸. En l'espèce, aucune manifestation claire et expresse n'existait entre les parties. Seuls des éléments objectifs avaient été utilisés afin d'apprécier l'indivisibilité entre les contrats. Les indices ayant permis de "déduire" la preuve de l'indivisibilité objective consistaient en ce que le montant du contrat principal correspondait à celui du contrat de couverture et le fait qu'il n'était pas établi que la contrepartie avait eu connaissance du contrat

⁹³⁸ Cass. civ. 3^e., 19 mai 2016, n° 15-15.047, non publié au bulletin : « Mais attendu (...) que (...) la cour d'appel, qui n'était pas tenue de répondre à des conclusions que ses constatations rendaient inopérantes, a pu en déduire que la preuve de l'indivisibilité des deux contrats était établie et que, loin d'être une opération autonome, le contrat d'échange de taux, adossé à l'offre de crédit-bail, était devenu caduc en même temps que celle-ci ».

de couverture⁹³⁹. D'autres décisions plus récentes ont à l'inverse refusé de reconnaître la caducité du contrat de couverture⁹⁴⁰. Par un raisonnement *a contrario*, il nous est donc possible d'y découvrir d'autres indices susceptibles de prouver une indivisibilité objective. Ainsi, une première décision récente peut laisser penser que la conclusion concomitante des deux contrats, la présence de références précises au contrat principal par le contrat de couverture ainsi que la stipulation au sein du contrat de couverture de conditions de résiliation n'étant pas autonomes de celle du contrat principal sont autant d'éléments dont on pourrait déduire l'indivisibilité entre les deux contrats⁹⁴¹. Une seconde décision suggère quant à elle d'autres indices potentiels avec notamment l'absence d'expectative de bénéfice financier par la contrepartie ainsi qu'une durée de maturité du contrat de couverture concordante avec les exigences du prêteur au titre de l'opération de financement⁹⁴².

Ces "formulations" jurisprudentielles nous laissent penser que si l'un ou plusieurs des éléments susvisés étaient caractérisés, une indivisibilité objective entre le contrat de financement et le contrat de couverture pourrait alors être déduite par les juges et par conséquent que l'exécution du contrat principal pourrait être analysée comme une condition "objectivement" déterminante du consentement à la conclusion du contrat de couverture. Dans l'éventualité où cette seconde condition serait remplie (cumulativement avec la première condition susvisée selon laquelle le contractant devait avoir connaissance de l'existence de l'opération d'ensemble lors du consentement), l'application de la caducité légale pourrait dès lors être reconnue.

⁹³⁹ En ce sens, Cass. civ. 3^e., 19 mai 2016, n° 15-15.047, non publié au bulletin : « *Mais attendu qu'ayant (...) constaté que le montant du crédit-bail correspondait à celui du contrat d'échange de taux et retenu que le paiement des échéances d'intérêts par la SCI ne saurait valoir adhésion de sa part à un contrat dont il n'était pas établi qu'elle avait connaissance et qu'il était indifférent que la société CIC ait pris des engagements pour l'exécution du contrat d'échange de taux, la cour d'appel (...) a pu en déduire que la preuve de l'indivisibilité des deux contrats était établie et que, loin d'être une opération autonome, le contrat d'échange de taux (...) était devenu caduc (...)* ».

⁹⁴⁰ Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-23.798, non publié au bulletin ; Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697, non publié au bulletin.

⁹⁴¹ En ce sens, Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-23.798, non publié au bulletin : « *Qu'en se déterminant ainsi par des motifs impropres à caractériser la volonté des parties de rendre indivisibles ces contrats, dès lors qu'ils n'avaient pas été conclus concomitamment et que le contrat d'échange de taux ne contenait pas de référence précise au contrat de crédit-bail et prévoyait des conditions de résiliation autonomes de celle du contrat de crédit-bail, la cour d'appel a privé sa décision de base légale* ».

⁹⁴² En ce sens, Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697, non publié au bulletin : « *Mais attendu que (...) l'arrêt (...) relève ensuite que deux des contrats de swap litigieux ne correspondaient pas aux exigences des prêteurs quant à leur durée de maturité et que les deux premiers swaps ont été souscrits par la société dans la perspective de la hausse de l'Euribor trois mois, dont elle entendait retirer un bénéfice financier ; (...) qu'en l'état de ces constatations, la cour d'appel a pu retenir que les parties n'étaient pas convenues de rendre indivisibles les contrats de prêt et de swap (...) que le moyen n'est pas fondé* ».

435. – Efficacité des clauses de divisibilité – Pour combattre le jeu de la caducité, on pourrait envisager la stipulation de clauses dites de "divisibilité" au sein du contrat de couverture. Ces clauses permettent aux parties de manifester expressément leur volonté d'éviter les conséquences de la caducité et l'anéantissement des obligations au titre du contrat de couverture suite à la disparition du contrat principal. Bien qu'une fois encore, le principe de la force obligatoire du contrat⁹⁴³ voudrait que de telles stipulations lient le juge, pourtant de telles clauses ont souvent été réputées non écrites à l'égard du contentieux des autres contrats interdépendants que sont les opérations de location financière⁹⁴⁴ et de crédit-bail⁹⁴⁵.

On pourrait craindre qu'un juge applique par analogie ces solutions à la clause prévoyant le paiement du solde unique à l'issue de la résiliation-compensation. Ce risque nous semble néanmoins peu probable. Il apparaît selon nous que les clauses de divisibilité ne sauraient être comparées aux stipulations prévoyant le solde unique de résiliation. Les clauses de divisibilité imposent à la contrepartie de payer l'ensemble des sommes dues au titre du contrat accessoire. Ces clauses ont donc pour effet d'annihiler le principe d'indivisibilité car le contrat accessoire – disparu par caducité - est *in fine* malgré tout exécuté. C'est ce que retient la Cour de cassation en matière d'opérations de locations financières ou de crédit-bail, où elle estime que les effets attachés aux clauses de divisibilité sont "inconciliables"⁹⁴⁶ avec l'interdépendance des contrats.

Or, les clauses prévoyant le paiement d'un solde unique de résiliation n'ont en aucun cas pour effet de mettre à la charge de la contrepartie le paiement de l'ensemble des sommes qui auraient dûes être versées jusqu'au terme du contrat. Au contraire, ces clauses prévoient uniquement le paiement d'un solde qui correspond à la valeur du contrat au moment où celui-

⁹⁴³ Tel qu'il est consacré à l'article 1103 du Code civil qui dispose que « *les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits* ».

⁹⁴⁴ Il a été jugé que les contrats concomitants ou successifs qui s'inscrivent dans une opération incluant une location financière sont interdépendants et que l'anéantissement de l'un quelconque d'entre eux entraîne la caducité, par voie de conséquence, des autres, ainsi que les éventuelles clauses de divisibilité ne liaient pas le juge et étaient réputées non écrites car "inconciliables" avec l'interdépendance des contrats (Cass. ch. mixte., 17 mai 2013, n° 11-22.768 et n° 11-22.927 ; Cass. com., 12 juillet 2017, n° 15-27.703).

⁹⁴⁵ Depuis trois arrêts rendus en chambre mixte le 23 novembre 1990 (Cass. ch. mixte., 23 nov. 1990, n° 86-19.396, 88-16.883 et 87-17.044), la Cour de cassation retenait une conception différente en matière d'opérations de crédit-bail que celle développée à l'égard des locations financières. En effet, elle jugeait que la résolution du contrat de vente entraînait non pas la caducité mais la résiliation du contrat de crédit-bail, sous réserve de l'application de clauses ayant pour objet de régler les conséquences de cette résiliation (Cass. com., 28 janvier 2003, n° 01-00.330 ; Cass. com., 14 décembre 2010, n° 09-15.992). Puis la Cour de cassation est récemment venue opérer un revirement de jurisprudence – afin de transposer aux opérations de crédit-bail la jurisprudence applicable aux locations financière – en substituant la caducité à la résiliation et en retenant que sont inapplicables les clauses prévues en cas de résiliation du contrat (Cass., Ch. mixte, 13 avril 2018, n° 16-21345, publié au bulletin).

⁹⁴⁶ Formulation utilisée en matière d'opérations de location financière. Voir : Cass. ch. mixte., 17 mai 2013, n° 11-22.768 et n° 11-22.927.

ci est résilié⁹⁴⁷. C'est d'ailleurs pour cette raison que la valeur de ce solde peut être négative ou positive, c'est-à-dire en faveur ou en défaveur de la contrepartie. On peut donc douter que la jurisprudence applicable aux clauses de divisibilité puisse vraisemblablement servir à remettre en cause l'établissement du solde unique de résiliation.

436. – L'improbable caractérisation de l'indivisibilité objective – Mais au-delà de la question de l'efficacité de telles clauses, il nous semble surtout peu probable en matière de contrats de financement et de couverture que les juges retiennent favorablement une indivisibilité objective (et qui servirait – tel que susvisé – à déduire que l'exécution du contrat principal était une condition déterminante du consentement lors de la conclusion du contrat de couverture). Certes, l'arrêt rendu par la Cour de cassation en 2016 démontre que le risque nul de voir un contrat de couverture déclaré caduc n'existe pas⁹⁴⁸. Mais à l'instar d'un auteur, il nous semble néanmoins que cette décision favorable à la caducité ne doit pas être interprétée autrement qu'une simple solution d'espèce⁹⁴⁹. En effet, les conditions particulières des faits de l'affaire – à savoir les modalités de la négociation, la qualité des parties et surtout la présence dans l'opération d'un contrat de crédit-bail⁹⁵⁰ – sont autant d'éléments d'espèce pouvant expliquer l'appréciation retenue par les juges.

⁹⁴⁷ Voir *supra* §29 et s.

⁹⁴⁸ Cass. civ. 3^e., 19 mai 2016, n° 15-15.047, non publié au bulletin : « *Mais attendu (...) que (...) la cour d'appel, qui n'était pas tenue de répondre à des conclusions que ses constatations rendaient inopérantes, a pu en déduire que la preuve de l'indivisibilité des deux contrats était établie et que, loin d'être une opération autonome, le contrat d'échange de taux, adossé à l'offre de crédit-bail, était devenu caduc en même temps que celle-ci* ».

⁹⁴⁹ Lors de son commentaire d'arrêt (celui du 20 janvier 2015 de la cour d'appel de Paris étant à l'origine de la décision de la Cour de cassation du 19 mai 2016), le professeur Pailler discute la portée du choix opéré par les juges du fond en faveur de l'indivisibilité. Elle avance alors un certain nombre d'arguments au service de l'idée qu'il s'agit ici d'une solution d'espèce n'ayant pas vocation à être transposée à l'ensemble des opérations intégrant un contrat de couverture. Or, il nous semble que ces mêmes arguments peuvent s'appliquer à la décision de la Cour de cassation ayant fait droit au raisonnement de ladite cour d'appel – P. Pailler, « *Indivisibilité ou autonomie du contrat de swap à l'égard d'un contrat principal de crédit-bail ?* », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 3, Mai 2015, étude 8, §10, §11, §12 et §13.

⁹⁵⁰ Comme le suggère le professeur Pailler, la présence d'un contrat de crédit-bail dans le montage (au titre du contrat principal) peut laisser penser que la Cour de cassation a cherché à transposer ici la solution dégagée en matière de location financière (P. Pailler, *op. cit.*, §13). Rappelons en effet qu'avant la consécration légale de la caducité, il s'est développé une jurisprudence divisée à l'égard des locations financières et du crédit-bail. Concernant la location financière, il a été jugé que les contrats concomitants ou successifs qui s'inscrivent dans une opération incluant une location financière sont interdépendants et que l'anéantissement de l'un quelconque d'entre eux entraîne la caducité des autres (Cass. ch. mixte., 17 mai 2013, n° 11-22.768 et n° 11-22.927 ; Cass. com., 12 juillet 2017, n° 15-27.703). À l'inverse concernant le crédit-bail, la Cour de cassation jugeait depuis trois arrêts de 1990 (Cass. ch. mixte., 23 nov. 1990, n° 86-19.396, 88-16.883 et 87-17.044) que la résolution du contrat de vente entraînait nécessairement la résiliation du contrat de crédit-bail et non la caducité (Cass. com., 28 janvier 2003, n° 01-00.330 ; Cass. com., 14 décembre 2010, n° 09-15.992). Fort heureusement, par une décision en chambre mixte, la Cour de cassation est venue harmoniser ses jurisprudences en transposant au crédit-bail sa solution en matière de locations financières (Cass., Ch. mixte, 13 avril 2018, n° 16-21345, publié au bulletin). Dès lors, on peut légitimement penser que cette volonté d'harmonisation entre ces deux contentieux était déjà présente dans la décision du 19 mai 2016 où il était question d'un contrat de crédit-bail et d'un contrat

437. – À l'inverse, la solution en faveur de l'autonomie du contrat de couverture a été admise depuis longtemps par la Cour de cassation⁹⁵¹ et celle-ci refuse de façon récurrente la caducité du contrat de couverture suite à la disparition du contrat principal⁹⁵². Cette solution nous semble précisément devoir être le principe en matière de contrat de couverture et ce pour la raison suivante : en dépit du fait qu'un produit dérivé ait été conclu à des fins de couverture, ce dernier ne peut pas être analysé comme indivisible par nature au financement. La Cour de cassation l'a d'ailleurs parfaitement compris et a elle-même précisé que l'« *indivisibilité ne pouvait non plus résulter de la nature spécifique de leur objet* (ndlr : des produits dérivés de couverture), *les contrats de swap n'étant que des instruments de gestion de trésorerie permettant à deux parties d'échanger des flux financiers* »⁹⁵³. Le contrat financier est bel et bien par nature indépendant. Il présente un intérêt en tant que tel, qui est autonome, et ce y compris lorsqu'il est conclu à des fins de couverture. La disparition du contrat principal n'aura en effet aucune incidence sur l'intérêt économique que le contrat de couverture peut conserver et ce en raison des actifs sous-jacents qui continuent de fluctuer. On peut d'ailleurs relever qu'en refusant de voir déclarés caducs les contrats de couverture à la suite de la disparition des contrats principaux⁹⁵⁴, la Cour de cassation accepte *in fine* le principe que les dérivés subsistent en tant que tels. Or, si le contrat de couverture n'était pas indépendant par nature, de telles solutions seraient inenvisageables.

438. – Par conséquent, il nous semble fortement improbable que les hypothèses de dérivés de couverture conclus au titre d'une opération globale puissent constituer des terreaux fertiles en faveur de la réunion cumulative des conditions nécessaires à la caractérisation de la caducité légale.

Mais au-delà de la plausibilité de voir la caducité caractérisée dans ces hypothèses, il nous semble surtout que celle-ci est en réalité inapplicable en la matière.

de couverture. En effet, la Cour de cassation peut y avoir vu une opportunité de faire le premier pas vers le revirement de jurisprudence finalement opéré deux ans plus tard en chambre mixte.

⁹⁵¹ Voir notamment : Cass. com., 28 mars 2006, n° 03-12.018.

⁹⁵² Voir notamment : Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697 ; Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-23.798.

⁹⁵³ Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697.

⁹⁵⁴ Ont ainsi été déclarés non caducs des contrats de couverture en dépit de la résiliation amiable du contrat principal (Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697) et du défaut de conclusion du contrat principal (Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-23.798).

Section 2 – En faveur de l’inapplicabilité de la caducité

439. – Les opérations sur dérivés présentent de nombreuses spécificités qui justifient régulièrement que les règles de droit commun ne leur soient pas appliquées. Au même titre, il nous semble que le caractère spécifique du *close-out netting* justifie une dérogation à l’application de la caducité. En effet, l’efficacité du mécanisme du *close-out netting* – relevant du droit spécial et étant d’ordre public (§2) – ne saurait être remise en cause par le prononcé d’une sanction de droit commun dépourvue de caractère impératif (§1) que constitue la caducité.

§1. Le caractère supplétif de la caducité

440. – Silence du texte – Tout d’abord, en dépit de la consécration de la caducité par le législateur, aucune mention n’établit le caractère impératif de ces dispositions. Or, la réforme du droit des obligations⁹⁵⁵ – dont est issue la consécration de la caducité – n’est pourtant pas dépourvue de dispositions dont le législateur a expressément reconnu le caractère impératif⁹⁵⁶.

441. – Principe du caractère supplétif – Plus encore, le rapport au Président accompagnant ladite réforme a également précisé de façon liminaire à l’égard des dispositions relatives au livre III du Code civil – auquel appartiennent les articles relatifs à la caducité – que « *dans la tradition du code civil, l’ordonnance n’affirme pas expressément dans un article spécifique le caractère supplétif de volonté de ses dispositions. En effet, leur caractère supplétif s’infère directement de l’article 6 du code civil et des nouveaux articles 1102 et 1103, sauf mention contraire explicite de la nature impérative du texte concerné. Il n’y a donc pas lieu de préciser pour chaque article son caractère supplétif, qui constitue le principe, le caractère impératif étant l’exception* »⁹⁵⁷.

⁹⁵⁵ Telle qu’opérée par l’ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

⁹⁵⁶ À titre d’exemple : articles 1104 al. 2 (devoir de bonne foi), 1112-1 al. 5 (devoir général d’information) ou encore 1171 (clauses abusives) du Code civil.

⁹⁵⁷ Rapport au Président de la République relatif à l’ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 25, NOR : JUSC1522466P, Chapitre 1^{er} ("Dispositions liminaires") du Sous-titre 1^{er} ("Le contrat") du Titre 1^{er} ("Dispositions relatives au Livre III du Code civil") : « *En revanche, dans la tradition du code civil, l’ordonnance n’affirme pas expressément dans un article spécifique le caractère supplétif de volonté de ses dispositions. En effet, leur caractère supplétif s’infère directement de l’article 6 du code civil et des nouveaux articles 1102 et 1103, sauf mention contraire explicite de la nature impérative du texte concerné. Il n’y a donc pas lieu de préciser pour chaque article son caractère supplétif, qui constitue le principe, le caractère impératif*

442. – Le silence du texte de loi – ainsi que celui dudit rapport⁹⁵⁸ – à l’égard de l’impérativité des dispositions relatives à la caducité laisse penser que ce dispositif n’est pas d’ordre public mais bien uniquement supplétif de volonté. On pourrait dès lors envisager que les parties introduisent dans les contrats de couverture une clause venant exclure expressément l’application des dispositions légales relatives à la caducité. De telles clauses s’imposeraient alors vraisemblablement au juge par l’effet du principe de force obligatoire du contrat⁹⁵⁹.

443. – Au-delà d’une simple exclusion par voie contractuelle, le dispositif de la résiliation-compensation – tel qu’organisé systématiquement par un contrat de couverture – devrait prévaloir sur la caducité. Deux raisons principales expliquent cette préférence : le *close-out netting* est un mécanisme de droit spécial et d’ordre public.

§2. Le *close-out netting* : un mécanisme de droit spécial et d’ordre public

444. – Mécanisme de droit spécial – La codification de la caducité par le législateur a eu pour conséquence que ces dispositions relèvent désormais du droit général des contrats⁹⁶⁰. À l’inverse, le dispositif de résiliation-compensation est reconnu par le droit spécial du Code monétaire et financier⁹⁶¹. Or, l’ordonnance organisant la réforme du droit des obligations est venue expressément rappeler – au titre des dispositions dont relève la caducité – le principe général du droit "*specialia generalibus derogant*" selon lequel les lois spéciales dérogent aux lois ayant une portée générale⁹⁶².

étant l’exception. La subsistance dans certains articles de la mention « sauf clause contraire » n’autorise par conséquent aucune interprétation a contrario et ne remet nullement en cause le principe général du caractère supplétif des textes : ce rappel résulte seulement d’un pur souci didactique prenant en compte les souhaits exprimés par les professionnels au sujet de certains textes particuliers (en particulier sur le régime des obligations) ».

⁹⁵⁸ Le rapport précise uniquement que « l’ordonnance vise (...) à codifier les solutions du droit positif en matière (...) de caducité (...), afin d’améliorer la lisibilité de notre droit » (Rapport au Président de la République relatif à l’ordonnance n° 2016-131, *op. cit.*, « Section 4 : Les sanctions »).

⁹⁵⁹ Tel qu’il est consacré à l’article 1103 du Code civil qui dispose que « les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits ».

⁹⁶⁰ Les articles 1186 et 1187 relatifs à la caducité appartiennent au Sous-titre I^{er} du Titre III du Livre III du Code civil. Or, comme le précise l’art. 1105 al. 1 du Code civil à l’égard de ce sous-titre, « les contrats, qu’ils aient ou non une dénomination propre, sont soumis à des règles générales, qui sont l’objet du présent sous-titre ».

⁹⁶¹ Art. L.211-36-1 du Code monétaire et financier.

⁹⁶² Art. 1105 du Code civil : « (al. 2) Les règles particulières à certains contrats sont établies dans les dispositions propres à chacun d’eux. (al. 3) Les règles générales s’appliquent sous réserve de ces règles particulières ». Or, cet article appartient au Chapitre consacré aux dispositions "liminaires" du même sous-titre que celui de la caducité (Sous-titre 1^{er} du Titre III du Livre III du Code civil).

445. – Mécanisme d'ordre public – Le mécanisme du *close-out netting* présente selon nous un caractère d'ordre public en ce qu'il participe aux objectifs de lutte contre le risque systémique poursuivis par la réglementation financière⁹⁶³. Ce mécanisme tend à protéger l'intérêt collectif du marché. Cette fonction est jugée tellement importante par le législateur, que celui-ci consacre la dérogation du mécanisme de résiliation-compensation aux règles du droit des procédures collectives⁹⁶⁴, alors même que ces dernières revêtissent pourtant le caractère d'ordre public international. Le but poursuivi par le *close-out netting* est ainsi placé au sommet de la hiérarchie des intérêts en présence. Certes, la caducité vise également à assurer la protection d'intérêts, mais ceux-ci visent seulement l'une des parties aux contrats. C'est pourquoi en cas de conflit entre les deux notions que sont le *close-out netting* et la caducité, « l'intérêt collectif du marché doit l'emporter sur l'intérêt formé par le montage particulier »⁹⁶⁵, lequel est d'ordre privé. Prononcer la caducité avec rétroactivité d'un contrat de couverture viendrait annihiler les effets du mécanisme de résiliation-compensation, et serait *de facto* contradictoire avec sa fonction que lui reconnaît le législateur. La protection du *close-out netting* trouve en outre sa source tant dans la réglementation française qu'européenne. Il serait donc curieux que le droit français – par l'action de ses juges – vienne à remettre en cause l'efficacité consacrée au niveau européen du mécanisme de résiliation-compensation.

446. – Partant de ces considérations, on peut légitimement penser que l'efficacité du *close-out netting* (et de l'établissement du solde qui en découle), étant un mécanisme spécial d'ordre public, a vocation à déroger au prononcé de la caducité, étant une sanction de droit commun dépourvue de caractère impératif.

447. – À ce stade de l'étude, on a vu qu'il existait certaines hypothèses associées à la situation d'une contrepartie qui étaient sources d'importants risques juridiques pour l'efficacité des outils de gestion du risque de contrepartie. On a d'abord étudié l'hypothèse selon laquelle certains types de contreparties se retrouvaient en situation de résolution. On y a notamment vu les perturbations que connaît la mise en œuvre des appels de marges et du *close-out netting*, ainsi que l'application de l'instrument de renflouement interne participant à la réalisation du risque de contrepartie. On a ensuite étudié l'hypothèse selon laquelle une contrepartie avait

⁹⁶³ Voir *supra* §36 et s.

⁹⁶⁴ Dérogation consacrée à l'art. L.211-36-1 du Code monétaire et financier.

⁹⁶⁵ P. Pailler, « Indivisibilité ou autonomie du contrat de swap à l'égard d'un contrat principal de crédit-bail ? », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 3, Mai 2015, étude 8, §14 et §15.

conclu un dérivé au titre d'une opération globale. On a expliqué que cette situation pouvait donner naissance au risque de voir la caducité emportait la nullité du contrat financier et *de facto* celle du paiement du solde unique de résiliation. On a néanmoins tenté de démontrer les raisons justifiant la réalisation improbable de ce risque juridique.

448. – Les risques subsistants en matière de dérivés de gré à gré ne sont pas tous associés à la situation de la contrepartie comme nous venons de le voir. Il subsiste également des risques sur la contrepartie. En effet – et alors que les différents outils de gestion des risques que nous avons étudiés visent tous à atténuer le risque de contrepartie – nous allons voir que certains outils emportent également des effets défavorables sur l'exposition au risque de contrepartie.

Titre II

Les risques économiques persistant sur la contrepartie

449. – Le déploiement des outils de gestion des risques vise à permettre l’atténuation du risque de contrepartie. C’est ce pourquoi ils ont été élaborés. Pour autant, l’utilisation de certains d’entre eux peut paradoxalement conduire à laisser subsister – voire participe parfois à créer – des risques économiques sur la contrepartie. La nature des risques subsistants et le type de contrepartie concernée dépendent des hypothèses. Nous envisagerons d’abord celle relative à la cristallisation du risque de contrepartie sur la contrepartie initiale (Chapitre 1), puis celle relative à la concentration des risques de contrepartie sur la contrepartie centrale (Chapitre 2).

Chapitre 1 – La cristallisation du risque sur la contrepartie initiale

450. – Dans le cadre d’une gestion active de ses expositions, une partie peut juger préférable de sortir purement et simplement d’une position à laquelle elle ne souhaite plus être exposée. Vouloir sortir d’une exposition – sans mettre un terme à celle-ci⁹⁶⁶ – implique de recourir à des mécanismes permettant le transfert de la position contractuelle prise au titre d’une opération sur dérivés. Bien que le droit civil français comprenne un certain nombre de figures juridiques permettant des opérations translatives⁹⁶⁷, c’est par le biais du mécanisme de

⁹⁶⁶ L’intérêt de ne pas mettre à un terme à une opération sur dérivés réside dans les coûts attachés à la résiliation de l’opération.

⁹⁶⁷ Parmi ces mécanismes on peut notamment citer les mécanismes de subrogation personnelle, de cession de créance ou encore de dette suite à la réforme du droit des obligations (Voir notamment sur sujet : M. Roussille, « *Incidences de la réforme des opérations translatives sur les contrats de financement* », Ed. Législatives, 2016 ;

la cession de contrat que la pratique opère le transfert d'une opération sur dérivés. S'il a fallu attendre la réforme du droit des obligations pour qu'il soit consacré dans le Code civil⁹⁶⁸, ce mécanisme était déjà expressément reconnu par le Code monétaire et financier en son article L.211-37⁹⁶⁹ disposant que « *la cession de contrats afférents aux obligations financières mentionnées à l'article L.211-36 est opposable aux tiers du fait de l'accord écrit des parties* ». Si ce texte offre un fondement juridique aux cessions de contrats relatives aux instruments financiers à terme, il n'en précise cependant aucunement le régime juridique⁹⁷⁰. À défaut de dispositions de droit spécial, le régime de la cession de contrat en matière d'opérations sur dérivés sera donc régi par le droit commun⁹⁷¹ de la cession de contrats (issu des articles 1216 et suivants du Code civil).

Parallèlement à l'appréhension de la cession de contrats par le droit commun, les spécificités attachées aux opérations sur dérivés de gré à gré emportent des conséquences importantes sur la mise en œuvre de ce mécanisme. Nous verrons à ce titre que si le recours à la cession de contrats est traditionnellement motivé par le transfert théorique du risque de contrepartie (section 1), la réalité de son application en matière de dérivés montre qu'elle est source de cristallisation du risque (section 2).

A. Arsac, M. Roussille, « *La cession de contrat au service du transfert des participations des financements syndiqués* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2017, dossier 26 ; M. Roussille, M. Boccara, E. Jouffin, « *Réforme du droit des contrats et du régime des obligations – Quelles incidences pour les banques ?* », Banque & Droit n° 166, Chronique Régulation et Conformité, 01 mars 2016, p. 52). Également, on peut signaler qu'il existe une distinction doctrinale entre les opérations dites "translatives" dont relève la cession de contrat et les opérations dites "constitutives d'obligation", dont relèvent d'autres mécanismes tels que la novation, la délégation, la stipulation pour autrui, etc. Voir notamment sur ce sujet : E. Jeuland, « *Cession de contrat* », Répertoire de droit civil, Dalloz, juin 2010 (actualisation avril 2017), §6 et s.

⁹⁶⁸ Ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 26, art. 2.

⁹⁶⁹ Créé par l'art. 1 de l'Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009.

⁹⁷⁰ Mis à part celui d'exiger un écrit comme condition d'opposabilité aux tiers. Néanmoins, il ne s'agit pas ici d'un régime juridique général. On peut d'ailleurs rappeler en ce sens les propos tenus au sein du Rapport au Président de la République accompagnant la réforme, selon lesquels : « *La section 4 introduit dans le code civil la cession de contrat, dont elle détaille le régime juridique. En effet, bien que ponctuellement reconnue par le législateur, aucune théorie générale de la cession de contrat, née des besoins de la pratique des entreprises, n'existe dans le code civil actuel.* » (Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 *op. cit.*, Section 4).

⁹⁷¹ Comme le rappelle un auteur, le principe "*specialia generalibus derogant*" n'a vocation à s'appliquer « *qu'à trois conditions : 1) Que deux dispositions appréhendent la même question ; 2) Que l'une d'elles ait un champ d'application plus restreint que l'autre ; 3) Que les dispositions conduisent à des solutions antinomiques. À défaut, il convient d'admettre le cumul des dispositions* » (D. Fenouillet, « *Le juge et les clauses abusives* », Revue des contrats n° 02, 1^{er} juin 2016, p. 358, §50.). Concernant le cumul des dispositions de droit spécial et de droit commun, voir également : C. Goldie-Genicon, « *Contribution à l'étude des rapports entre le droit commun et le droit spécial des contrats* », thèse, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 509, 2009, spéc. n° 383 et s. ; N. Blanc, « *Contrats nommés et innomés, un article disparu ?* », Revue des contrats n°3, 1^{er} septembre 2015, p. 810 et s. ; N. Balat, « *Essai sur le droit commun* », thèse, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 571, 2016, n° 168 bis et s.

Section 1 – Le recours à la cession de contrats motivé par un transfert théorique du risque de contrepartie

451. – Définition – La définition de la cession de contrat est source de nombreux débats doctrinaux, notamment quant au fait de savoir si c'est le contrat proprement dit qui est transféré ou bien les rapports de créances et de dettes qu'il crée, ou encore s'il ne s'agit pas d'une substitution (ou d'une succession) de contractants plutôt que d'une véritable cession⁹⁷². La réforme du droit des obligations a quant à elle consacré « *une conception unitaire de la cession de contrat, qui n'est pas la simple adjonction d'une cession de dette et d'une cession de créance, mais qui a pour objet de permettre le remplacement d'une des parties au contrat par un tiers, sans rupture du lien contractuel* »⁹⁷³. Mais au-delà de cette réflexion concernant la réalité de la notion de cession de contrats, c'est surtout les effets attachés à celle-ci qui intéressent notre étude.

452. – Effet translatif de la cession – Au risque de formuler un pléonasme, précisons que le recours à la cession de contrats est motivé par l'effet translatif qui y est attaché. Reste encore à savoir ce qu'englobe cet effet translatif. L'article 1216 du Code civil précise que le mécanisme de cession de contrat permet à « *un contractant, le cédant, [de] céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire* »⁹⁷⁴. À la lecture de ce texte, on comprend que l'effet translatif porte sur la "qualité de partie au contrat"⁹⁷⁵. Le transfert de la qualité de contractant emporte des conséquences pour le cessionnaire. En effet, « *le cessionnaire bénéficie de tous les droits, c'est-à-dire les créances et les droits potestatifs (...), et il est débiteur de toutes les dettes nées après la cession* »⁹⁷⁶. Autrement dit, le transfert de la qualité de contractant entraîne celui de l'ensemble des éléments composant le rapport contractuel initial qui unissait la partie cédante à la partie cédée. Or, parmi les différents éléments composant ce rapport contractuel initial on y trouve nécessairement le risque de contrepartie. L'exposition au risque de contrepartie est effectivement inhérente à tout rapport juridique –

⁹⁷² Pour un bref rappel de ce débat voir : E. Jeuland, « *Cession de contrat* », Répertoire de droit civil, Dalloz, juin 2010 (actualisation : avril 2017), §2 et s. et §17 et s.

⁹⁷³ Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 *op. cit.*, Section 4.

⁹⁷⁴ Art. 1216 al. 1 du Code civil.

⁹⁷⁵ À l'instar d'ailleurs de la terminologie déjà affectée par le grand Doyen Carbonnier : J. Carbonnier, « *Droit civil* », t. 4, éd. Thémis, §32. Également en ce sens : Ph. Malaurie, L. Aynès et Ph. Stoffel-Munck, « *Les obligations* », Defrénois-Lextenso, 4e éd., §915 et §917.

⁹⁷⁶ E. Jeuland, *op. cit.*, §55 et s.

tel qu'un contrat – source d'engagement(s) pour l'une (ou l'ensemble) des contrepartie(s)⁹⁷⁷. Ainsi, le risque de contrepartie devrait donc en théorie bénéficier de l'effet translatif de la cession et être transféré au "profit" du cessionnaire.

Partant de cette idée, la seule condition pour assurer la cession effective du risque de contrepartie serait donc de s'assurer de l'intégrité de l'effet translatif de la cession de contrats. Or, le législateur conditionne l'effet translatif de la cession à l'accord du cédé⁹⁷⁸. On parle aussi de "libération" du cédant. D'une manière générale, « *dans les rapports entre le cédant et le cédé, la question clé est celle de la libération du cédant* »⁹⁷⁹. Plus encore, concernant notre sujet de l'effectivité du transfert théorique du risque de contrepartie, la libération du cédant est une condition *sine qua non*.

453. – La libération, condition du transfert du risque de contrepartie – Si le cédé y consent expressément, « *la cession de contrat libère le cédant pour l'avenir* »⁹⁸⁰. À défaut de libération du cédant par le cédé, le législateur instaure un principe de solidarité et « *le cédant est tenu solidairement à l'exécution du contrat* »⁹⁸¹.

Dès lors, si le cédant ne se trouve pas libéré par le cédé et reste tenu solidairement à l'exécution du contrat à l'égard du cessionnaire au profit du cédé, alors le risque de contrepartie subi initialement par le cédant à l'égard du cédé n'est finalement pas transféré au cessionnaire mais plutôt "inter-changé" avec un nouveau risque de contrepartie vis-à-vis cette fois-ci du cessionnaire. Parce que le cédant reste tenu solidairement des engagements du cessionnaire, alors il continue de subir un risque de contrepartie à l'égard de ce dernier. Certes, cet "échange" de risque de contrepartie pourrait s'avérer *in fine* profitable au cédant en raison de la meilleure exposition résultant de ce changement de contrepartie, mais il n'en demeure pas moins qu'un risque de contrepartie subsisterait pour le cédant. Le risque de

⁹⁷⁷ Comme on a pu l'évoquer en introduction, le risque de contrepartie consiste en le risque de voir sa contrepartie ne pas être en mesure d'honorer ses engagements. Ce risque est donc inhérent à tout rapport juridique – tel qu'un contrat – source d'engagement(s) pour l'une ou l'ensemble des contrepartie(s). Ce risque "naît" non seulement en même temps que l'engagement auquel il est attaché, mais également il ne peut être supprimé. Bien que la limitation de ce risque puisse intervenir en amont, concomitamment, ou *a posteriori* de sa naissance, il n'empêche que ce risque existe – en tant que tel – quoi qu'il arrive. Ainsi, un rapport juridique source d'engagement(s) ne peut "naître" sans risque de contrepartie. Il est seulement possible qu'un tel rapport naisse avec un risque de contrepartie dont la potentielle réalisation est d'ores et déjà maîtrisée/limitée. Plus exactement, il est impossible de faire en sorte qu'une contrepartie ne se retrouve jamais dans l'impossibilité d'honorer ses engagements ; il est seulement possible de faire que cette défaillance n'ait aucune conséquence, ou le moins possible, pour la contrepartie non défaillante.

⁹⁷⁸ Art. 1216 al 1 du Code civil : « (al. 1) *Un contractant, le cédant, peut céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire, avec l'accord de son cocontractant, le cédé* ».

⁹⁷⁹ E. Jeuland, « *Cession de contrat* », Répertoire de droit civil, Dalloz, juin 2010 (actualisation : avril 2017), §51.

⁹⁸⁰ Art. 1216-1 al. 1 du Code civil.

⁹⁸¹ Art. 1216-1 al. 2 du Code civil.

contrepartie initial n'est donc pas ici réellement transféré. Toujours est-il que cette hypothèse de cession de contrat sans libération du cédant pourrait néanmoins constituer un outil de gestion du risque de contrepartie, en ce qu'elle permettrait une optimisation de l'exposition au risque de contrepartie.

454. – Des incertitudes quant aux modalités de la libération – Du point de vue de la mise en œuvre de cette libération du cédant, la rédaction de l'article 1216-1 du Code civil pose quelques difficultés. Le texte de loi précise d'abord que la cession de contrat libère le cédant pour l'avenir « *si le cédé y a expressément consenti* ». La libération du cédant est donc soumise à un consentement exprès. Le texte précise ensuite : « *À défaut, et sauf clause contraire, le cédant est tenu solidairement à l'exécution du contrat* ». À défaut de consentement exprès à la libération, le principe est donc celui de la solidarité contractuelle.

On comprend de cette rédaction que le principe de solidarité contractuelle – qui s'applique en cas de défaut de consentement exprès à la libération – ne joue pas en présence d'une clause contraire. La clause contraire est donc celle stipulant que le cédant n'est pas garant solidaire et *in fine* que la libération du cédant est réputée acquise. Or, deux situations différentes pourraient coexister selon l'*instrumentum* au sein duquel prendrait place cette clause contraire (contrat cédé ou convention de cession).

455. – Clause contraire insérée dans le contrat cédé – D'une part, on peut imaginer l'hypothèse selon laquelle cette clause aurait été prévue au sein du contrat initial entre le cédant et le cédé (faisant l'objet de la cession). Lors de la rédaction et de la conclusion de ce contrat cédé, il aurait ainsi été déjà prévu l'hypothèse d'une potentielle cession future où la libération du futur cédant serait réputée acquise, sans que l'accord du futur cédé ne soit nécessaire. L'idée ici est que la cession ainsi que la question de la libération du cédant soient simultanément traitées par la clause.

Dans cette hypothèse, on peut estimer que le recueil du consentement du cédé en faveur de la libération du cédant n'est pas véritablement supprimé – en tant que tel – par la clause contractuelle mais plutôt avancé dans le temps. Au lieu pour le cédé de consentir expressément à la libération du cédant au moment de la conclusion de la cession, celui-ci y consent finalement par principe – et en amont – lors de la conclusion du contrat cédé. Il est vrai qu'en consentant à un contrat comportant une clause réputant d'ores-et-déjà acquise la libération du cédant en cas de cession future, on peut légitimement estimer que le cédé consent *in fine* à la libération du cédant en même temps qu'il consent à la potentielle cession

future. Son consentement exprès en faveur de la libération n'est donc pas ici réellement supprimé. Au profit de cette analyse, on peut citer à l'appui l'article 1216 du Code civil imposant l'accord exprès du cédé pour la cession en tant que telle cette fois-ci. Ce texte prévoit à son deuxième alinéa que « *cet accord [ndlr : celui à la cession] peut être donné par avance, notamment dans le contrat conclu entre les futurs cédant et cédé, auquel cas la cession produit effet à l'égard du cédé lorsque le contrat conclu entre le cédant et le cessionnaire lui est notifié ou lorsqu'il en prend acte* ». L'hypothèse décrite ici par le législateur n'est vraisemblablement pas celle où l'accord du cédé concernant la cession est contractuellement exclu, mais bel et bien celle selon laquelle l'accord du cédé est simplement "donné par avance" dans le contrat cédé. Par analogie, l'hypothèse où la clause réputant acquise la libération du cédant serait insérée dans le contrat cédé nous semble donc signifier, là aussi, que le cédé donne son accord à la libération du cédant simplement par avance, et non que son accord est contractuellement exclu.

Parce que l'accord du cédé concernant la libération du cédant n'est pas réellement supprimé dans l'hypothèse où la clause serait insérée au sein du contrat cédé, l'efficacité de celle-ci ne pose donc aucune difficulté.

456. – Clause contraire insérée dans la convention de cession – D'autre part, on peut imaginer l'hypothèse selon laquelle la clause contraire aurait été prévue au sein de la convention de cession. En cas de convention tripartite (entre le cédant, le cessionnaire et le cédé), il n'existe – là encore – aucune difficulté car bien qu'il soit inséré une clause réputant acquise la libération du cédant sans que l'accord du cédé ne soit nécessaire, le fait que le cédé soit partie à la convention implique *de facto* son consentement. On peut effectivement estimer que le cédé consent *in fine* à la libération en même temps qu'il consent à la convention tripartite.

Il en est autrement en présence d'une convention de cession bilatérale entre les seuls cédant et cessionnaire. Partons de l'hypothèse où le contrat cédé comporte une stipulation contractuelle prévoyant l'accord par avance du futur cédé concernant la potentialité d'une cession future. L'accord du cédé – condition de validité de la cession – étant d'ores et déjà acquis par avance⁹⁸², la convention de cession peut valablement être uniquement bilatérale et ne pas inclure le cédé comme partie contractante. Si la clause contraire – réputant acquise la libération du cédant sans l'accord du cédé – est ensuite insérée au sein de cette convention bilatérale de cession (et qu'aucune référence à la libération n'avait été faite au sein de la

⁹⁸² Comme l'admet d'ailleurs l'article 1216, al. 2 du Code civil.

stipulation contractuelle présente au sein du contrat cédé), alors se pose la question de savoir si celle-ci est efficace. En effet, le cédé n'étant pas partie à la convention de cession, mais ayant d'ores-et-déjà accepté par avance le principe de la cession dans le contrat initial, peut-il se voir opposé une clause, excluant la nécessité de son consentement pour la libération du cédant, à laquelle il n'a pu prendre part et dont il n'avait pas connaissance au moment où il a accepté le principe de la cession ? Deux réponses contraires sont ici envisageables.

457. – Selon la première, cette hypothèse ne peut pas être possible. La justification tiendrait à la lettre de l'article 1216-1 du Code civil précisant que le cédé doit consentir "*expressément*" à la libération⁹⁸³. Cet impératif de consentement exprès supposerait que le consentement du cédé à la cession ne signifie pas qu'il consente également à la libération du cédant. Or dans notre hypothèse, le cédé a certes donné son accord par avance à la cession au sein du contrat cédé, mais celui-ci n'a pas manifesté son consentement à l'égard de la libération du cédant puisque celle-ci n'a aucunement été visée au sein du contrat cédé. Pour cette raison, la clause contraire insérée au sein de la convention de cession ne pourrait pas être opposée au cédé, du fait que la question de la libération n'a à aucun moment été portée à son attention. Cette conception conduirait pour le cédant – afin d'assurer un plein transfert du risque de contrepartie – de veiller à requérir une double manifestation de la volonté du cédé⁹⁸⁴ pour d'une part, autoriser la cession en tant que telle (conformément à l'art. 1216 al. 1 du Code civil⁹⁸⁵) et d'autre part, consentir à la libération du cédant (conformément à l'art. 1216-1 al. 1 du Code civil).

458. – Selon la seconde (ayant notre faveur), une telle clause "contraire" peut parfaitement apparaître – pour la première fois seulement – au sein de la convention bilatérale de cession. Plusieurs réflexions peuvent être présentées à l'appui de cette conception. Avant la réforme des obligations, le régime de la cession de contrat était fixé librement par les parties du fait qu'*« aucune théorie générale de la cession de contrat n'exist[ait] dans le code civil »*⁹⁸⁶. Fort de cette liberté de régime, les entreprises avaient tendance à exclure le principe de la

⁹⁸³ Article 1216-1 du Code civil : « (al. 1) *Si le cédé y a expressément consenti, la cession de contrat libère le cédant pour l'avenir.* (al. 2) *À défaut, et sauf clause contraire, le cédant est tenu solidairement à l'exécution du contrat* ».

⁹⁸⁴ Un auteur se pose la question de la pertinence de cette dualité des consentements eu égard à la rédaction délicate de l'article 1216-1 du Code civil. En ce sens : P. Simler, « *Cession de créance, cession de dette, cession de contrat* », *Revue Contrats Concurrence Consommation* n° 5, Mai 2016, dossier 8, §19.

⁹⁸⁵ Art. 1216 al. 1 du Code civil : « *Un contractant, le cédant, peut céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire, avec l'accord de son cocontractant, le cédé* ».

⁹⁸⁶ Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 *op. cit.*, Section 4.

solidarité. L'idée – encore reconnue par le législateur lui-même⁹⁸⁷ – étant que si la solidarité n'était pas expressément prévue alors celle-ci n'était pas acquise. Dès lors, l'accord de principe à une potentielle cession future donné par avance était perçu comme lourd de conséquences en raison de la non-connaissance de l'identité du futur cessionnaire et du principe de non solidarité. L'esprit en vigueur était finalement que la libération du cédant était de l'essence même de la cession de contrat. Cette conception antérieure se reflète d'ailleurs au travers des propos tenus au sein du Rapport au Président de la République accompagnant la réforme des obligations, expliquant que « *l'article 1216-1 précise (...) les effets de la cession de contrat à l'égard du cédé et du cédant : le cédant n'est libéré pour l'avenir qu'avec l'accord du cédé ; dans le cas contraire, il reste solidairement tenu à l'exécution du contrat. Pour répondre aux inquiétudes des professionnels, l'ordonnance rappelle ici expressément que cette disposition est supplétive de volonté* »⁹⁸⁸. Ainsi, l'ensemble du principe de solidarité instauré par l'article 1216-1 du Code civil est supplétif de volonté. Ce caractère supplétif s'étend par conséquent à l'ensemble de la disposition et y compris au recueil impératif du consentement exprès du cédé en faveur de la libération du cédant. C'est d'ailleurs ce que signifie la formule "*sauf clause contraire*" visée par le texte. Peu importe finalement que cette clause ait été ou non portée à la connaissance du cédé, car le législateur prévoit spécifiquement la possibilité de déroger au recueil du consentement exprès du cédé. Si l'on reprend notre hypothèse de départ, considérant que le contrat cédé comportait une stipulation contractuelle prévoyant l'accord du futur cédé en cas de cession future (mais sans référence à la question de la libération), alors il est parfaitement possible que la convention bilatérale de cession (à laquelle le cédé n'est pas partie) comporte valablement une clause réputant la libération du cédant acquise indépendamment du consentement du cédé.

Bien que cette conception puisse paraître incompatible avec les intérêts du cédé, elle se justifie néanmoins par le fait qu'il existe un garde-fou en sa faveur au travers du recueil impératif de l'accord du cédé comme condition de validité de la cession. Aucune cession ne peut effectivement avoir lieu sans l'accord du cédé⁹⁸⁹. De deux choses l'une, soit la question de la libération du cédant est portée à la connaissance du cédé lorsque celui-ci donne son accord à la cession et dans ce cas-là il n'y a aucun danger pour le cédé de pouvoir accepter le principe d'une cession sans avoir connaissance du sort de la libération du cédant ; soit la

⁹⁸⁷ Art. 1310 du Code civil : « *La solidarité est légale ou conventionnelle ; elle ne se présume pas* ».

⁹⁸⁸ Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 *op. cit.*, Section 4.

⁹⁸⁹ Art. 1216 al. 1 du Code civil : « *Un contractant, le cédant, peut céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire, avec l'accord de son cocontractant, le cédé* ».

question n'est pas portée à sa connaissance et alors il peut toujours refuser de donner par avance son accord de principe à la cession afin d'éviter toute libération future non désirée.

Cette conception se justifie enfin par l'idée que la libération du cédant relève de l'essence même de la cession de contrat et que la solidarité doit rester une exception en matière contractuelle.

459. – En somme, trois situations semblent envisageables en matière de libération du cédant : premièrement, le cédé consent – par avance ou non – expressément à la libération du cédant, alors ce dernier est libéré ; Deuxièmement, le cédé n'a pas consenti expressément à la libération du cédant et aucune clause contraire⁹⁹⁰ n'a été prévue par le cédant, alors ce dernier n'est pas libéré ; Troisièmement, le cédé n'a pas consenti expressément à la libération du cédant mais une clause contraire a été prévue dans l'acte de cession, alors le cédant nous semble être libéré peu importe que cette clause ait été ou non portée à la connaissance du cédé.

Le plein transfert théorique du risque de contrepartie nécessite par conséquent pour le cédant de prendre le soin soit, de recueillir le consentement exprès du cédé en faveur de sa libération soit, d'avoir prévu une clause contraire.

460. – Outre l'attention à porter à la libération du cédant pour bénéficier du plein effet translatif attaché à la cession de contrats, il faut comprendre que ce mécanisme de droit commun connaît une application relativement singulière – voire complexe – en matière d'opérations sur dérivés de gré à gré, eu égard aux particularités qu'imposent ces opérations. Plus encore, nous verrons que le transfert du risque de contrepartie théoriquement assuré par la cession de contrats se révèle être d'une toute autre nature en matière d'opérations sur dérivés. À dire vrai, la cession de contrats y est source de cristallisation du risque de contrepartie.

⁹⁹⁰ Clause stipulant que le cédant n'est pas garant solidaire et *in fine* que la libération du cédant est réputé acquise.

Section 2 – La cession de contrats, source de cristallisation du risque de contrepartie

461. – Contrairement aux idées reçues, la cession d'une opération sur dérivés de gré à gré n'emporte pas le transfert *stricto sensu* du risque de contrepartie, mais vient plutôt le cristalliser. Cette cristallisation s'explique d'abord par la nature des hypothèses ayant justifié le recours à la cession de contrats (§1). Nous verrons enfin que cette cristallisation relève en réalité d'une stratégie de gestion du risque (§2).

§1. Les hypothèses justifiant le recours à la cession de contrats

462. – Recours à la cession pour diverses stratégies – Les cas d'applications motivant le transfert d'une opération sur dérivés sont nombreux et variés. Aux côtés des hypothèses intéressant spécifiquement notre étude – en raison de l'exposition au risque de contrepartie qui y est attachée – il existe d'autres applications impliquant également le recours à la cession de contrat mais pour des considérations relevant plus de l'ordre de la stratégie purement financière.

463. – Hypothèse de coordination de couverture – Il arrive que la cession de contrat soit utilisée comme un outil de structuration financière dans le cadre d'une coordination de couverture (la pratique parle parfois de "*front hedge*"). Ici, l'hypothèse est celle où plusieurs banques assurent la couverture – au moyen de produits dérivés – d'une seule et même entité. L'une d'entre elles va endosser le rôle de banque dite "coordinatrice" en prenant en charge – seulement dans un premier temps – l'ensemble de la couverture, afin de fixer les taux financiers qui seront applicables à la contrepartie. La banque coordinatrice transfère par la suite, au moyen de cessions de contrats, la ou les opération(s) revenant à chacune des autres banques de couverture tel que cela a été initialement convenu.

Du fait que la banque coordinatrice est dans un premier temps seule en charge de la totalité de l'opération, on pourrait alors être enclin à penser que les cessions de contrats intervenant *a posteriori* permettent ici de lui éviter d'endosser un risque de contrepartie à la hauteur de l'ensemble de la couverture, au lieu et place de sa simple quote part aux côtés de celles des autres banques. En réalité, les cessions de contrats *a posteriori* permettent le transfert des opérations revenant à chacune des autres banques et donc *in fine* la répartition de la totalité de la couverture. Ainsi, ne doivent-elles pas être analysées comme un outil de limitation du risque de contrepartie mais bien comme un outil de structuration financière. Dans l'hypothèse

où le transfert des opérations revenant à chacune des autres banques ne pourrait pas intervenir et ferait donc subir la totalité du risque de contrepartie à la banque coordinatrice, le contrat pourrait être résilié. En effet, cette éventualité est systématiquement prévue comme constituant un cas contractuel donnant droit à la résiliation-compensation de l'opération à l'initiative de la banque coordinatrice. L'insertion de cette hypothèse parmi les cas de résiliation permet à la banque coordinatrice de ne pas subir un risque de contrepartie plus important que celui qu'elle est censée endosser. C'est donc uniquement le fait de définir contractuellement le défaut de transfert de la ou les opération(s) revenant aux autres banques comme constituant un événement donnant droit à la résiliation-compensation de la transaction qui permet d'éviter à la banque coordinatrice d'endosser le risque de contrepartie global⁹⁹¹, et non pas le simple fait de transférer ces opérations revenant aux autres banques. En réalité, la ou les cession(s) de contrat(s) intervenant *a posteriori* ont pour seule utilité de participer à la fixation en amont des taux financiers – de façon homogène, globale et instantanée – pour l'ensemble des banques participantes au titre de l'opération de couverture. La cession de contrat est donc ici un élément clef de la structuration financière de l'opération globale, mais en aucun cas un outil de limitation du risque de contrepartie. En somme, une banque accepte d'endosser le rôle de banque coordinatrice afin de fixer les taux financiers applicables, seulement parce qu'elle sait d'ores et déjà qu'elle répartira ensuite les différentes opérations revenant à chacune des autres banques participantes au moyen de cessions de contrats (outil de structuration financière) et ce sans subir le risque de contrepartie de l'opération globale si ces cessions n'aboutissent finalement pas, du fait de la possibilité contractuelle le cas échéant de procéder à la résiliation-compensation de l'opération (véritable outil de limitation du risque de contrepartie).

464. – Hypothèse de renégociation – Il arrive également qu'une partie à une opération sur dérivés – initialement conclue – souhaite procéder à sa renégociation. Cette renégociation peut intervenir par exemple à la suite de modifications d'un ou de l'ensemble des éléments d'une opération globale de financement, dans laquelle s'insère un produit dérivé (le plus souvent dans le cadre d'une couverture – parfois imposée à la contrepartie par la ou les banque(s) prêteuse(s) – au titre du contrat de prêt parallèlement contracté). Le contrat financier nécessite alors d'être réadapté aux modifications impactant le financement. Si la

⁹⁹¹ Voir *supra* §27 et s. et spéc. la note de bas de page n° 76.

dette ou le projet initialement financé(e) connaît des changements économiques⁹⁹² les besoins de couverture évoluent parallèlement et la convention doit être ajustée. Cette hypothèse, le plus souvent qualifiée par les opérationnels de "refinancement", n'est donc en aucun cas synonyme de difficultés financières pour la contrepartie, mais plus de gestion active de sa dette. Or, la contrepartie au contrat financier peut ne pas vouloir participer à la renégociation voulue par l'autre partie et – à défaut de conserver l'exposition telle qu'initialement négociée – préférer "sortir" de celle-ci. La contrepartie va ainsi transférer sa position contractuelle à un tiers, au moyen d'une cession de contrat, afin de permettre la renégociation souhaitée sans procéder à la résiliation-compensation et conserver ainsi l'opération existante et les flux financiers qui y sont attachés. La cession de contrat n'est donc pas ici un outil de gestion du risque de contrepartie *stricto sensu*, dans le sens où la cession n'est pas ici mise en œuvre pour faire face à des difficultés financières mais plutôt pour des raisons d'ordre de stratégie commerciale.

465. – Hypothèse de restructuration – Contrairement à l'hypothèse de refinancement, celle d'une restructuration (communément appelée "*restructuring*" par les opérationnels) correspond bel et bien à une application relevant d'une gestion active de l'exposition à un risque de contrepartie. L'hypothèse de départ est la même que celle précédemment visée : une partie à une opération sur dérivés – initialement conclue – souhaite procéder à sa renégociation. Le contrat financier peut s'inscrire là encore dans le cadre d'une opération générale de financement – telle que susvisée – ou bien il peut s'agir d'un contrat financier conclu individuellement, c'est-à-dire de façon autonome et totalement indépendante d'un financement concomitant. La différence entre l'hypothèse de restructuration et celle de refinancement tient finalement aux raisons motivant la volonté de renégociation. La restructuration est motivée par un changement du contexte économique-financier subi par la contrepartie elle-même et affectant sa faculté à honorer ses engagements. Ainsi, l'idée est de renégocier les modalités du contrat financier afin de lui éviter *in fine* une situation de défaillance. Cette hypothèse de restructuration suppose donc que l'autre partie soit exposée à une dégradation du risque de contrepartie, pouvant l'amener à ne pas vouloir participer à cette renégociation et préférer transférer l'opération à un tiers, là encore au moyen d'une cession de contrat, afin de ne pas procéder à sa résiliation-compensation. À l'inverse de l'hypothèse de refinancement, la cession de contrat est donc bien ici un outil de gestion du risque de

⁹⁹² À titre d'exemple, de tels changements peuvent consister en l'accroissement de la rentabilité dans un contexte de *Leverage Buy Out* ou encore l'achèvement avant terme de la construction de l'ouvrage financé, etc.

contrepartie, en ce qu'elle est mise en œuvre par le cédant (le plus souvent une banque) pour se soustraire à une renégociation synonyme de difficultés financières pour sa contrepartie et donc, *in fine*, d'une potentielle réalisation du risque de contrepartie.

466. – Aux côtés de cette hypothèse, la cession de contrat vient solutionner une dépréciation de l'exposition à un risque de contrepartie dans d'autres hypothèses. L'ensemble de celles-ci, bien que variées, s'inscrivent cependant toutes dans le cadre d'une gestion active des expositions menée par la partie cédante. À l'issue de l'analyse des différentes expositions auxquelles celle-ci est soumise, cette dernière peut juger préférable de sortir de certaines d'entre elles. Les raisons motivant une sortie de position peuvent être variées. D'une manière générale, l'appréciation de la qualité de la contrepartie (le plus souvent analysée en termes de solvabilité) à l'égard de laquelle joue l'exposition a changé défavorablement. Cette dépréciation de la qualité de la contrepartie peut par exemple intervenir à la suite d'une baisse de la note attribuée par les différentes agences de notation internationales⁹⁹³. Les motifs de cet abaissement de notation peuvent d'ailleurs être très divers tant les paramètres pris en compte par ces agences professionnelles sont pluriels et variés. La dégradation de la note traduit une diminution de la confiance attribuée à l'entreprise dans sa faculté à honorer ses engagements financiers. Aussi, plus cette notation sera basse et plus l'exposition au risque de contrepartie sera jugée élevée par les acteurs du marché. Bien que toutes les entités ne soient pas soumises à ces notations professionnelles, c'est néanmoins la même démarche qui gouverne les analyses menées en interne par chaque entreprise. Ainsi, la dévalorisation qualitative d'une contrepartie peut également résulter d'une modification de la politique d'investissement interne à une entreprise (le plus souvent une banque). En effet, chaque entreprise possédant ses propres critères permettant de juger de l'opportunité d'être engagée ou non auprès de telle ou telle contrepartie, il arrive que certains changements affectant l'environnement⁹⁹⁴ de la contrepartie fassent que son exposition ne réponde plus – ou moins – aux exigences de la politique d'investissement interne. Plus encore, lorsqu'il est question d'opérateurs financiers, et tout particulièrement bancaires, il arrive que ceux-ci décident de recourir à la cession de contrat pour transférer des opérations sur dérivés à des fins d'harmonisation de portefeuilles. L'idée étant ici de ne conserver que les expositions répondant à la politique d'investissement

⁹⁹³ Telles que : *Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings*, etc.

⁹⁹⁴ L'environnement de la contrepartie doit être compris ici non pas comme étant seulement d'ordre financier mais bien comme tout événement d'ordre juridique (lois, règlements, normes internationales, etc.) ou même politique (notamment à l'égard de la juridiction applicable) qui est susceptible d'impacter défavorablement l'activité de la contrepartie et donc, *in fine*, sa stabilité économique.

interne, et ce afin de ne pas subir un risque de contrepartie à l'égard d'un secteur d'activités, d'actifs sous-jacents, de juridictions étrangères ou d'un type spécifique de contreparties qui ne seraient pas – ou plus – ceux auxquels la partie souhaite être exposée.

467. – D'une manière générale, dans toutes ces hypothèses diverses et variées, on peut voir que la cession de contrat est un véritable outil de gestion du risque de contrepartie en ce qu'elle vient en réponse à une exposition dont la partie cédante souhaite sortir. Reste à étudier quels sont les effets réels de la cession de contrats sur le risque de contrepartie attaché aux positions transférées.

§2. La cristallisation du risque comme stratégie de gestion

468. – Les opérations sur dérivés ayant la spécificité de pouvoir être regroupées au sein d'un contrat-cadre, deux hypothèses sont ici envisageables : le cédant peut vouloir céder une seule transaction ou bien céder l'ensemble des transactions régies par un contrat-cadre.

469. – Cession d'une transaction – L'hypothèse de départ est la suivante : l'une des parties (le plus souvent un établissement de crédit) à un contrat-cadre – relatif à des opérations sur instruments financiers à terme – souhaite céder l'une des transactions régies par cette convention-cadre. Chaque transaction individuelle étant singularisée du point de vue de la documentation contractuelle par une "confirmation"⁹⁹⁵, il s'agit pratiquement ici de procéder à la cession d'une des confirmations régies par le contrat-cadre, sans que cette cession n'affecte les autres confirmations. Plus exactement encore, et pour reprendre la formule telle qu'employée par le Code civil concernant la cession de contrat⁹⁹⁶, il s'agit ici pour le cédant de procéder à la cession de "sa qualité de partie" au titre d'une confirmation d'un contrat financier.

470. – Cession de l'ensemble des transactions – La partie cédante peut également souhaiter céder l'ensemble des transactions régies par la convention-cadre. Deux possibilités sont ici

⁹⁹⁵ Voir *supra* §99 et s.

⁹⁹⁶ Art. 1216 du Code civil : « (al. 1) *Un contractant, le cédant, peut céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire, avec l'accord de son cocontractant, le cédé.* (al. 2) *Cet accord peut être donné par avance, notamment dans le contrat conclu entre les futurs cédant et cédé, auquel cas la cession produit effet à l'égard du cédé lorsque le contrat conclu entre le cédant et le cessionnaire lui est notifié ou lorsqu'il en prend acte.* (al. 3) *La cession doit être constatée par écrit, à peine de nullité* ».

envisageables : céder l'ensemble des transactions avec ou sans l'*instrumentum* du contrat-cadre⁹⁹⁷.

Le cédant peut souhaiter ne pas céder l'*instrumentum* du contrat-cadre aux fins de le conserver pour des potentielles transactions futures avec le cédé. Si l'on s'autorise l'analogie selon laquelle le contrat-cadre constitue un "contenant", il faut garder à l'esprit que celui-ci peut contenir diverses transactions présentes et surtout à venir ("contenu"). Ainsi, il peut parfaitement être pertinent pour le cédant de vouloir certes vider le contenant de son contenu actuel mais de le conserver pour un potentiel contenu à venir. Le fait pour une partie de vouloir céder une position vis-à-vis d'une contrepartie à un instant "T" ne préjuge pas, en effet, de sa volonté immuable de ne plus traiter avec ladite contrepartie. Aussi, l'intérêt pour le cédant de conserver ce contrat-cadre est de ne pas devoir en conclure un nouveau – impliquant de nouvelles négociations longues, laborieuses et donc *in fine* coûteuses – en cas de futures transactions avec la même contrepartie cédée.

Le cessionnaire peut également ne pas vouloir – lui non plus – de l'*instrumentum* du contrat-cadre, et ce pour deux raisons principales. La première est qu'il peut d'ores-et-déjà disposer d'un contrat-cadre avec la contrepartie cédée. Rien n'empêche effectivement que la partie cédée ait également conclu des opérations sur dérivés avec d'autres contreparties que la partie cédante, dont justement le tiers cessionnaire. Dès lors, il peut être pertinent pour ce dernier de préférer récupérer seulement le "contenu" au titre de la cession tout en laissant le "contenant" du cédant, et ce pour s'éviter de se retrouver avec deux contrats-cadres régissant le même type de transactions avec la même contrepartie⁹⁹⁸. La seconde raison tient au fait que le tiers cessionnaire peut souhaiter mettre en place lui-même une convention-cadre avec la contrepartie cédée, à défaut d'une déjà existante, en ce sens qu'elle serait négociée par ses soins. Toutes les transactions à venir ayant vocation à être régies par la convention-cadre, il est important pour le cessionnaire d'être satisfait du régime que celle-ci instaure. On peut comprendre alors que le cessionnaire préfère négocier lui-même le contenant avec la contrepartie cédée plutôt que de récupérer celui négocié par quelqu'un d'autre. Également, chaque confirmation régie par la convention-cadre ne prévoit – le plus souvent – que les

⁹⁹⁷ Ce choix de procéder à la cession des transactions avec ou sans l'*instrumentum* de la convention-cadre sera le fruit d'une négociation entre le cédant et le cessionnaire. Ce choix repose sur des considérations pouvant dépendre alternativement de l'un ou de l'autre.

⁹⁹⁸ Les établissements de crédit (étant le type d'entités ayant le plus souvent la qualité de cédant ou de cessionnaire en matière de cessions d'opérations sur dérivés) n'ont généralement pas plusieurs contrats-cadres avec la même contrepartie concernant les transactions relevant du même périmètre de documentation-cadre. À l'inverse – et à titre d'illustration – les transactions de pensions-livrées seront bel et bien régies par une convention-cadre différente et supplémentaire à celle régissant les transactions d'opérations sur dérivés, pour une seule et même contrepartie.

dispositions économique-financière d'une transaction spécifique et renvoie au contrat-cadre – et donc *in fine* à l'annexe négociée par les parties – pour ce qui est des dispositions juridiques. Dès lors, si le "contenu" se voit cédé sans son "contenant", le cessionnaire se retrouvera quoi qu'il en soit contraint de mettre en place un nouveau contenant auquel le contenu cédé puisse se référer.

471. – La qualité de l'exposition comme critère du prix de cession – Les raisons motivant la cession en matière de dérivés peuvent être très diverses⁹⁹⁹. Néanmoins, l'idée gouvernant notre hypothèse est celle où la partie cédante juge défavorablement son exposition vis-à-vis de la partie cédée. Plus exactement, le cédant souhaite se dégager à tout prix de sa position. Ce motif justifiant la cession va emporter une application singulière de la cession de contrats en matière de dérivés.

En droit commun, la cession de contrats donne lieu à un prix de cession qui – traditionnellement – devra être versé par le tiers cessionnaire au profit du cédant. Or, dans notre hypothèse, le paiement du prix de cession va se trouver inversement à la charge du cédant et au profit du cessionnaire. Ce renversement peut d'abord s'expliquer par les fluctuations attachées à la valeur d'un produit dérivé. Ainsi, le *mark-to-market* du contrat financier cédé peut jouer en défaveur du cédant au moment de la cession. Le prix de cession, intégrant la valeur de marché du contrat financier cédé, est alors dans ce cas à la charge du cédant. Cela peut également relever du fait que le cédant souhaite céder une position qu'il estime défavorable au point d'être prêt à payer (ou du moins à céder en deçà de sa valeur) pour pouvoir se "décharger" de celle-ci. Plus encore, l'analyse retenue par la partie cédante à l'égard de son exposition répond à une approche de marché plus ou moins commune à l'ensemble des acteurs économiques. Le cédant se retrouve par conséquent dans la situation où la position qu'il souhaite céder ne présente pas véritablement d'intérêt qualitatif susceptible d'emporter la conviction d'un tiers cessionnaire. Ainsi, la volonté de la part du cédant de se décharger de sa position et l'absence d'intérêt qualitatif de la position à céder rendent nécessairement le tiers cessionnaire en position de force lors de la négociation de la cession. Ceci explique que le prix de cession sera ici à la charge de la partie cédante. Si la position ne présente pas de réel intérêt qualitatif, pourquoi le tiers cessionnaire souhaite bénéficier de cette cession ? L'intérêt pour le cessionnaire est en réalité purement

⁹⁹⁹ Voir *supra* §462 et s.

économique, du fait que cette cession lui permet de s'offrir une position "bon marché" ou encore d'utiliser cette nouvelle position comme d'une couverture macro¹⁰⁰⁰.

472. – L'exposition du risque de contrepartie comme objet de la cession – Le paiement du prix de cession par le cédant sert l'idée selon laquelle l'exposition au risque de contrepartie attachée à l'opération sur dérivés cédée est le véritable objet¹⁰⁰¹ de la cession dans notre hypothèse de sortie de position. En effet, la détermination du prix de cession repose ici moins sur la "qualité de partie au contrat" – tel que visé par le législateur¹⁰⁰² – que sur la qualité de l'exposition au risque de contrepartie.

473. – Modalités de paiement et coût – Le paiement du prix de cession peut s'effectuer de deux façons en matière d'opérations sur dérivés : le cédant s'en acquitte soit, via le versement d'une soulte soit, via la conclusion d'une contre-opération ("*back-to-back*") avec le cessionnaire. Ces deux alternatives sont strictement identiques d'un point de vue économique. En effet, tant la soulte que la contre-opération permettront d'inclure d'une part, la valeur objective du contrat financier cédé – notamment au moyen de la valeur de remplacement ("*mark-to-market*") – et d'autre part, une marge au profit du tiers cessionnaire. Mais si du point de vue économique, ces deux modalités sont équivalentes pour le cessionnaire, elles peuvent néanmoins présenter quelques différences en termes de coût pour le cédant, selon que ce dernier aura ou non conclu lui-même une contre-opération au titre du contrat financier cédé¹⁰⁰³.

Dans l'hypothèse où le cédant aura bel et bien conclu un *back-to-back* initial au titre du contrat cédé – répliquant inversement sur le marché la transaction conclue avec la contrepartie cédée – le paiement par le cédant d'une soulte ou la conclusion d'un nouveau *back-to-back* avec le cessionnaire ne lui est pas autant coûteux que l'on pourrait le croire. En effet, le *back-to-back* initial permet à la partie cédante soit, si celui-ci n'est pas débouclé, de neutraliser le coût du nouveau *back-to-back* conclu avec le tiers cessionnaire soit, si celui-ci est débouclé, de financer partiellement ou dans sa totalité le paiement de la soulte. Du fait que ce *back-to-*

¹⁰⁰⁰ Voir *supra* note de bas de page n° 46.

¹⁰⁰¹ Entendu dans le sens où « l'objet du contrat est l'opération juridique envisagée par les parties ». Conformément aux travaux de H., L et J. Mazeaud, F. Chabas, « *Leçons de droit civil* », Tome II, Premier volume, « *Obligations, théorie générale* », Montchrestien, 9^e éd., 1998, spéc., §232 et §244, p 231 et 252 ; – Voir notamment sur ce sujet : A-S. Lucas-Puget, « *Essai sur la notion d'objet du contrat* », préface de M. Fabre-Magnan, LGDJ, Bibl. de droit privé, Tome 441, 2005, §40, p. 28.

¹⁰⁰² Art. 1216 du Code civil.

¹⁰⁰³ Rappelons simplement ici que toute opération sur dérivés ne donne pas systématiquement lieu à la conclusion d'une contre-opération miroir avec le marché (couverture dite "micro"). Voir *supra* note de bas de page n° 46.

back initial incluait lui aussi une marge mais au profit cette fois-ci du cédant, lorsque le cédant va payer la soulte ou conclure le second *back-to-back* avec le tiers cessionnaire, il va s'efforcer de faire en sorte que le coût de la soulte ou de cette nouvelle contre-opération (avec le tiers cessionnaire) soit inférieur, égal ou – au pire – légèrement supérieur à la marge obtenue au sein du *back-to-back* initial (au titre du contrat cédé).

À l'inverse, dans l'hypothèse où le cédant n'a conclu aucune contre-opération initiale au titre du contrat financier cédé, le paiement d'une soulte sera plus offensif économiquement pour lui que la conclusion d'un *back-to-back* avec le cessionnaire. L'acquittement de la soulte implique effectivement de décaisser immédiatement la totalité de la somme, alors que la conclusion d'un *back-to-back* permet au contraire un étalement du coût.

474. – Modalités de paiement et risque de contrepartie – Le choix par le cédant de la modalité de paiement du prix de cession ne s'opère pas uniquement eu égard au coût qu'elle implique, mais également eu égard à la nature de l'effet escompté sur le risque de contrepartie attaché à la position cédée. En effet, le paiement d'une soulte ou la conclusion d'une contre-opération avec le tiers cessionnaire par le cédant au titre du prix de cession n'aura pas les mêmes conséquences du point de vue de la gestion du risque de contrepartie.

Dans l'hypothèse où le cédant procéderait au paiement d'une soulte, ce dernier verrait alors sa position transférée au profit du cessionnaire. Indépendamment des considérations susvisées en termes de coût, et partant du postulat d'une libération acquise, le paiement d'une soulte permet effectivement au cédant de sortir totalement et définitivement de l'exposition au titre de l'opération cédée. Une fois ce paiement effectué, le cédant n'est plus soumis à aucun engagement ayant affaire de près ou de loin à l'opération cédée. Néanmoins, la sortie de cette position – au moyen du paiement d'une soulte – n'est pas nécessairement synonyme de transfert du risque de contrepartie. Bien au contraire, le paiement d'une soulte peut même être analysé comme ayant l'inconvénient de "cristalliser" le risque de contrepartie ; en ce sens que la perte attachée à un risque de contrepartie ne se matérialise qu'au moment du dénouement (voire à l'issue du recouvrement). En payant une soulte, le cédant vient finalement quantifier, fixer définitivement son risque de contrepartie vis-à-vis du cédé. Cristalliser ainsi le risque de contrepartie annihile la potentialité de ne connaître *in fine* aucune perte sèche. Mais cela peut également permettre au cédant de subir une perte moins importante que celle qu'il aurait finalement subie lors du dénouement de l'opération, en raison de l'impossibilité de recouvrer partiellement ou totalement l'ensemble de ses créances. L'idée est que la potentialité joue ici dans les deux sens, et qu'elle peut être tant au profit de la contrepartie créancière qu'à son

désavantage. Le cédant fait donc ici un arbitrage ou si l'on préfère un calcul de risques. Et c'est justement en ce sens que la cristallisation – issue du paiement d'une soulte – n'est, selon nous, pas antinomique avec le fait de constituer un outil de gestion du risque de contrepartie. Le cédant fait ici le choix de sortir définitivement d'une position, et donc de cristalliser son risque de contrepartie, mais parce qu'il estime que la perte issue de cette position peut s'avérer *in fine* plus importante. Par conséquent, la cession d'une opération sur dérivés, moyennant le paiement d'une soulte, n'est pas un outil de transfert du risque de contrepartie mais un outil de gestion du risque de contrepartie. La limitation du risque de contrepartie s'entend ici dans le fait que le cédant plafonne son risque et qu'il ne perdra pas plus que le prix de cession.

Dans l'hypothèse où le cédant conclut une contre-opération avec le tiers cessionnaire au titre du prix de cession, les effets sur le risque de contrepartie sont ici très différents. Bien que la conclusion d'un *back-to-back* permette là encore au cédant de sortir de sa position vis-à-vis du cédé, cela ne lui permet pas en revanche de se libérer de toute exposition. En effet le cédant va certes transférer sa position à l'égard du cédé, mais au profit cette fois-ci d'une nouvelle exposition vis-à-vis du tiers cessionnaire au titre de la contre-opération conclue avec ce dernier. Cette nouvelle exposition n'est cependant pas antinomique avec le fait de constituer un outil de gestion du risque de contrepartie, attendu que cette nouvelle exposition se révèle être préférable pour le cédant. Cette amélioration d'exposition s'explique d'une part, car le tiers cessionnaire avec qui le cédant accepte de procéder à la cession sera nécessairement d'une qualité (en termes de solvabilité et de confiance) que ce dernier estimera préférable à celle du cédé (le cessionnaire étant le plus souvent un établissement de crédit) et d'autre part, car la contre-opération conclue avec ce cessionnaire sera vraisemblablement soumise *in fine* à l'obligation de compensation centrale. On comprend alors que la cession d'une opération sur dérivés, moyennant la conclusion d'une contre-opération, n'est pas – ici encore – un outil de transfert du risque de contrepartie mais bien un outil de gestion du risque de contrepartie. La gestion s'entend ici dans le fait pour le cédant d'optimiser son exposition en "échangeant" son risque de contrepartie initial contre un nouveau risque plus attractif.

475. – À ce stade de l'étude, on a tenté de démontrer comment le mécanisme de la cession de contrats participait à cristalliser le risque de contrepartie. Bien que cette cristallisation puisse s'inscrire dans une stratégie de gestion de l'exposition au risque, le recours à ce mécanisme de droit commun relève malgré tout d'hypothèses où des risques subsistent sur la contrepartie.

On a vu que la contrepartie concernée par cette hypothèse était celle que l'on qualifie d'"initiale", c'est-à-dire celle étant partie à l'opération bilatérale sur dérivés de gré à gré. Il nous reste à présent à envisager une autre hypothèse où des risques subsistent sur la contrepartie, mais cette fois-ci centrale. Sont donc envisagées les opérations sur dérivés de gré à gré étant compensées au sein d'une chambre de compensation.

Chapitre 2 – La concentration des risques sur la contrepartie centrale

476. – Les risques inhérents aux marchés financiers sont classiquement répartis par la doctrine¹⁰⁰⁴ en deux grandes catégories avec d'une part, les risques individuels et d'autre part, les risques systémiques. Alors que les premiers sont encourus individuellement par les divers acteurs économiques, les seconds touchent non pas isolément un acteur mais l'ensemble d'un système financier. Aussi, le risque de contrepartie appartient – selon cette conception – aux risques individuels¹⁰⁰⁵.

Cette distinction laisse à penser que le risque de contrepartie est distinct du risque systémique. Or – selon nous – il peut parfois s'agir au contraire d'une "gradation" du même risque. En effet, un risque individuel (tel que le risque de contrepartie) peut, dans certaines circonstances, conduire à un risque systémique. Plus exactement, le risque systémique est *in fine* l'aboutissement d'une concentration des risques de contrepartie. D'ailleurs, bon nombre d'auteurs utilisant la catégorisation susvisée reconnaissent paradoxalement la possible existence de ce lien entre ces deux risques¹⁰⁰⁶.

À titre d'illustration, prenons l'exemple d'un acteur économique dont l'activité a une ampleur importante sur les marchés financiers. Si cette entité finissait par faire défaut en raison du risque de contrepartie qu'elle subissait vis-à-vis de certains de ses cocontractants, alors ce même risque à l'origine de sa défaillance pourrait aboutir *in fine* à un risque de contagion systémique à l'ensemble des acteurs qui lui sont – directement ou indirectement – exposés. On comprend donc ici que le risque systémique est le résultat de la réalisation de risques de contrepartie initiaux.

C'est précisément à ce titre que les chambres de compensation centrale peuvent être analysées comme étant à l'origine d'un risque systémique (Section 1)¹⁰⁰⁷. Une fois ce risque systémique

¹⁰⁰⁴ Voir en ce sens : T. Bonneau et F. Drummond, « *Droit des marchés financiers* », Economica 2010, 3^e ed., n° 22, p. 23.

¹⁰⁰⁵ En ce sens : M. Chagny, « *Risques, finance et droit* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2010, étude 29, §4 ; T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, p. 23.

¹⁰⁰⁶ En ce sens voir notamment : « *Ces risques peuvent être répartis en deux catégories, individuels et systémique, même si les premiers peuvent conduire au second* » (T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, p. 23). Également : « (...) *les risques financiers "individuels" susceptibles d'être générés par les contrats dérivés peuvent se transformer en un risque financier "systémique"* » (A. Constantin, « *Les outils contractuels de gestion des risques financiers* », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2010, étude 30, §31).

¹⁰⁰⁷ Il est d'ailleurs intéressant de relever que la définition du risque systémique retenue par les organisations internationales en matière de contreparties centrales vise exclusivement l'hypothèse décrite ci-dessus où le risque systémique n'est que le "résultat" d'un risque de contrepartie. En ce sens : « *Risque que l'incapacité d'un établissement à remplir ses obligations à temps entraîne, pour les autres, l'impossibilité de s'acquitter en temps voulu de leurs propres obligations. Un tel défaut peut susciter d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et, par conséquent, menacer la stabilité des marchés des capitaux et la confiance des intervenants* » (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions

identifié, on verra qu'il est à ce jour limité de façon très relative par un cadre réglementaire qui reste à améliorer (Section 2).

Section 1 – Les contreparties centrales à l'origine d'un risque systémique

477. – Fondée sur la volonté d'apporter plus de sécurité et de transparence au marché des dérivés de gré à gré, la "récente" obligation réglementaire de compensation centrale constitue l'un des outils élaborés par le législateur européen pour lutter contre le risque systémique. L'Histoire a néanmoins montré que les réglementations élaborées à l'issue des crises d'hier ont pu parfois être à l'origine des crises du lendemain. Or, à l'instar de certains auteurs¹⁰⁰⁸, on peut légitimement penser que l'obligation de compensation centrale peut avoir pour conséquence d'ériger les contreparties centrales en véritables "nœuds" systémiques menaçant la stabilité des marchés financiers. Deux phénomènes découlant de l'obligation réglementaire de compensation centrale peuvent justifier une telle crainte ; on constate en effet d'une part, la concentration du volume d'activités et des positions au sein d'une même contrepartie centrale (§1) et d'autre part, la concentration entre les contreparties centrales elles-mêmes (§2).

§1. Concentration du volume d'activités et des positions au sein d'une même contrepartie centrale

478. – **Concentration du volume d'activités** – Certes, « *la technique de la compensation par CCP a fait la preuve de son efficacité de longue date. Sur les marchés réglementés de dérivés, il existe des chambres de compensation depuis plus d'un siècle* »¹⁰⁰⁹. Cependant, le problème n'est pas selon nous le mécanisme en tant que tel de la compensation centrale mais plutôt les effets attachés à l'obligation réglementaire. Celle-ci entraîne en effet la concentration d'une très grande partie – voir de la majorité – du volume des opérations sur

de valeurs, « *Recommandations pour les contreparties centrales* », OICV-IOSCO et Banque des Règlements Internationaux, Novembre 2004, Annexe 3 – Glossaires, p. 75 – <https://www.bis.org/cpmi/publ/d64fr.pdf>.

¹⁰⁰⁸ En ce sens : « *Le règlement EMIR renforce donc la sécurité des opérations sur dérivés OTC, mais il le fait en transférant sur les contreparties centrales (...) le risque des contreparties financières et non financières. Par suite, les chambres de compensation deviennent à leur tour de plus en plus systémiques. Une telle évolution porte à se demander si cette nouvelle réglementation favorise vraiment la stabilité financière ou si elle ne génère pas de nouveaux risques, ce qui conduit à réfléchir aux conséquences de la défaillance des chambres de compensation, trop grandes pour faire faillite...* » (Y. Paclot, « *La réglementation du risque systémique dans l'Union européenne* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 749).

¹⁰⁰⁹ A. Gaudemet, « *Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux Etats-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement* », Bulletin Joly Bourse n° 05, 1^{er} mai 2011, §14.

dérivés conclus de gré à gré sur quelques acteurs. Surtout, la concentration du volume des opérations va qui plus est de pair avec un « *volume accru d'activités d'importance systémique* »¹⁰¹⁰.

En outre, les chambres de compensation prennent place au sein d'un marché initialement reconnu pour être particulièrement enclin au risque systémique. En effet, « *les produits dérivés négociés de gré à gré possèdent des caractéristiques qui les rendent encore plus vulnérables au regard du risque systémique* »¹⁰¹¹, notamment en raison de leur important effet de levier¹⁰¹², de la diversité de leurs sous-jacents et bien évidemment des très gros volumes négociés à l'échelle mondiale¹⁰¹³.

L'obligation de compensation centrale n'affecte pas l'ensemble des produits dérivés conclus de gré à gré mais uniquement ceux d'entre eux présentant un degré de "standardisation" suffisant¹⁰¹⁴. Or, ce sont précisément ces dérivés soumis à la compensation centrale qui connaissent la plus forte liquidité et dont les volumes d'opérations sont les plus importants. De ce marché des dérivés de gré à gré – ayant par nature une tendance systémique – on comprend par conséquent que les chambres de compensation sont désormais en charge du pan le plus volumineux. Or, le fait pour une contrepartie centrale de concentrer sur elle un important volume d'une activité d'ores-et-déjà systémique participe selon nous à rendre ce risque systémique initial encore plus fort.

479. – Amplification des activités compensables en prévision – Les différents textes de projet de réforme du règlement EMIR s'inscrivent ouvertement dans la volonté de

¹⁰¹⁰ P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, p. 211.

¹⁰¹¹ D. Russo, « *Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosysteme, juillet 2010, 1), p. 118.

¹⁰¹² Selon le Professeur Gaudemet l'effet de levier offert par ces produits est la raison pour laquelle « *le risque né des dérivés peut être d'une intensité bien supérieure à ce qu'il est dans ces autres contrats* (ndlr : les autres contrats de droit commun permettant également un transfert de risque tels que le contrat d'assurance ou encore les garanties de paiement) » (A. Gaudemet, Thèse préc., §17, p. 12).

¹⁰¹³ Sur ce sujet, un auteur précise que : « *Les turbulences sur les marchés de dérivés OTC peuvent avoir une influence défavorable sur la stabilité financière d'au moins deux manières. Premièrement, la défaillance d'un opérateur important pourrait propager des pertes substantielles aux autres institutions financières (systémiques). Deuxièmement, la crainte de la défaillance d'un opérateur important – qu'elle soit justifiée ou non – pourrait provoquer une désaffectation pour son portefeuille de dérivés, accroissant ainsi la probabilité de la survenance d'une véritable défaillance. Sous ces deux aspects, la nature opaque des marchés de dérivés OTC contribue pour une large part aux perturbations financières* » (N. Wellink, « *Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC)* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosysteme, juillet 2010, 1), p. 152).

¹⁰¹⁴ Voir *supra* §302 et s. – Ce qui fait d'ailleurs dire à certains auteurs qu'« (...) une augmentation de la compensation par contrepartie centrale (...) n'est qu'une solution partielle au risque systémique sur les marchés de dérivés OTC, puisqu'il subsistera toujours, en parallèle, un marché de gré à gré » (N. Wellink, *op. cit.*, p. 152).

« promouvoir le recours à la compensation centrale »¹⁰¹⁵. Ils ont effectivement « vocation à inciter les acteurs du marché à recourir à la compensation centrale en renforçant davantage l'importance des contreparties centrales au sein du système financier »¹⁰¹⁶. Bien que cette importance ne soit pas encore détaillée de manière spécifique, on peut présager que l'obligation de compensation centrale a vocation à l'avenir à voir de plus en plus d'opérations entrer au sein de son champ d'application. Or, l'élargissement de la compensation centrale favorisera vraisemblablement le phénomène de la concentration du volume d'opérations sur les contreparties centrales.

480. – Concentration des positions – En plus de la nature par essence systémique des dérivés de gré à gré et de la concentration du volume de cette activité auprès des chambres de compensation, il s'opère également une concentration au sein d'une seule et même contrepartie centrale de l'ensemble des activités compensables propres à chaque acteur économique.

Plus précisément, il est important de comprendre que chaque entité a tout intérêt à avoir le maximum – si ce n'est la totalité – de ses opérations compensables au sein d'une seule et même chambre de compensation. Cette concentration de positions se justifie tant pour des raisons de simplicité opérationnelle que d'optimisation des coûts.

Il est vrai que le fonctionnement d'une contrepartie centrale représente des frais importants (appels de marge, dépôts de garantie, participations au fonds de garantie, etc.) pour ses membres compensateurs et leurs clients finaux. Chaque entité a donc tout intérêt à ne pas dupliquer ces frais en recourant à plusieurs contreparties centrales. De la même manière, le fait de recourir à une contrepartie centrale emporte des conséquences prudentielles (et donc de fonds propres) à l'égard des positions concernées. Là encore, il est préférable pour chaque

¹⁰¹⁵ Paragraphe 1.2 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers (aussi connue sous le nom de "Proposition 2.2"), Commission Européenne, 13 Juin 2017, n° 2017/0136 (COD), p. 8 – [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331(01)) ; Voir également en ce sens : Paragraphe 5.2 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (aussi connue sous le nom de "Proposition 2.1"), Commission européenne, 4 mai 2017, 2017/0090 (COD), p. 16 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52017PC0208&qid=1535127306982>.

¹⁰¹⁶ H. Ekue, « Révision d'EMIR : les deux objectifs de la réforme », Bulletin Joly Bourse n° 03, 1^{er} mai 2018, p. 163.

acteur économique de privilégier un traitement prudentiel global pour l'ensemble des opérations compensables plutôt que d'avoir un traitement prudentiel fractionné (en autant de contreparties centrales utilisées) qui serait inévitablement d'une valeur brute inférieure.

En pratique, il est par conséquent très fréquent pour chacun des acteurs économiques que la quasi-totalité de leurs activités soumises à l'obligation de compensation centrale soit "détenue" au sein d'une seule et même chambre de compensation. Autrement dit, l'exposition au titre des dérivés compensés n'est généralement pas diversifiée entre plusieurs contreparties centrales.

481. – Concentration des risques de contrepartie – Une contrepartie centrale a vocation, par son interposition, à concentrer la totalité des risques de contrepartie de l'ensemble de ses membres compensateurs¹⁰¹⁷. Les risques attachés à l'ensemble des positions détenues par la chambre de compensation ne sont pas annulés mais seulement mutualisés.

Or, les concentrations des positions et du volume d'activités participent à faire que chaque contrepartie centrale soit en charge de plus en plus d'opérations et donc d'une mutualisation de plus en plus importante des risques attachés à ces expositions. Il en découle par conséquent un phénomène de concentration des risques de contrepartie sur la "tête" de chaque chambre de compensation.

Partant du postulat que rien n'empêche qu'une multitude d'intervenants puissent faire défaut au même moment, de cette mutualisation (ayant fait l'objet d'une concentration) naît ainsi l'émergence d'un risque systémique¹⁰¹⁸.

482. – En définitive, les opérations sur dérivés de gré à gré ont une tendance systémique et la plus grande partie d'entre elles doit être compensée au sein de chambres de compensation. Une grande partie de l'activité des dérivés systémiques est donc concentrée sur les contreparties centrales. Chaque acteur économique recourt à une seule chambre de compensation pour la quasi-totalité de ses positions compensables, chaque contrepartie

¹⁰¹⁷ Voir *supra* §250 et s.

¹⁰¹⁸ En ce sens : « *La compensation centralisée n'annule pas le risque de contrepartie, elle ne fait que le transférer vers la CCP. Dans la mesure où les risques de contrepartie sont indépendants les uns des autres, la CCP permet de les mutualiser. Comme dans le cas d'une compagnie d'assurance, le paiement par chacun d'une prime égale à l'espérance du sinistre permet de financer le remboursement de toutes les pertes. Mais il est probable que les risques de contrepartie ne soient pas indépendants : en cas de crise financière, de nombreux intervenants risquent de faire défaut au même moment. On est alors en présence de risque agrégé, ou "systémique" » (B. Biais, « *La compensation centralisée crée-t-elle plus de risques qu'elle n'en assure ?* », Revue Banque n° 781, février 2015, p. 41).*

centrale concentre donc pour chacun de ses clients la quasi-totalité de leurs produits dérivés les plus systémiques.

483. – En plus de la concentration au sein de chaque contrepartie centrale, s’ajoute également une concentration des contreparties centrales entre elles. Ensemble, cela participe à favoriser l’émergence de véritables "nœuds" systémiques dont la défaillance pourrait porter atteinte à la stabilité de l’ensemble des marchés financiers.

§2. Concentration des contreparties centrales entre elles

484. – Concentration au titre de la rentabilité – Une contrepartie centrale est une société commerciale et, à ce titre, est gouvernée par des considérations de rentabilité. Or, la viabilité économique attachée au service de compensation implique pour une contrepartie centrale d’atteindre une taille suffisamment importante pour que le volume de son activité lui permette de devenir rentable¹⁰¹⁹. En deçà d’un certain volume d’activités, il peut être inintéressant économiquement pour une chambre de compensation de poursuivre son activité¹⁰²⁰. On constate par conséquent que cette "quête" de rentabilité pousse les contreparties centrales à se concentrer entre elles, afin de former des entités plus volumineuses et donc plus rentables¹⁰²¹.

La concentration entre les contreparties centrales est source d’une interdépendance accrue entre les acteurs économiques. Le fait qu’il y ait moins de contreparties centrales a pour conséquence d’accroître l’interconnexion entre les acteurs au sein d’une même chambre de

¹⁰¹⁹ En ce sens : « *Les CCP évoluent dorénavant dans un contexte économique caractérisé par des marges réduites et des investissements lourds. Pour elles, la clé du succès réside plus que jamais dans la capacité à atteindre la taille critique et à bénéficier d’un "effet volumes". Une véritable course à la liquidité – donc aux flux – est engagée* » (G. du Deschaux, E. Macré, « *Principaux acteurs et enjeux stratégiques* », Dossier chambres de compensation, Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 6).

¹⁰²⁰ En plus du fait que l’efficacité du fonctionnement même du mécanisme de la compensation centrale passe par la présence d’une multitude d’intervenants. En ce sens voir : « *La compensation multilatérale est efficace dans la mesure où elle est capable, davantage que la compensation bilatérale, de réduire les expositions globales dans le système. Néanmoins une condition préalable à la réalisation de ces gains en termes d’efficacité est que le nombre d’intervenants de marché optant pour la compensation centrale soit important par rapport au nombre de ceux qui continuent à compenser en bilatéral (...)* » (N. Wellink, « *Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC)* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés - Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosystem, juillet 2010, 1), p. 152). Voir aussi : D. Duffie et H. Zhu, « *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk ?* », Graduate School of Business, Stanford University, 2010.

¹⁰²¹ En ce sens : « *Les nouvelles réglementations issues de la crise génèrent de nouveaux flux vers un marché de la compensation de plus en plus concurrentiel. Pour améliorer leur attractivité, les CCP ont entamé un mouvement de concentration qui devrait se poursuivre* » (G. du Deschaux, E. Macré, *op. cit.*, p. 5).

compensation. Or l'interdépendance – déjà inhérente aux opérations sur dérivés – participe précisément à l'émergence du risque systémique¹⁰²².

485. – Ampleur systémique – Si le phénomène de concentration des contreparties centrales entre elles aboutit à la réduction du nombre d'entités, il participe en revanche à faire que les structures "restantes" atteignent une ampleur systémique. Or, tout l'enjeu attaché à la taille systémique d'un acteur économique est le potentiel effet "domino" qui découlerait de son défaut. En effet, le défaut d'une contrepartie centrale d'une telle ampleur pourrait ne pas se limiter au périmètre *stricto sensu* de ses clients. Il est vrai que certains des membres compensateurs – à l'instar des banques notamment – peuvent eux-mêmes être d'ampleur systémique¹⁰²³. On pourrait alors envisager que le défaut de la chambre de compensation mette en difficulté certains de ses membres compensateurs les plus importants qui eux-mêmes mettraient en difficulté certaines de leurs contreparties. À cela, peut encore s'ajouter une contagion entre plusieurs contreparties centrales si celles-ci sont liées les unes aux autres de quelque manière que ce soit, comme notamment par des membres compensateurs communs¹⁰²⁴.

486. – Les méfaits de la concurrence – Les contreparties centrales se regroupent donc entre elles et l'ampleur de leur regroupement engendre un risque systémique. On pourrait par conséquent croire qu'il serait préférable qu'il n'existe pas ce phénomène de concentration mais bien au contraire qu'il existe une multitude de contreparties centrales. Pour autant – et aussi paradoxale que cela puisse paraître – il serait "malsain" qu'il y ait trop de chambres de compensation car cela impliquerait une plus grande concurrence entre elles et entraînerait la

¹⁰²² Comme l'explique un auteur : « *les risques financiers "individuels" susceptibles d'être générés par les contrats dérivés peuvent se transformer en un risque financier "systémique" (...) [notamment] parce que les contrats dérivés s'inscrivent dans un vaste réseau dans lequel les intervenants sont largement, les uns avec les autres, en situation d'interdépendance, au-delà même des relations "bi-partites" (...). La défaillance de l'un peut entraîner la défaillance de l'autre, et ainsi de suite comme dans un infernal jeu de domino* » (A. Constantin, « *Les outils contractuels de gestion des risques financiers* », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2010, étude 30, §31). Voir aussi : « *Le degré élevé de dépendance existant entre les banques et les marchés financiers, étroitement interconnectés, crée un risque de crise systémique* » (M. Douaoui-Chamseddine, « *Aperçu rapide de la gestion spécifique et administrative du risque des défaillances bancaires : justifications et cadre légal* », Gazette du Palais n° 354, 20 décembre 2014, §2).

¹⁰²³ En ce sens : « (...) *bien qu'elle absorbe et réduise le risque de contrepartie par le biais de la compensation multilatérale, la CCP ne l'élimine cependant qu'en partie. De fait, le risque de contrepartie est concentré au niveau de la CCP. Dans le cas d'une CCP de grande taille, ce risque peut devenir systémique. La défaillance d'une CCP aurait alors pour effet direct de faire subir des pertes substantielles à ses contreparties, qui peuvent être des institutions financières d'importance systémique* » (N. Wellink, « *Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC)* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosystem, juillet 2010, 2), p. 154).

¹⁰²⁴ Il n'est pas rare en effet que les membres compensateurs adhèrent à plusieurs contreparties centrales notamment afin de compenser une plus grande diversité de classes d'actifs.

conséquence malheureuse d'inciter ces dernières à tirer les prix vers le bas par souci de compétitivité. Or cette stratégie concurrentielle se ferait inévitablement au détriment des outils de gestion des risques qui sont les plus couteux¹⁰²⁵. Une pluralité de contreparties centrales de moins grande ampleur impliquerait qu'elles seraient moins robustes et donc plus enclines à faire défaut les unes après les autres. Autrement dit, la concurrence participerait à favoriser la fragilité financière des contreparties centrales.

487. – Aléa moral – L'ampleur systémique de certaines contreparties centrales soulève également la question de l'aléa moral. Rappelons en effet qu'à l'issue de l'effondrement du marché immobilier américain et de la crise financière mondiale qui en a découlé, certains acteurs économiques (et notamment les établissements de crédit) avaient atteint une ampleur systémique telle qu'il était impossible de procéder à leur résolution sans porter atteinte à la stabilité de l'ensemble des marchés financiers. Ces entités – qualifiées ainsi de *"too big to fail"* – se sont vues dès lors renflouées par les pouvoirs publics contraints de protéger la stabilité du système financier. Partant de l'idée de cette faillite impossible, nombre d'auteurs et d'autorités ont par conséquent pointé du doigt la question de l'aléa moral. En effet, le fait pour un acteur économique de se savoir prémuni contre tout risque de faillite favorise l'émergence de comportements dénués du sens des responsabilités.

Or, ces considérations pourraient également concerner les contreparties centrales. Certains auteurs parlent ici non plus de *"too big to fail"* mais plutôt de *"too interconnected to fail"*¹⁰²⁶. L'idée est, par analogie, qu'une chambre de compensation pourrait aussi présenter une ampleur systémique telle que la mise en œuvre de sa résolution pourrait sembler trop dangereuse à l'égard de la stabilité des marchés financiers. Une telle réalité conduirait là encore à engendrer un aléa moral. Les contreparties centrales se sachant "garanties" par l'État en cas de faillite pourraient effectivement se laisser aller à une gestion imprudente de leurs expositions, de leurs marges et de leurs fonds propres, favorisant ainsi l'émergence de difficultés. On l'aura compris, la possible résolution des chambres de compensation est un sujet aux forts enjeux.

¹⁰²⁵ En ce sens voir notamment : « *Il est très malsain qu'il y ait trop de concurrence entre des CCP qui doivent avoir les moyens d'investir dans les outils coûteux de gestion des risques* » (A. Pochet, « *Il y a trop de chambres de compensation* », Dossier Chambres de compensation – Quel Business model ?, Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 12) Également : « *Les pressions concurrentielles risquent d'inciter les CCP à tirer vers le bas les exigences de marge. De ce point de vue, les CCP ne sont pas totalement différentes des banques et des opérateurs* » (P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, p. 209).

¹⁰²⁶ R. Cont, « *Credit default swaps et stabilité financière* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosystem, juillet 2010, 7), p. 47.

488. – Antécédents de défaillances – On pourrait croire que l’hypothèse selon laquelle une contrepartie centrale puisse faire défaut est d’ordre purement théorique. Un certain nombre de défaillances de chambres de compensation dans le passé prouvent néanmoins que le risque zéro n’existe pas. Cela a d’ailleurs été le cas en France pour la Caisse de Liquidation en 1974 « *après une défaillance sur les appels de marge lorsque les prix des contrats à terme sur le sucre se sont effondrés* »¹⁰²⁷. D’autres contreparties centrales ont également fait défaut à l’étranger, dont notamment la chambre de compensation des matières premières de Kuala Lumpur (Kuala Lumpur Commodity Clearing House) en 1983, ainsi que la chambre de compensation de la bourse de Hong Kong pour les contrats à terme (Hong Kong Futures Exchange) en 1987¹⁰²⁸. Enfin, la chambre de compensation "BM&F" au Brésil a quant à elle nécessité en 1999 l’intervention de la banque centrale brésilienne suite aux difficultés de ses participants.

489. – Pour résumer, on vient de voir que les contreparties centrales se concentrent entre elles par souci de rentabilité. Ce phénomène de concentration participe, d’une part à accroître l’interconnexion entre les acteurs économiques et, d’autre part à créer des chambres de compensation d’ampleur systémique.

Ces phénomènes participent à concentrer le risque systémique sur la tête des contreparties centrales, ce qui appelle « *la mise en place de cadres juridiques robustes ainsi qu’une régulation et une surveillances étroites* »¹⁰²⁹. Or, il nous semble que le cadre réglementaire prévu est à améliorer tant il n’assure qu’une protection somme toute relative.

¹⁰²⁷ P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l’évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 7 : « Les produits dérivés de gré à gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques », Banque de France, Avril 2013, 1), p. 206.

¹⁰²⁸ En ce sens : « *En 1983, ce fut le tour de la chambre de compensation des matières premières de Kuala Lumpur, lorsqu’une demi-douzaine de courtiers importants ont fait défaut à la suite de l’effondrement des contrats à terme sur l’huile de palme. Plus grave encore, la chambre de compensation de la bourse de Hong Kong pour les contrats à terme (et sa société de garantie) a fait défaut après le krach boursier mondial en 1987. Le marché des contrats à terme a dû fermer. Les opérateurs ont été confrontés à des appels de marge sur des positions sur le marché au comptant des actions mais, le marché à terme ayant fermé et la chambre de compensation fait défaut, ils n’ont pas pu récupérer de marges sur des positions à terme bénéficiaires. Pour cette raison, entre autres, la Bourse a elle aussi fermé. Le principal marché de capitaux de Hong Kong s’est arrêté définitivement. (...) En définitive, les contribuables de Hong Kong, de concert avec les adhérents compensateurs, ont levé des fonds pour soutenir le marché des contrats à terme. D’importantes réformes s’en sont suivies* » (P. Tucker, *op. cit.*, 1), p. 206).

¹⁰²⁹ D. Russo, « *Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosysteme, juillet 2010, 3/1, p. 121.

Section 2 – La limitation relative du risque systémique par un cadre réglementaire perfectible

490. – Tenter de limiter le risque systémique attaché aux contreparties centrales nécessite d’appréhender les difficultés susceptibles d’intervenir tant au niveau de la chambre de compensation qu’à l’égard de ses membres compensateurs¹⁰³⁰. Bien qu’il existe une sorte de "gradation" au sein de ces difficultés, le cadre réglementaire doit proposer des mesures capables de faire face aux pires hypothèses envisageables que sont les défauts de la chambre de compensation ou d’un de ses membres compensateurs. Dans de telles hypothèses, la question est alors de savoir s’il existe des mesures de redressement ou de résolution suffisantes pour éviter la propagation systémique de telles défaillances. À ce jour, il nous semble malheureusement que les mesures prévues sont insuffisantes en cas de défaut d’un membre compensateur (§1) et restent encore à construire en cas de défaut d’une chambre de compensation (§2).

§1. Des mesures insuffisantes en cas de défaut d’un membre compensateur

491. – Une fois n’est pas coutume, il est rassurant de constater que la réglementation (européenne et nationale) a bel et bien appréhendé les hypothèses de difficultés auxquelles un membre compensateur peut être confronté. En revanche, les différentes mesures élaborées pour permettre aux contreparties centrales de gérer les éventuelles défaillances des adhérents compensateur nous semblent insuffisantes. En effet, le cadre réglementaire actuel se résume à l’élaboration d’obligations essentiellement incitatives (A) et à des mesures générales de gestion des risques (B).

A. Elaboration d’obligations essentiellement incitatives

492. – Obligation d’alerter – Tout d’abord, le règlement EMIR impose aux contreparties centrales d’alerter les autorités compétentes concernant toutes difficultés jugées sérieuses. Cette obligation se situe en amont de la situation de défaillance du membre compensateur ainsi que des procédures de redressement ou de résolution. Le texte prévoit en

¹⁰³⁰ En ce sens : « *Celles-ci (ndlr : les contreparties centrales) doivent être prêtes à gérer les défaillances de leurs adhérents pour se protéger elles-mêmes et pour protéger les autres adhérents et le système financier dans son ensemble* » (N. Chande, N. Labelle et E. Tuer, « *Les contreparties centrales et le risque systémique* », Rapports, Banque du Canada, Revue du système financier, Décembre 2010, p. 53).

effet que « lorsqu'une contrepartie centrale estime que le membre compensateur ne sera pas en mesure de faire face à ses obligations futures, elle informe rapidement l'autorité compétente¹⁰³¹, avant que les procédures en matière de défaillance ne soient déclarées ou déclenchées. (...) »¹⁰³².

493. – Obligation de vérification – Toujours en amont d'une situation où la défaillance du membre compensateur serait "avérée", le règlement EMIR prévoit également à la charge des contreparties centrales une obligation de vérification. Le texte européen ne se prononce pas tant ici sur les mesures de redressement ou de résolution qui devraient être mises en place par les chambres de compensation, mais sur le fait que les contreparties centrales doivent vérifier « le caractère exécutoire de leurs procédures en matière de défaillance (...) [et prendre] toutes les mesures raisonnables pour s'assurer qu'elles disposent des pouvoirs juridiques nécessaires »¹⁰³³ pour les mettre en œuvre.

494. – Obligation de célérité – Enfin, lorsqu'un membre compensateur est – cette fois-ci – en situation de défaut, le règlement EMIR impose une obligation de célérité à la charge des contreparties centrales dans la mise en œuvre des mesures de défaillance. Bien que cette obligation soit là encore essentiellement d'ordre incitatif, le législateur européen s'est ici risqué à détailler quelques-unes des mesures de résolution pouvant être mises en œuvre. Ainsi le texte européen impose aux chambres de compensation d'intervenir « rapidement pour limiter les pertes et les pressions sur la liquidité en cas de défaillance et veillent à ce que la liquidation des positions d'un membre compensateur ne perturbe pas leurs activités et n'expose pas les membres compensateurs non défaillants à des pertes qu'ils ne peuvent anticiper ni maîtriser »¹⁰³⁴.

495. – Certes, ces quelques obligations de "principe" vont incontestablement dans la direction d'un cadre réglementaire limitant le risque systémique attaché aux contreparties centrales. Il n'en demeure pas moins qu'elles ne sauraient suffire à assurer une réelle protection de la stabilité financière. Seules des mesures concrètes et détaillées peuvent permettre une telle

¹⁰³¹ Rappelons qu'en France, trois autorités se partagent la supervision des chambres de compensation centrales : L'Autorité des Marchés Financiers (AMF), l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et la Banque de France.

¹⁰³² Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 48, §3, p. 39. Le texte précise par la suite que « (...) L'autorité compétente communique rapidement cette information à l'AEMF, aux membres concernés du SEBC ainsi qu'à l'autorité chargée de la surveillance du membre compensateur défaillant ».

¹⁰³³ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 48, §4, p. 39.

¹⁰³⁴ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 48, §2, p. 39.

protection. Or, à l’instar des mesures de défaillance évoquées avec l’obligation de célérité, on constate que les quelques mesures prévues par la réglementation en présence restent très générales.

B. Elaboration de mesures générales de gestion des risques

496. – Dans l’hypothèse où un membre compensateur connaîtrait des difficultés, l’exposition de la chambre de compensation sur ce risque de contrepartie peut d’abord être réduite grâce à l’utilisation des marges telle que précédemment étudiée¹⁰³⁵. Les mesures de défaillance que nous étudions ici visent ensuite l’hypothèse d’une véritable défaillance d’un adhérent compensateur, où le risque de pertes associées dépasserait le montant couvert par le collatéral disponible.

497. – Autorisation de principe – D’une manière générale, la réglementation autorise par principe les contreparties centrales à « *prendre toute (...) disposition autorisée par ses règles de fonctionnement de nature à limiter ou à supprimer les risques auxquelles elle est exposée* »¹⁰³⁶. Une telle reconnaissance – abstraite – a certes pour conséquences de laisser les contreparties centrales souveraines dans le choix des mesures de défaillance à mettre en œuvre, mais parallèlement de n’imposer aucune véritable contrainte en termes de politique de gestion du risque systémique.

Fort heureusement, la réglementation décline certaines mesures de défaillance à mettre en œuvre par les contreparties centrales.

498. – Liquidation et portabilité – Deux mesures plus spécifiques sont notamment reconnues aux contreparties centrales en cas de défaillance d’un membre compensateur.

D’une part, une chambre de compensation peut procéder à la liquidation des actifs et positions propres à l’adhérent compensateur défaillant mais également de ceux que ce dernier détient pour le compte de ses clients¹⁰³⁷. À l’issue de la liquidation, la loi française précise que « *tout excédant dont la chambre de compensation est redevable une fois qu’elle a achevé le processus de gestion de la défaillance de l’adhérent compensateur est restitué sans délai aux*

¹⁰³⁵ Voir *supra* §265 et s.

¹⁰³⁶ Art. L. 440-9, 3° du Code monétaire et financier.

¹⁰³⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, Art. 48, §4, p. 39 : « *Elles [ndlr : les contreparties centrales] prennent toutes les mesures raisonnables pour s’assurer qu’elles disposent des pouvoirs juridiques nécessaires pour liquider les positions propres du membre compensateur défaillant* ».

donneurs d'ordres lorsqu'ils sont connus de la contrepartie centrale ou, s'ils ne le sont pas, à l'adhérent compensateur pour le compte de ses donneurs d'ordres »¹⁰³⁸.

D'autre part, une contrepartie centrale peut recourir à la pratique dite de la "portabilité", consistant à transférer les actifs et les positions des clients du membre compensateur défaillant vers un autre adhérent compensateur non défaillant¹⁰³⁹.

499. – Si l'on ne peut que se féliciter de ces précisions offertes par la réglementation, on regrette cependant que les textes se limitent à énoncer le principe de ces mesures sans en détailler davantage les modalités de leur mise en œuvre (délais, éventuels quotas de transferts par adhérent, etc.).

500. – Impérativité de la portabilité – On remarque également qu'il existe une différence de rédaction non négligeable concernant la mesure de la portabilité entre ce que prévoient le règlement EMIR et les dispositions du Code monétaire et financier.

D'un côté, le règlement européen énonce que la « *contrepartie centrale (...) s'engage par contrat à déclencher les procédures de transfert des actifs et positions détenus par le membre compensateur défaillant pour le compte de ses clients vers un autre membre compensateur (...). Cet autre membre compensateur n'est tenu d'accepter ces actifs et positions que s'il est lié aux clients par une relation contractuelle antérieure en vertu de laquelle il s'est engagé à les accepter* »¹⁰⁴⁰. Les contreparties centrales sont donc tenues de s'engager contractuellement à déclencher le processus de portabilité. Par ailleurs, la portabilité des actifs et positions peut s'imposer au membre compensateur non défaillant si et seulement si ce dernier s'y est préalablement engagé contractuellement. La pratique parle alors de "*back-up agreement*" pour désigner cet engagement contractuel entre le client de l'adhérent compensateur défaillant et l'autre adhérent compensateur réceptionnant le transfert des actifs et positions.

De l'autre côté, notre législateur national prévoit à l'inverse qu'une chambre de compensation centrale peut procéder à la portabilité des actifs et positions « *de plein droit et sans*

¹⁰³⁸ Article L. 440-9 du Code monétaire et financier.

¹⁰³⁹ Voir : art. L. 440-9 du Code monétaire et financier : « *En cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire (...) ou de toute procédure équivalente (...) à l'encontre d'un adhérent compensateur d'une chambre de compensation ou de tout autre cas de défaillance de cet adhérent, la chambre peut (...) : 1° Transférer chez un autre adhérent les dépôts effectués auprès de cet adhérent et afférents aux positions enregistrées chez elle pour le compte des donneurs d'ordre de cet adhérent et les dépôts y afférents* ». Voir aussi : Règlement EMIR n° 648/2012, art. 48, §4, p. 39 : « *Elles [ndlr : les contreparties centrales] prennent toutes les mesures raisonnables pour s'assurer qu'elles disposent des pouvoirs juridiques nécessaires pour (...) transférer (...) les positions des clients du membre compensateur défaillant* ».

¹⁰⁴⁰ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 48, §5 et §6, p. 40.

formalité »¹⁰⁴¹. Deux différences découlent de cette formulation laconique. D'une part, il semble qu'aucun engagement contractuel de la part de la contrepartie centrale ne soit exigé quant au déclenchement de la procédure de portabilité. D'autre part, et surtout, on comprend que le texte national ne conditionne aucunement le transfert des actifs et des positions à un engagement préalable d'un membre compensateur non défaillant. En effet, l'expression "de plein droit et sans formalité" laisse entendre que la contrepartie centrale qui met en œuvre la procédure de portabilité ne peut se voir opposer un quelconque refus de la part de l'adhérent compensateur non défaillant, quand bien même ce dernier ne se serait pas préalablement engagé contractuellement en faveur d'un tel transfert auprès des clients du membre compensateur défaillant. Ce transfert s'imposerait donc à l'adhérent compensateur non défaillant.

501. – Derrière ces différences de rédaction se trouve un enjeu opérationnel de taille.

Soit la portabilité est conditionnée à l'engagement préalable de l'adhérent compensateur, il est alors fondamental pour une chambre de compensation de faire négocier dès que possible des *back-up agreements* entre ses adhérents compensateurs afin de s'assurer que le transfert des positions d'un membre compensateur défaillant pourra bien s'imposer aux autres adhérents.

Soit la portabilité est impérative et s'impose à tout adhérent compensateur non défaillant, quelle que soit l'absence d'engagement préalable. Dans cette hypothèse, il n'est alors pas nécessaire pour une chambre de compensation de s'efforcer à faire négocier de tels *back-up agreements*. La portabilité des positions étant ici d'ores-et-déjà "garantie".

502. – Tout porte à croire que l'application du texte du Code monétaire et financier – et donc de sa conception impérative – sera sûrement préférée par les juges français à celle du texte européen. Pour autant, le Règlement EMIR étant d'application directe, il a vocation à s'imposer à l'ensemble des États membres. Par conséquent, il nous semble que tout client de *clearing broker* aurait intérêt – et notamment lorsqu'il existe un risque de voir l'opération régie par une juridiction non française – à s'assurer de la présence de *back-up agreements* avec d'autres adhérents compensateurs, afin de voir la portabilité de ses positions garantie en cas de défaillance.

503. – Fonds de défaillance – Parallèlement à ces mesures de liquidation et de portabilité, le règlement EMIR impose la constitution et l'abondement d'un fonds de défaillance au sein de

¹⁰⁴¹ Article L. 440-9 du Code monétaire et financier.

chaque contrepartie centrale. Le texte européen précise ainsi que « *pour limiter davantage leurs expositions de crédit vis-à-vis de leurs membres compensateurs, les contreparties centrales constituent un fonds de défaillance préfinancé pour couvrir les pertes dépassant les pertes à couvrir par les exigences de marge (...), qui résultent de la défaillance d'un ou de plusieurs membres compensateurs, y compris l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité* »¹⁰⁴². L'objectif de ce fonds est de "mutualiser"¹⁰⁴³ entre les membres compensateurs d'une contrepartie centrale les pertes issues d'éventuelles défaillances d'adhérents. Chaque chambre de compensation peut décider de l'opportunité ou non d'établir plusieurs fonds de défaillance pour les différentes catégories d'instruments qu'elle compense¹⁰⁴⁴.

504. – Si cette mesure constitue sans nul doute un bon instrument de gestion du risque systémique, il est néanmoins regrettable que le législateur européen se contente – là encore – d'en poser seulement le principe. Le texte européen laisse effectivement le soin aux contreparties centrales d'en déterminer elles-mêmes les modalités de mise en œuvre (telles que le montant minimal en-dessous duquel le volume du fonds ne peut descendre ou encore le volume minimal des contributions de chaque adhérent compensateur ainsi que les critères retenus pour son calcul¹⁰⁴⁵).

On relèvera néanmoins que le législateur européen apporte la précision selon laquelle ce fonds de défaillance – cumulé avec d'autres ressources financières¹⁰⁴⁶ – doit permettre « *à tout moment aux contreparties centrales de résister à la défaillance d'au moins deux membres compensateurs vis-à-vis desquels elles présentent les plus fortes expositions, dans des conditions de marchés extrêmes, mais plausibles* »¹⁰⁴⁷. Sur ce que recouvrent ces "conditions de marché extrêmes mais plausibles", il est – une fois encore – renvoyé au

¹⁰⁴² Règlement EMIR n° 648/2012, art. 42, §1, p. 37.

¹⁰⁴³ Règlement CRR n°575/2013, Cons. 85, p. 11 : « *Le fonds de défaillance d'une contrepartie centrale est un mécanisme qui permet de répartir (mutualiser) les pertes entre ses membres compensateur* ».

¹⁰⁴⁴ Le Règlement EMIR se contente en effet d'évoquer la possibilité d'établir plusieurs fonds : « *La contrepartie centrale peut établir plus d'un fonds de défaillance pour les différentes catégories d'instruments qu'elle compense* » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 42, §4, p. 37).

¹⁰⁴⁵ Le Règlement précise seulement que « *les contributions sont proportionnées aux expositions de chaque membre compensateur* » (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 42, §1, p. 37).

¹⁰⁴⁶ En effet, le Règlement EMIR impose aux CCP de conserver « (...) *des ressources financières préfinancées disponibles suffisantes pour couvrir les pertes potentielles dépassant les pertes à couvrir par les exigences de marge (...) et le fonds de défaillance (...)* ». Ces ressources sont visées dans le texte européen en tant qu'"autres ressources financières" (Règlement EMIR n° 648/2012, art. 43, §1, p. 38).

¹⁰⁴⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 43, §2, p. 38.

« *cadre de politique interne* »¹⁰⁴⁸ mise en œuvre par chaque contrepartie centrale la tâche de définir les conditions susceptibles de les exposer au plus grand risque¹⁰⁴⁹.

505. – Hiérarchisation des ressources disponibles – Une fois ce fonds de défaillance constitué, la chambre de compensation dispose d'un certain nombre de ressources pouvant être utilisées en cas de défaillance d'un ou plusieurs membres compensateurs. Le règlement EMIR est venu préciser l'ordre – ou la hiérarchie – devant être respecté(e) lors du recours à ces ressources disponibles. On parle ici du procédé dit de "défaillances en cascade"¹⁰⁵⁰ ("*Default Waterfall*"). Cette hiérarchisation permet de souligner les différentes "couches de protection"¹⁰⁵¹ dont dispose une chambre de compensation pour supporter les défauts éventuels de ses adhérents compensateurs. Ce procédé souligne également la volonté du législateur européen de voir uniquement des ressources d'ordre privé utilisées par les contreparties centrales et qu'aucune ressource d'ordre public ne soit *a priori* envisagée. Le texte européen distingue ainsi quatre "phases" dans ce processus d'utilisation des ressources.

506. – Les premières ressources devant être utilisées sont les marges (initiale et de variation) ayant été déposées par l'adhérent compensateur défaillant au titre de ses opérations¹⁰⁵².

La deuxième ressource est la participation personnelle du membre compensateur défaillant au fonds de défaillance¹⁰⁵³.

¹⁰⁴⁸ Règlement délégué n° 153/2013, art. 29, §1, p. 58.

¹⁰⁴⁹ La Commission européenne précise *a minima* que deux fondements doivent guider l'identification des conditions de marché extrêmes mais plausibles : « 2. *Le cadre identifie séparément tous les marchés auxquels la contrepartie centrale est exposée en cas de défaillance d'un membre compensateur. Pour chaque marché identifié, la contrepartie centrale spécifie les conditions extrêmes mais plausibles en se fondant au minimum sur : a) une série de scénarios historiques, comprenant des périodes de mouvements extrêmes sur les marchés observés au cours des trente dernières années, ou sur des périodes aussi longues que possible pour lesquelles des données fiables ont été disponibles, qui auraient exposé la contrepartie centrale au plus grand risque financier. Si une contrepartie centrale décide qu'ils n'est pas plausible d'un cas historique d'importantes fluctuations de prix se reproduise, elle justifie auprès de l'autorité compétente le fait que ce cas soit omis du cadre ; b) un éventail de scénarios futurs, fondés sur des hypothèses cohérentes quant à la volatilité du marché et la corrélation des prix entre marchés et entre instruments financiers, en s'appuyant sur des évaluations tant quantitatives que qualitatives des conditions potentielles du marché* » (Règlement délégué n° 153/2013, art. 30, §2, p. 58).

¹⁰⁵⁰ Article 45 du Règlement EMIR n° 648/2012, p. 38.

¹⁰⁵¹ Formule employée par : P-D. Renard, « *Compensation des dérivés OTC : Une vraie révolution* », Interview, Revue Banque n° 744, janvier 2012, p. 25.

¹⁰⁵² Règlement EMIR n° 648/2012, art. 45, §1, p. 38 : « 1. *Les contreparties centrales utilisent les marges déposées par les membres compensateurs défaillants pour couvrir les pertes avant de faire appel à d'autres ressources financières* ». Voir également l'exposé des motifs issu du Rapport du 22 octobre 2013 sur un cadre de redressement et de résolution pour les établissements non bancaires, Procédure n° 2013/2047(INI), Commission des affaires économiques et monétaires, Rapporteuse Kay Swinburne – http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0343+0+DOC+XML+V0//FR#_part1_def1.

La troisième ressource est ensuite la participation de la contrepartie centrale elle-même au fonds de défaillance. Cette couche de protection est souvent qualifiée par la pratique de "*skin in the game*", en ce sens que la chambre de compensation engage également une part de ses capitaux propres aux côtés des autres membres compensateurs¹⁰⁵⁴. Cette participation permet de responsabiliser les contreparties centrales dans leur gestion des risques en solidarissant leurs santé financières sur celles de leurs membres compensateurs. Cette pratique est d'ailleurs souvent utilisée dans le secteur financier afin de combattre l'apparition d'un éventuel aléa moral. Concernant le calibrage de cette participation, celui-ci a fait l'objet de nombreux débats entre l'ESMA et la profession. En effet, tout l'enjeu était de trouver le point d'équilibre entre la volonté des membres compensateurs de voir une participation substantielle de la part des chambres de compensation dans le fonds de défaillance et la conception des contreparties centrales selon laquelle cette participation devait rester raisonnable. Le législateur européen a été de « *blessier la chambre de compensation, mais ne pas la tuer* »¹⁰⁵⁵. Un règlement délégué est venu à ce titre préciser le calcul permettant de déterminer le montant minimum de la participation d'une contrepartie centrale dans le fonds de défaillance¹⁰⁵⁶.

Enfin, les dernières ressources devant être utilisées sont les contributions aux fonds de défaillance des autres adhérents compensateurs non défaillants. Cette couche de protection ne peut être utilisée par la chambre de compensation « *qu'après avoir épuisé les contributions du membre compensateur défaillant* »¹⁰⁵⁷. Si les contreparties centrales peuvent ainsi utiliser les participations de ses adhérents compensateurs non défaillants, le règlement EMIR prend le soin de préciser qu'elles ne peuvent pas en revanche utiliser « *les marges déposées par les membres compensateurs non défaillants pour couvrir les pertes résultant de la défaillance*

¹⁰⁵³ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 45, §2, p. 38 : « 2. Lorsque les marges déposées par le membre compensateur défaillant sont insuffisantes pour couvrir les pertes de la contrepartie centrale, celle-ci fait appel à la contribution au fonds de défaillance du membre défaillant pour couvrir ces pertes ».

¹⁰⁵⁴ Il est intéressant de relever ici que cette nouveauté réglementaire s'oppose à l'usage passé où les contreparties centrales ne se servaient sur une portion de leur capital qu'à la toute fin et seulement si le fonds de garantie était insuffisant. Le Professeur Roussille dénonçait d'ailleurs dans sa thèse ce « caractère subsidiaire de l'engagement personnel » de la chambre de compensation qui la transformait ainsi « en relais avant tout (...) en centre de gestion de couvertures pré-constituées par les adhérents et de garanties fournies par des tiers » (M. Roussille, Thèse préc., §771 à §774, p. 336 et 337). Force est de constater que la pratique du *skin in the game* désormais imposée par EMIR hisse la participation de la chambre de compensation avant même celles des autres membres compensateurs. L'engagement personnel d'une contrepartie centrale est ainsi quelque peu privilégié.

¹⁰⁵⁵ P-D. Renard, « Compensation des dérivés OTC : Une vraie révolution », Interview, Revue Banque n° 744, janvier 2012, p. 26.

¹⁰⁵⁶ Règlement délégué n° 153/2013, art. 35, §2, p. 60 : « 2. Elles (ndlr : les contreparties centrales) calculent le montant minimum visé au paragraphe 1 (ndlr : soit 7,5 millions d'euros) en multipliant par 25% le capital minimum, y compris les bénéfices non distribués et les réserves, détenus conformément à l'article 16 du règlement (UE) n° 648/2012 et au règlement délégué (UE) n° 152/2013 ».

¹⁰⁵⁷ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 45, §3, p. 38.

d'un autre membre compensateur »¹⁰⁵⁸. Les marges des autres adhérents compensateurs sont donc protégées de ce *default waterfall process*.

507. – Pour résumer, il apparaît que le législateur européen s'est plus ou moins contenté d'ébaucher les grands principes des mesures de défaillance – dans l'hypothèse du défaut d'un ou plusieurs de ses membres compensateurs – en renvoyant le soin aux contreparties centrales de déterminer les modalités et détails de leur mise en œuvre. Qui plus est, la "faiblesse" d'élaboration européenne n'a hélas pas été corrigée au niveau national¹⁰⁵⁹. Parallèlement à ce constat, les mesures de défaillance – en cas de défaut non plus d'un adhérent compensateur mais bien de la contrepartie centrale elle-même – prévues par la réglementation sont loin d'être plus convaincantes tant l'essentiel reste encore à construire.

§2. Des mesures encore à construire en cas de défaut d'une chambre de compensation

508. – Alors même que les enjeux systémiques attachés à la défaillance d'une chambre de compensation sont importants, on constate les lacunes de la réglementation. En effet, il n'existe pas à ce jour de règles spécialement consacrées à ce sujet. Cette absence a heureusement vocation à être palliée dans un avenir proche par le législateur européen qui s'affaire à l'élaboration d'une réglementation spécifique (A). Malheureusement, le projet actuel nous semble prévoir – là encore – des mesures de défaillance trop générales (B).

A. Elaboration d'une réglementation spécifique

509. – Intérêt de la place – La réponse réglementaire à apporter quant à l'hypothèse de la défaillance d'une contrepartie centrale intéresse tout particulièrement l'ensemble de la place et ce au niveau international¹⁰⁶⁰. La raison de cet intérêt participe de la conviction que

¹⁰⁵⁸ Règlement EMIR n° 648/2012, art. 45, §4, p. 38.

¹⁰⁵⁹ À titre d'illustration, les mesures de résolution visées au sein du Règlement Général de l'AMF sont essentiellement décrites par renvoi "*aux règles de fonctionnement*" propres à chaque contrepartie centrale. Voir : Livre V, Titre IV, Chapitre I, Section 8 « *Les procédures en matière de défaillance* » du Règlement général de l'AMF.

¹⁰⁶⁰ Les comités CPSS (*Committee on Payment and Settlement Systems*) et OICV (*Organisation Internationale des Commissions de Valeurs*) ont notamment élaboré les *Principles for Financial Market Infrastructures* ("PFMI") qui sont des principes généraux applicables aux infrastructures de marché – dont notamment les chambres de compensation – proposant des lignes directrices en matière de gestion des risques (voir : *Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, "Principles for financial market infrastructures", April 2012 – <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>). Également, en octobre 2014, le FSB (*Financial Stability Board*) a également mis à jour son projet d'annexe aux caractéristiques clés des régimes de résolution applicable aux

« la réglementation et la surveillance ne peuvent être uniquement axées sur la réduction au minimum de la probabilité qu'une CCP connaisse des difficultés. C'est une des erreurs commises par les contrôleurs des banques et des négociateurs de titres au cours des années qui ont précédé la crise en 2007 »¹⁰⁶¹.

510. – Nécessité d'une réglementation spécifique – Il appert des différents travaux de place qu'une réglementation *ad hoc* s'avère nécessaire, spécifiquement pour déterminer les différentes procédures de redressement et de résolution applicables aux contreparties centrales en situation de défaillance. La nécessité de réglementation spécifique s'oppose à l'idée que le redressement ou la résolution des chambres de compensation puisse être gouverné(e) par des règles de droit "commun".

511. – Or, comme l'explique un auteur, « le dispositif européen de résolution du risque systémique repose sur deux piliers »¹⁰⁶² que sont d'une part, la directive BRRD 2014/59/UE du 15 mai 2014 pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement¹⁰⁶³ et d'autre part, le règlement n° 806/2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique¹⁰⁶⁴. Certes, ces deux textes européens ne s'appliquent qu'aux établissements de crédit et non aux chambres de compensation. Ces dernières sont mêmes parfois expressément exclues par le législateur européen¹⁰⁶⁵. Pour autant, il est vrai que certaines contreparties centrales sont agréées en tant qu'établissement de crédit (à l'instar des chambres de compensation françaises dont l'agrément bancaire est une

infrastructures de marché dont font partie les contreparties centrales (voir : Financial Stability Board, « *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* », 15 October 2014 – http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf).

¹⁰⁶¹ P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, 3/, p. 210.

¹⁰⁶² Y. Paclot, « *La réglementation du risque systémique dans l'Union européenne* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 750.

¹⁰⁶³ Directive BRRD 2014/59/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n°648/2012, JOUE n° L173 du 12/06/2014, p. 190.

¹⁰⁶⁴ Règlement (UE) n° 806/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 15 juin 2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique, et modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010, JOUE n° L225 du 30 juillet 2014, p. 1.

¹⁰⁶⁵ Voir *supra* §391.

obligation légale¹⁰⁶⁶) et que celles-ci seraient susceptibles – dans l’absolu – de bénéficier de ces réglementations concernant leur redressement ou leur résolution.

Néanmoins, et comme la Directive BRRD l’indique elle-même, il est préférable « *afin de garantir la cohérence au sein du cadre réglementaire, [que] les contreparties centrales (...) [soient] couvert[e]s par une initiative législative distincte établissant un cadre pour le redressement et la résolution de ces entités* »¹⁰⁶⁷. On peut douter également qu’une procédure de redressement ou de résolution issue d’une réglementation non spécifique puisse réellement convenir à des structures présentant – comme nous l’avons vu – des enjeux systémiques si caractéristiques. Plus encore, un régime *ad hoc* devrait être élaboré au niveau européen afin qu’il n’existe pas de désavantage concurrentiel entre les contreparties centrales européennes. En effet, la mise en place de procédures de gestion des risques emporte un coût important pour une chambre de compensation et l’absence d’impérativité au niveau européen risquerait de favoriser une migration des acteurs économiques au sein des contreparties centrales les moins chères (mais aussi les moins robustes).

512. – Projet d’un règlement européen – L’absence d’un texte spécifiquement consacré à ce sujet a néanmoins vocation à être palliée. La Commission européenne a lancé des travaux pour la mise en place d’un cadre réglementaire sur le redressement et la résolution des chambres de compensation et le Parlement européen en a d’ailleurs adopté le 10 décembre 2013 sa résolution¹⁰⁶⁸. Une proposition de règlement a depuis été publiée le 28 novembre 2016 (ci-après dénommée "proposition FRRC")¹⁰⁶⁹. À ce jour, la procédure d’adoption en est au stade du dépôt du rapport de la commission en première lecture¹⁰⁷⁰. La proposition FRRC a d’ores-et-déjà pour ambition d’être le seul texte fixant les procédures de redressement et de

¹⁰⁶⁶ Obligation résultant actuellement de l’art. L. 440-1 al. 2 du Code monétaire et financier. Rappelons cependant que le projet de la loi PACTE prévoit de transformer cette obligation d’agrément en simple possibilité « *lorsque la nature, le volume ou la complexité de leurs activités [ndlr : des chambres de compensation] le justifie* » (Art. 25 du Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises, NOR : ECOT1810669L).

¹⁰⁶⁷ Considérant 12 de la Directive BRRD 2014/59/UE, p. 192.

¹⁰⁶⁸ Résolution du Parlement européen du 10 décembre 2013 sur un cadre de redressement et de résolution pour les établissements non bancaires, Procédure n° 2013/2047(INI), Commission des affaires économiques et monétaires – <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0343+0+DOC+XML+V0//FR>.

¹⁰⁶⁹ Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales et modifiant les règlements (UE) n° 1095/2010, (UE) n° 648/2012 et (UE) 2015/2365, Commission Européenne, 28 Novembre 2016, 2016/0365 (COD) – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52016PC0856>.

¹⁰⁷⁰ Voir fiche de procédure sur le portail de l’observatoire législatif : [http://www.europarl.europa.eu/oeil-mobile/fiche-procedure/2016/0365\(COD\)?l=fr](http://www.europarl.europa.eu/oeil-mobile/fiche-procedure/2016/0365(COD)?l=fr).

résolution des contreparties centrales et donc d'exclure tout conflit d'application entre réglementations¹⁰⁷¹.

513. – Si l'arrivée de ce texte sera incontestablement un pas important en direction d'une réglementation capable d'appréhender efficacement la question des défaillances des contreparties centrales, il n'empêche que le projet actuel nous semble prévoir – une fois encore – des mesures de défaillance quelque peu générales.

B. Elaboration de mesures générales de défaillance

514. – Débat sur le bien-fondé de la résolution – En premier lieu, l'enjeu systémique attaché aux contreparties centrales, et la peur de « *l'effet de contagion de la faillite sur le système financier* »¹⁰⁷², font douter certains auteurs du bien fondé de laisser une chambre de compensation faire faillite. L'alternative, pour ceux qui sont hostiles à la résolution d'une contrepartie centrale, consiste dans la mise en œuvre de procédures de redressement aux fins qu'une contrepartie centrale « *puisse être redressée, la continuité du service étant essentielle à leurs yeux* »¹⁰⁷³. Toujours défavorablement à l'idée d'une résolution, il a été avancé par certains que le transfert des opérations à la suite de la résolution d'une contrepartie centrale vers une autre chambre de compensation est « *très compliqué sur un plan opérationnel et peut créer des remous dans le marché* »¹⁰⁷⁴.

À l'inverse, d'autres auteurs estiment qu'un « *plan de résolution prévoyant la liquidation rapide et complète des positions défaillantes de la chambre de compensation ainsi que le remboursement rapide et méthodique des marges (serait) préférable à un plan de redressement qui utilise les marges des clients pour prolonger la durée de vie d'une chambre de compensation en difficulté ou en faillite* »¹⁰⁷⁵. Dans la mesure où plusieurs contreparties centrales proposent un service de compensation pour les mêmes classes d'actifs, on peut

¹⁰⁷¹ En ce sens : « *Les CCP titulaires d'un agrément bancaire au titre de la directive BRRD seront, au moment où le présent règlement sera applicable, exclues du champ d'application de cette directive et soumises exclusivement aux dispositifs et exigences du présent règlement* » (Paragraphe 4.2.10 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales et modifiant les règlements (UE) n° 1095/2010, (UE) n° 648/2012 et (UE) 2015/2365, Commission Européenne, 28 Novembre 2016, 2016/0365 (COD), p. 20 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52016PC0856>).

¹⁰⁷² E. Wohleber, « *Redressement vs résolution : stop ou encore ?* », Revue Banque n° 781, février 2015, p. 38.

¹⁰⁷³ E. Wohleber, *op. cit.*, p. 38.

¹⁰⁷⁴ C. Picandet, « *Les modèles de risques des CCP ont été renforcées par EMIR* », Revue Banque n° 781, février 2015, Interview, p. 25.

¹⁰⁷⁵ E. Wohleber, *op. cit.*, p. 37 ;

penser également que l'annonce d'un plan de redressement à l'encontre d'une chambre de compensation en difficulté serait susceptible de provoquer une forme de "bank run" (mouvement de panique, de ruée) des différents membres compensateurs ou des clients finaux vers une autre contrepartie centrale. À ce titre, une résolution rapide serait préférable au redressement d'une entité *in fine* désertée.

515. – La proposition FRRC a tranché ce débat et prévoit des mesures à la fois de redressement et de résolution¹⁰⁷⁶. Ce choix voulu par le législateur européen nous semble être le bon, en ce sens qu'il appréhende les procédures de redressement et de résolution comme des mesures successives et complémentaires, plutôt que comme des solutions alternatives l'une de l'autre dont il faudrait n'en choisir qu'une¹⁰⁷⁷. Il serait effectivement précipité de recourir à la résolution d'une contrepartie centrale en difficulté sans préalablement tenter de retrouver sa viabilité économique via des procédures de redressement.

516. – Création d'une intervention précoce des autorités – Indépendamment des procédures de redressement et de résolution, la proposition FRRC prévoit de permettre aux autorités d'intervenir en amont au moyen de « *pouvoirs spécifiques (...) afin qu'elles interviennent dans les opérations des CCP lorsque leur viabilité est menacée mais avant qu'elles ne parviennent au point de défaillance, ou lorsque leurs actions pourraient être préjudiciables à la stabilité financière globale* »¹⁰⁷⁸.

Cette intervention précoce vise à favoriser la réactivité des autorités – indépendamment des hypothèses relevant des procédures de redressement et de résolution – et à éviter l'avènement d'un *scenario* systémique. Une fois n'est pas coutume, cette mesure semble être suffisamment explicitée pour présenter une réelle efficacité dans sa mise en œuvre¹⁰⁷⁹.

517. – Elaboration de plans de redressement et de résolution – La proposition FRRC prévoit d'obliger les contreparties centrales à élaborer des plans de redressement et de résolution.

¹⁰⁷⁶ Paragraphe 4.2.1 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 14.

¹⁰⁷⁷ Voir en ce sens des auteurs soutenant « le principe de la résolution tout en le considérant comme distinct et forcément postérieur aux mécanismes de redressement mise en œuvre par la chambre de compensation » (P-D. Renard et J-M. Boudet, « Redressement et résolution des CCP », Revue Banque n° 781, février 2015, p. 35).

¹⁰⁷⁸ Paragraphe 4.2.5 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 16.

¹⁰⁷⁹ D'ailleurs, la proposition précise également que : « Les pouvoirs compléteraient ceux visés dans le règlement EMIR, constituant des options de surveillance spécifiques dans les circonstances considérées. Les autorités compétentes pourraient notamment exiger de la CCP qu'elle engage des actions spécifiques prévues dans son plan de redressement, ou qu'elle s'abstienne de prendre de telles mesures » (Paragraphe 4.2.5 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement, 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 16).

Concernant les plans de redressement d'abord, la proposition se contente d'en imposer le principe et ne vient pas fixer les « *circonstances précises dans lesquelles les plans devraient être déclenchés (...) [et] ne détermine pas quelles options spécifiques les plans (...) devraient inclure, ni lesquelles sont exclues* »¹⁰⁸⁰. Une fois encore, on peut regretter ici le manque d'ambition de la part du législateur européen qui décide de laisser le soin aux chambres de compensation de déterminer les détails de la mise en œuvre. D'une manière générale, le risque est que "l'industrie" des contreparties centrales appréhende les quelques marges de manœuvre laissées par le législateur européen seulement en termes de considérations commerciales ou concurrentielles et non en termes de gestion des risques.

Ensuite, la proposition FRRC impose que les plans de résolution décrivent « *les pouvoirs et instruments de résolution qu'emploieraient les autorités si une CCP satisfaisait aux conditions pour une résolution, de manière proportionnée au modèle d'entreprise, à la part de marché et à l'importance systémique que revêt la CCP* »¹⁰⁸¹. Si le principe de ces plans est une fois encore une bonne chose, on peut relever qu'ils n'ont aucun caractère contraignant. À tout le moins, il est précisé que « *tout écart au stade de la résolution devrait être dûment justifié par l'autorité* »¹⁰⁸².

Fort heureusement, on peut relever que la proposition FRRC s'efforce d'assurer une relative garantie quant à la précision et l'efficacité des plans de redressement et de résolution. En effet, ladite proposition ambitionne d'imposer le fait que ces plans soient examinés par l'autorité compétente de la contrepartie centrale et d'y associer son collège de résolution¹⁰⁸³.

518. – Contractualisation des procédures de redressement – Autre progrès prévu par la proposition FRRC, celui d'exiger « *que les plans [de redressement] constituent des dispositifs faisant l'objet d'un accord entre les CCP et leurs membres compensateurs afin de renforcer leur efficacité dans tous les cas, et qu'ils soient contraignants ou engagent les membres compensateurs à agir conformément aux règles de fonctionnement convenues au préalable si elles sont activées, indépendamment de la juridiction dont ils relèvent. Les membres compensateurs sont tenus de pleinement informer leurs clients de la façon dont ils*

¹⁰⁸⁰ Paragraphe 4.2.3 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 15.

¹⁰⁸¹ Paragraphe 4.2.4 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 16.

¹⁰⁸² Paragraphe 4.2.4 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 16.

¹⁰⁸³ Paragraphes 4.2.3 et 4.2.4 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 15 et 16.

répercuteraient les pertes ou les coûts résultant de l'application des instruments de redressement à eux par les CCP »¹⁰⁸⁴.

Le fait que les plans de redressement élaborés par la chambre de compensation fassent l'objet d'un accord avec ses adhérents¹⁰⁸⁵ nous semble être approuvable, en ce que cela participe à un phénomène de "contractualisation" et favorise ainsi le caractère contraignant des mesures visées dans le plan. Il nous semble également que cela pourrait inciter les contreparties centrales à percevoir leurs procédures de gestion des risques comme des arguments commerciaux et concurrentiels. En effet, si les contreparties centrales précisent clairement la façon dont les adhérents compensateurs non défaillants peuvent être mis à contribution, et ce de façon contraignante, nul doute que ces derniers y seront particulièrement attentifs avant leur adhésion. Il serait même de l'intérêt des adhérents de choisir une chambre de compensation présentant des procédures de défaillance suffisamment robustes pour s'assurer de sa future santé financière et éviter ainsi d'être trop facilement sollicités.

519. – Propositions de mesures de redressement absentes – Parmi les mesures susceptibles de favoriser le redressement d'une contrepartie centrale en difficulté, il avait été suggéré par certains auteurs de prévoir l'obligation pour les adhérents compensateurs de réapprovisionner le fonds de défaillance un certain nombre de fois après que celui-ci soit épuisé¹⁰⁸⁶. La proposition FRRC n'a vraisemblablement pas retenu cette idée. Peut-être que le législateur européen a-t-il estimé, à l'instar de certains auteurs, que « *cela [serait] insuffisant : même si les adhérents compensateurs acceptent une obligation non limitée, ils ne seront pas toujours capables de la remplir* »¹⁰⁸⁷. Certes, cette mesure ne saurait être parfaite mais il nous semble que la mise en œuvre équilibrée d'une telle obligation de réapprovisionnement du fonds participerait à solidariser encore un peu plus l'ensemble des adhérents compensateurs autour du redressement de la chambre de compensation. À ce titre, nous regrettons l'absence d'une telle mesure au sein du projet de texte européen.

¹⁰⁸⁴ Paragraphe 4.2.3 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 15.

¹⁰⁸⁵ En ce sens également : « *Les banques ont elles aussi besoin, bien sûr, de testaments bancaires de ce type. Toutefois, contrairement aux banques, le plan de redressement d'une CCP peut (et devrait) être inscrit dans son règlement, faire partie du contrat conclu avec ses adhérents* » (P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, 2/, p. 210).

¹⁰⁸⁶ Sur ce sujet, voir : P. Tucker, *op. cit.*, 2/, p. 210.

¹⁰⁸⁷ P. Tucker, *op. cit.*, 2/, p. 210.

D'autres pistes de mesures de redressement auraient mérité d'être consacrées au sein de la proposition FRRC, telles que la possibilité pour la chambre centrale de faire valoir une décote sur les différentes marges déposées par les adhérents non défaillants¹⁰⁸⁸.

520. – Panoplie *a minima* des mesures de résolution – Concernant les mesures de résolution qui pourraient être détaillées par le législateur européen, la proposition FRRC « *n'impose pas les instruments et pouvoirs à utiliser (...) mais laisse le choix à l'autorité, en fonction des circonstances et lorsque cela est réalisable conformément au plan de résolution convenu par le collège d'autorités de résolution* »¹⁰⁸⁹. Certes il peut sembler pertinent de ne pas "figer" la liste des procédures et pouvoirs pouvant être mis en œuvre en cas de résolution d'une chambre de compensation¹⁰⁹⁰. Après tout, les mesures gagneraient à bénéficier d'une certaine latitude pour pouvoir s'adapter à la spécificité de chaque *scenario* de défaillance.

Pour autant, il nous semble fondamental *a minima* qu'une "panoplie" de mesures de résolution soit imposée à l'ensemble des contreparties centrales. En ce sens, la proposition FRRC offre une déclinaison des quelques mesures de résolution susceptibles d'être mises en œuvre. Ainsi « *la résolution doit être entreprise au moyen de plusieurs instruments qui peuvent être utilisés séparément ou conjointement : i) la vente de toutes les fonctions d'une CCP ou de ses fonctions critiques à un concurrent viable, ii) la création d'une CCP-relais contrôlée par les autorités publiques, et iii) la répartition des pertes et des positions entre les membres compensateurs* »¹⁰⁹¹.

Ces quelques mesures de résolution sont à saluer. On peut cependant – là encore – pointer du doigt l'absence de certaines propositions qui auraient mérité d'être reprises dans le futur texte européen. Par exemple la possibilité pour l'autorité de prendre le contrôle d'une contrepartie centrale¹⁰⁹². Il conviendrait également d'envisager la neutralisation des éventuels obstacles à une résolution effective tels que l'exercice des droits de résiliation par les contreparties d'une chambre de compensation en résolution. L'idée étant ici d'éviter les mouvements de panique à l'origine des "bank run". En effet, « *une liquidation massive et brutale des positions serait très perturbatrice et risquerait de propager la contagion dans le système (...). Lever cet*

¹⁰⁸⁸ En ce sens voir : P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, 2/, p. 210.

¹⁰⁸⁹ Paragraphe 4.2.7 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 17.

¹⁰⁹⁰ Certains auteurs estiment en ce sens que « *l'autorité en charge de la résolution [devrait] disposer d'un vaste éventail de compétences conférées par un cadre réglementaire clair* » (P. Tucker, *op. cit.*, p. 211).

¹⁰⁹¹ Paragraphe 4.2.7 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 17.

¹⁰⁹² En ce sens : « *Au minimum, les autorités en charge de la résolution devraient avoir le pouvoir de prendre le contrôle d'une CCP qui ne serait plus viable (ou vouée à ne plus l'être) et pour laquelle il n'y aurait pas de perspective raisonnable de redressement* » (P. Tucker, *op. cit.*, p. 211).

obstacle à une résolution ordonnée nécessitera, dans l'Union européenne, une modification de la directive concernant les contrats de garantie financière »¹⁰⁹³.

521. – Efficacité internationale des mesures de redressement et de résolution – Une chambre de compensation peut être le point de rencontre de plusieurs droits. Ainsi, pour une contrepartie centrale donnée, il est possible qu'il y ait différentes juridictions (européennes ou étrangères) dans lesquelles des membres compensateurs sont situés ou aux droits desquels les actifs ou contrats sont soumis. La présence de tels éléments d'extranéité conduit à s'interroger sur l'efficacité internationale des potentielles mesures de redressement et de résolution mises en œuvre. La proposition FRRC souhaite y apporter une réponse en imposant aux contreparties centrales de *« de veiller à ce que les mesures prévues dans leurs plans de redressement aient un caractère contraignant dans l'ensemble des juridictions. Cela implique de veiller à ce que les options de redressement constituent des obligations contractuelles dans le droit du pays dans lequel une CCP est établie, ou de démontrer autrement, à la satisfaction des autorités compétentes et de résolution, que les dispositions des plans ont un caractère exécutoire, par exemple en vertu du droit d'un pays tiers. Cela aiderait les autorités de résolution à faire appliquer toute obligation existante inscrite dans ces plans dans le cadre d'une résolution »¹⁰⁹⁴.*

Toujours dans cette optique de meilleure applicabilité transnationale des mesures émanant d'une autorité de résolution européenne, la proposition FRRC encourage la coopération entre les différentes autorités internationales. Ainsi, précise-t-elle que *« les autorités devraient coopérer avec l'autorité d'un pays tiers afin de reconnaître et de faire appliquer sa décision en relation avec tous les actifs ou contrats pertinents régis par le droit de ce pays. Les autorités de résolution devraient conclure avec les autorités de pays tiers des accords de coopération exposant les détails de la coopération. (...) L'AEMF devrait dès lors émettre des orientations concernant le contenu pertinent de ces accords avec les pays tiers concernés, afin d'assurer une application commune des conditions en pareils cas »¹⁰⁹⁵.*

Si le principe d'une coopération internationale entre les autorités de résolution ne peut que participer fortement à la limitation du risque systémique au niveau global, il n'est question ici que d'une incitation à la coopération entre les autorités internationales, de sorte que la réelle efficacité de cette proposition dépendra de l'échelle de sa mise en œuvre.

¹⁰⁹³ P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, p. 212.

¹⁰⁹⁴ Paragraphe 4.2.9 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 19.

¹⁰⁹⁵ Paragraphe 4.2.9 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 19.

522. – Prise en compte des sociétés mères – Nonobstant nos précédentes réserves, il convient de saluer une innovation envisagée par la proposition FRRC, le texte appréhende l'hypothèse où une contrepartie centrale fait partie d'un groupe de sociétés. Il précise qu'« *en raison de la structure juridique et d'entreprise des CCP, leur redressement et leur résolution effectifs ne doivent pas nécessairement englober les groupes dont les CCP peuvent faire partie. Toutefois, lorsque cela est opportun pour réaliser les objectifs ci-dessus, des pouvoirs spécifiques peuvent s'appliquer aux sociétés mères des CCP. Ils comprennent, par exemple, l'option pour les autorités de décider au cas par cas que les plans de redressement devraient inclure les sociétés mères* »¹⁰⁹⁶. Cette mesure présente l'avantage d'appréhender la santé de la contrepartie centrale par rapport au groupe de sociétés auquel elle peut appartenir. L'idée sous-jacente de cette mesure est que la défaillance d'une contrepartie centrale aurait *in fine* tellement d'impact sur l'ensemble de la stabilité financière, que l'éventuelle société-mère de celle-ci a tout intérêt à s'investir dans son redressement. Cette mesure participe à associer d'autres établissements, appartenant pourtant à des cercles plus secondaires, et donc à solidariser encore plus d'acteurs économiques autour de la stabilité financière globale.

523. – Possible suspension temporaire de l'obligation de compensation centrale – Aux côtés des mesures de redressement et de résolution décrites ci-dessus, la proposition FRRC souhaite voir que le règlement EMIR soit complété aux fins d'introduire la possibilité d'une suspension temporaire de l'obligation de compensation dans le cadre de la résolution d'une chambre de compensation. Cette mesure exceptionnelle aurait vocation à s'appliquer « *en cas de nécessité pour préserver la stabilité financière et la confiance des marchés et en particulier pour éviter les effets de contagion et pour éviter que les contreparties et les investisseurs n'aient des expositions élevées et incertaines aux risques sur une CCP* »¹⁰⁹⁷. Si cette procédure nous semble d'une grande pertinence, nul doute que celle-ci constitue néanmoins l'aveu – si besoin est – de l'effet procyclique que peut avoir la compensation centrale sur le risque systémique.

524. – Accès aux banques centrales – La place s'est initialement interrogée sur l'opportunité de reconnaître aux contreparties centrales la possibilité d'avoir accès aux liquidités des banques centrales. L'objectif serait d'endiguer une éventuelle crise de liquidité au sein des

¹⁰⁹⁶ Paragraphe 4.2.1 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 14.

¹⁰⁹⁷ Paragraphe 4.2.10 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 20.

chambres de compensation. Certains auteurs soutiennent effectivement que « *grâce aux leçons tirées des troubles endurés ces dernières années par les marchés financiers, nous savons aujourd'hui qu'une crise de liquidité affectant une contrepartie financière majeure (...) peut créer des risques graves pour le système financier dans son ensemble. Naturellement, s'agissant des CCP, ce risque est particulièrement aigu, compte tenu de leur rôle en tant qu'acheteur et vendeur unique pour les marchés qu'elles desservent* »¹⁰⁹⁸.

La proposition FRRC privilégie très clairement les solutions privées concernant la résolution d'une contrepartie centrale¹⁰⁹⁹. Néanmoins, le législateur européen "milite" en faveur d'un accès à la liquidité des banques centrales. D'abord en ayant encouragé sa création au sein même du Règlement EMIR¹¹⁰⁰, puis encore récemment au sein de la proposition FRRC. Cette dernière précise notamment qu'« *un soutien temporaire de trésorerie apporté par la banque centrale pourrait, sans constituer pour autant un instrument de résolution, faciliter le processus de résolution* »¹¹⁰¹. Reste cependant que la proposition de règlement n'impose rien et précise que « *la décision finale rel[ève] du pouvoir discrétionnaire des banques centrales elles-mêmes* »¹¹⁰². Or – à ce jour – aucun engagement de la sorte n'a encore été pris par la Banque Centrale Européenne.

525. – Cela étant dit, la possibilité pour des contreparties centrales de recourir aux liquidités des banques centrales pourrait soulever des questions en termes d'aléa moral. Même si un tel recours n'était envisagé qu'à l'égard des contreparties centrales viables, il n'en demeure pas moins qu'une telle garantie d'accès à l'argent public pourrait favoriser l'émergence de

¹⁰⁹⁸ M. Bayle, « *Les CCP ont une importance systémique* », Interview, Revue Banque n° 781, février 2015, p. 27.

¹⁰⁹⁹ Il est ainsi clairement précisé que « *les mesures prises par l'autorité devraient reposer sur le fait que les propriétaires, les créanciers et les contreparties des CCP supportent les pertes selon le rang des créances en cas d'insolvabilité* ». Plus encore la proposition FRRC « *n'exclut pas la possibilité pour les autorités de résolution d'exercer d'autres options (...) de manière à éviter un sauvetage avec de l'argent public et tout aléa moral, etc., nonobstant la garantie qu'aucun créancier ne connaisse une situation pire qu'en cas de procédure d'insolvabilité. À ce titre, elles peuvent faire appel à d'autres ressources privées, soit au sein de la CCP (par exemple en utilisant des fonds de défaillance de lignes de produits non affectées), soit provenant de parties extérieures (par exemple en faisant appel aux membres compensateurs pour qu'ils acceptent sur une base volontaire de nouvelles répartitions des positions)* ». Il est néanmoins précisé que si ces ressources privées se révélaient « *manifestement insuffisantes pour préserver la stabilité financière, la participation des pouvoirs publics sous la forme d'une aide en fonds propres ou d'un placement temporaire en propriété publique pourrait être envisagée en dernier ressort* » – Paragraphes 4.2.1 et 4.2.7 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 14 et 18.

¹¹⁰⁰ Règlement EMIR n°648/2012, cons. n° 71, p. 11 : « *Il est essentiel que les contreparties centrales aient accès à des liquidités adéquates. Ces liquidités peuvent provenir d'un accès aux liquidités d'une banques centrales ou d'une banque commerciale solvable et fiable, ou aux deux.* ».

¹¹⁰¹ La proposition "FRRC" poursuit en précisant qu'« *un tel soutien s'inscrirait dans le cadre des scénarios exposés dans les plans de résolution en vertu desquels il pourrait être envisagé que des CCP soumises à une procédure de résolution accèdent à des liquidités apportées par une banque centrale* » (Paragraphe 4.2.7 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 18.

¹¹⁰² Paragraphe 4.2.7 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2016/0365 (COD), *op. cit.*, p. 18.

comportements irresponsables. Plus encore, une telle reconnaissance participerait à désavouer l'idée à l'origine des diverses réglementations prises au lendemain de la crise financière mondiale de 2008 selon laquelle l'argent public ne doit être mobilisé pour sauver les acteurs financiers privés. Afin d'éviter l'émergence d'un tel aléa moral, la proposition FRRC souhaite que l'accès aux banques centrales ne soit envisageable qu'à la seule condition que l'ensemble de la liquidité du secteur privé ait d'abord été sollicité. Cet accès devrait ainsi être conditionné à l'insuffisance des diverses procédures de renflouement privé intervenues en amont, de sorte que les contreparties centrales n'intègrent pas *ab initio* les financements de banque centrale dans la planification de leurs accès à la liquidité.

Si le futur texte européen envisage de reconnaître un accès à la liquidité des banques centrales en faveur des chambres de compensation, cet accès ne devra alors pas être redondant avec celui susceptible d'être reconnu en faveur des adhérents compensateurs qui auraient le statut d'établissement de crédit. À défaut, on pourrait imaginer l'hypothèse – volontairement catastrophique – de l'avènement de circonstances exceptionnelles conduisant à mettre en difficulté financière une chambre de compensation (éligible à l'accès à la liquidité des banques centrales) ainsi que certains de ses adhérents compensateurs (éligibles eux aussi à la liquidité centrale de par leur qualité d'établissement de crédit). Ce *scenario* laisse entrevoir les trop nombreux assauts qui pourraient être portés à la viabilité de la banque centrale si trop d'acteurs avaient – simultanément – recours à ses liquidités.

526. – Identification des chambres systémiques – Parmi les mesures absentes de la proposition FRRC, se trouve celle de rendre obligatoire pour les autorités l'identification des chambres systémiques – au niveau international et européen – et d'y consacrer un traitement réglementaire plus stricte. De telles entités mériteraient en effet d'être analysées – et réglementées spécifiquement – comme de véritables "*gestionnaires de risques systémiques*"¹¹⁰³.

À titre d'illustration, on peut relever que l'identification de ces structures d'ampleur systémique est d'ores-et-déjà pratiquée aux Etats-Unis. En effet, le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) a voté unanimement en 2012¹¹⁰⁴ la désignation de huit « *financial market utilities* » américaines – dont six agences de compensation – comme étant

¹¹⁰³ Formule utilisée par : P. Tucker, « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, 2/, p. 208.

¹¹⁰⁴ U.S. Department of the Treasury, "Financial Stability Oversight Council makes first designations in effort to protect against future financial crisis", Press Releases, 18/07/2012 - <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1645.aspx>.

d'importance systémique au sens du Titre VIII du *Dodd-Frank Act*. À ce titre, ces chambres de compensation qualifiées de systémiques ont été placées sous la supervision des autorités américaines (SEC ou CFTC selon cas) afin que celles-ci fassent l'objet d'une attention toute spécifique.

À la lecture des projets de réforme du règlement EMIR, on peut constater qu'une procédure d'identification des contreparties centrales d'ampleur systémique y est bien prévue. Cependant, cette identification ne vise que les chambres de compensation de pays tiers. Les propositions actuelles visent ainsi à ce que l'AEMF soit compétente pour établir une classification entre les contreparties centrales de pays tiers qui présentent une importance systémique (dites de "catégorie 2") et celles qui au contraire n'en présentent pas (dites de "catégorie 1")¹¹⁰⁵. Cette distinction vise *in fine* à ce que « *le degré et l'intensité de la surveillance de l'Union européenne [soient] proportionnés et [dépendent] des risques posés par les contreparties centrales de pays tiers* »¹¹⁰⁶. Or, il nous semble regrettable que l'identification des chambres de compensation d'ampleur systémique ne soit pas également étendue aux structures européennes. En effet, les contreparties centrales d'ampleur systémique établies dans l'Union européenne mériteraient elles-aussi de se voir imposer une surveillance accrue par les autorités compétentes.

527. – Aux fins de permettre cette identification, divers critères doivent être utilisés – tels que la diversité des expositions, le degré d'interconnexion, le niveau d'exigence concernant l'échange de marges ou encore le pourcentage de part de marché détenu par secteur d'activités – et non pas uniquement celui de la taille du bilan qui serait un critère trop "réducteur"¹¹⁰⁷. C'est heureusement la conception qui semble avoir été retenue par les projets de réforme du règlement EMIR. En effet, des critères "objectifs" ont été proposés aux fins de permettre à l'AEMF de déterminer si une contrepartie centrale de pays tiers présente ou non

¹¹⁰⁵ Paragraphe 5.2.3 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers (aussi connue sous le nom de "Proposition 2.2"), Commission Européenne, 13 Juin 2017, n° 2017/0136 (COD), p. 28 – [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331(01)).

¹¹⁰⁶ Paragraphe 3.3 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement n° 2017/0136 (COD), *op. cit.*, p. 17.

¹¹⁰⁷ En ce sens : « *On met souvent en avant la taille de leur bilan (...). Mais la taille du bilan est un critère réducteur. Il faut également tenir compte du "hors bilan". Surtout, il importe de corriger le critère de la taille en prenant en considération la diversification des risques auxquels les institutions financières sont exposées, leur degré d'interconnexion avec d'autres institutions financières, et la capacité de substitution d'un service financier par un autre établissement* » (Y. Paclot, « *La réglementation du risque systémique dans l'Union européenne* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 737).

une importance systémique. Il est ainsi prévu de tenir compte des éléments suivants : « i) la nature, la taille et la complexité des activités de la contrepartie centrale du pays tiers ; ii) l'effet que la défaillance ou le dysfonctionnement de la contrepartie centrale du pays tiers aurait sur les marchés critiques, les institutions financières ou le système financier en général et sur la stabilité financière de l'UE ; iii) la structure d'ensemble des membres compensateurs de la contrepartie centrale du pays tiers ; iv) la relation, les interdépendances ou autres interactions de la contrepartie centrale du pays tiers avec d'autres infrastructures de marchés financiers »¹¹⁰⁸.

528. – Statut juridique *ad hoc* – Enfin, il nous semble regrettable que la proposition FRRC n'ait pas risqué à repenser le statut juridique des contreparties centrales. En effet, certains auteurs ont pu s'étonner du fait que les chambres de compensation soient des sociétés de droit privé alors qu'« *elles ne sont pas là pour être des sociétés commerciales, mais pour sécuriser les échanges de notre monde financier* »¹¹⁰⁹. Il est vrai que les enjeux systémiques inhérents aux contreparties centrales semblent difficilement conciliables avec le modèle économique inhérent aux sociétés commerciales. Une réflexion mériterait à ce titre d'être menée, au niveau tant européen qu'international, afin d'étudier la pertinence – et la possibilité – de créer un statut juridique *ad hoc* adapté aux spécificités des chambres de compensation. À tout le moins, des lignes directrices européennes mériteraient d'être élaborées afin de définir une certaine idée de gouvernance applicable aux contreparties centrales¹¹¹⁰.

529. – En définitive, il reste selon nous des pistes de réflexion à mener pour tenter d'offrir un cadre réglementaire suffisamment pertinent et efficace vis-à-vis du risque systémique attaché aux contreparties centrales. Cette réponse réglementaire est d'autant plus nécessaire qu'elle

¹¹⁰⁸ Paragraphe 5.2.3 de l'exposé des motifs de la Proposition de Règlement 2017/0136 (COD), *op. cit.*, p. 28.

¹¹⁰⁹ A. Pochet, « *Il y a trop de chambres de compensation* », Dossier Chambres de compensation – Quel Business model ?, Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 12. Dans le même sens, voir aussi : « "(...) *Elles ne sont pas là pour être des sociétés commerciales, mais pour sécuriser les échanges de notre monde financier*" (...) *Et pourtant, ces établissements sont bien des sociétés de droit privé* » (S. Gauvent, « Dossier Chambres de compensation – Quel Business model ? », Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 3).

¹¹¹⁰ A titre d'illustration on peut noter les propositions faites à ce titre par un auteur : « *la notion de gestion saine des risques doit être ancrée dans la culture des CCP, à la fois pour elles-mêmes et pour le système. À cette fin, les incitations et les politiques en matière de rémunération des instances dirigeantes de chambres de compensation ne doivent pas privilégier la recherche de parts de marché ou du profit au détriment d'une gestion efficace des risques. (...) les responsables de la gestion des risques au sein de cette CCP doivent être suffisamment isolés des impératifs commerciaux qui peuvent trop facilement, de nos jours, dominer les stratégies de maximisation des profits adoptées par les conseils d'administration des groupes cotés en bourse. (...) La présence d'administrateurs indépendants aux conseils d'administration et aux comités des risques est également importante.* » (P. Tucker., « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, p. 208).

s'inscrit *in fine* dans la continuité de la réglementation EMIR ayant pensé le recours aux chambres de compensation comme un outil de limitation du risque de contrepartie et *a fortiori* de lutte contre le risque systémique.

Conclusion

de la seconde partie

530. – Bien qu’il existe tout un arsenal d’outils pour limiter le risque de contrepartie, différents risques peuvent donc subsister en matière de dérivés de gré à gré.

531. – Si l’ensemble des risques subsistants sont attachés à la contrepartie, ils concernent des hypothèses bien distinctes et ne sont donc pas cumulatifs. Ainsi, les risques qui sont associés à la situation de la contrepartie (le cas où certaines contreparties spécifiques sont soumises à un régime de résolution, et celui où une contrepartie a conclu un contrat financier au titre d’une opération globale) doivent être distingués des risques qui subsistent sur la contrepartie (avec les cas de la cession de contrats et de l’obligation de compensation centrale).

532. – Cette "cartographie" des risques qui subsistent en matière de dérivés de gré à gré nous a permis de caractériser aussi leurs manifestations. On observe que les hypothèses de subsistance de risques diffèrent par leurs effets.

Certains risques sont d’ordre juridique et viennent perturber l’efficacité de certains outils de gestion. C’est notamment le cas du régime de résolution à l’égard des appels de marges et du *close-out netting*. L’application de la caducité pourrait aussi emporter la nullité du contrat financier conclu au titre d’une opération globale et du paiement de son solde unique de résiliation, même si cela nous paraît improbable.

D’autres risques sont parfois générés par des outils de gestion eux-mêmes. Tel est notamment le cas de la cession de contrats et de l’obligation de compensation centrale. Le recours à ces outils emporte des effets ambivalents sur le risque de contrepartie. On a ainsi observé que la cession de contrats participait à la réalisation du risque de contrepartie et que l’obligation de compensation centrale participait à favoriser l’émergence du risque systémique.

533. – Enfin, l’étude de ces hypothèses a révélé les risques subsistant en matière de dérivés de gré à gré sont principalement subis involontairement par les contreparties (notamment concernant le risque juridique attaché à la caducité et le risque systémique généré par les contreparties centrales). On a également constaté que certains risques étaient volontairement imposés par la réglementation en raison d’intérêts *in fine* supérieurs (notamment concernant les atteintes portées à l’encontre de certains outils de gestion par le régime de résolution). Plus

étonnamment, on a pu s'apercevoir que certains risques pouvaient servir en réalité une stratégie de gestion des risques (notamment concernant le cas de la cession de contrats qui permet à une contrepartie de gérer activement son endettement).

CONCLUSION GÉNÉRALE

534. – Qu’ils soient impératifs ou libres d’utilisation, contractuels ou légaux, l’ensemble des outils de gestion des risques susceptibles d’être déployés entre les parties à une opération sur dérivés de gré à gré participent cumulativement à une réelle limitation du risque de contrepartie. Cette atténuation du risque prend des formes diverses et, surtout, est plus ou moins importante selon le mécanisme retenu. Les mécanismes de compensation centrale, de résiliation-compensation et d’échange d’actifs à titre de garantie financière constituent indéniablement les instruments de gestion des risques les plus performants. Il n’empêche qu’aucun de ces outils ne permet – seul ou conjointement – d’annihiler totalement le risque de contrepartie. Plus encore, il arrive même que l’avènement de certaines hypothèses vienne perturber l’efficacité de ces outils de gestion et anéantissent d’autant leurs effets bénéfiques sur le risque de contrepartie.

Pour cette raison, la gestion du risque de contrepartie comporte *in fine* trois aspects : celui de l’identification des risques attachés à chaque opération en présence, celui de l’élaboration des outils de gestion en vue de l’atténuation des risques identifiés et enfin, celui de la prévention – tant que faire se peut – des risques d’inefficacité de ces outils de gestion.

On en conclut donc que la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré est non seulement imparfaite mais est également éminemment fragile.

535. – Le "paysage" juridique de la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré résulte aujourd’hui – principalement – du cadre réglementaire conçu au lendemain de la crise financière de 2008. Or, la qualité de cette réglementation interroge. On a notamment montré qu’un risque systémique pouvait naître de l’obligation de la compensation centrale consacrée par EMIR, ainsi que les faiblesses du cadre juridique (en vigueur et en projet) pourtant censé apporter des réponses à cette problématique. L’appréhension des dérivés de gré à gré par la réglementation EMIR a – il est vrai – été particulièrement influencée par un type spécifique de produit, à savoir les *credit default swaps*¹¹¹¹, alors qu’elle

¹¹¹¹ On trouve un certain nombre d’indices de cette influence des CDS dans les textes ayant accompagné l’élaboration du règlement EMIR. À titre d’illustration : « *En résumé, la crise a montré que les produits dérivés en général, et les CDS en particulier, avaient créé un réseau de dépendances mutuelles difficile à comprendre, à démêler, et à maîtriser immédiatement après une défaillance* » (Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, *op. cit.*, §2.3 et §2.4). Également : « *La crise financière a placé les dérivés de gré à gré*

aurait mérité d'être moins restrictive et plus représentative de la diversité des produits susceptibles d'être négociés.

D'une manière plus générale, les progrès apportés par la réglementation EMIR, eu égard à la gestion des risques de contrepartie et systémique en matière de dérivés de gré à gré, restent *in fine* très limités tant cette réglementation porte le défaut de ne faire « *que tirer les conséquences du passé alors que la prochaine crise sera certainement différente* »¹¹¹².

536. – Les enjeux attachés à la qualité de la réglementation des dérivés de gré à gré et à celle des outils de gestion des risques trouvent un écho tout particulier avec la récente sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ("Brexit"). Le Brexit offre une illustration – contemporaine et européenne – des effets juridiques attachés au risque politique et au risque pays. Outre l'infinité des problématiques juridiques découlant de cet évènement, on relève que de nombreuses interrogations concernent spécialement le sujet des produits dérivés. La question de l'équivalence du régime juridique anglais au titre des différents règlements et directives européens¹¹¹³ va notamment se poser, tout particulièrement concernant les textes propres aux dérivés. Selon la solution retenue (*hard Brexit* ou accord avec l'UE), l'efficacité juridique de certains outils de gestion des risques déployés au sein des opérations sur dérivés de gré à gré devra être évaluée et pourrait être mise en cause, lorsqu'ils présentent des éléments d'extranéité susceptibles de justifier l'application du droit anglais ou la compétence d'une juridiction anglaise.

Face à ce risque juridique, l'ISDA a rapidement publié la mise à jour de ses guides relatifs aux clauses de contentieux et au choix du droit applicable¹¹¹⁴. Preuve s'il en faut que les outils de gestion que nous avons présentés en matière de risque pays trouvent également leur intérêt aux yeux des associations de place. En dépit des efforts fournis par ces associations professionnelles pour permettre à leurs adhérents d'envisager l'après-Brexit de la façon la

au cœur du débat réglementaire (...). Au sein de ce marché, les régulateurs se sont tout particulièrement intéressés au rôle que les contrats d'échange sur risque de crédit (credit default swaps ou CDS) avaient joué durant la crise » (Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Commission européenne, COM (2010) 484 final, 15 septembre 2010, §1).

¹¹¹² Y. Paclot, *op. cit.*, p. 752. Toujours selon cet auteur : « *Une bonne réglementation du risque systémique ne devrait donc pas se borner à tirer les conséquences du passé, mais tenter de prendre en compte les risques nouvellement apparus pour prévenir un nouvel effondrement systémique. Ces risques sont connus. Ils tiennent à la volatilité croissante des marchés, à la réduction des marges de manœuvre des banques du fait des exigences réglementaires, à l'explosion des dettes souveraines, au retour de bulles spéculatives sur les marchés d'actions et d'obligations, favorisé dans la zone euro par le déversement de liquidités émises par la BCE* ».

¹¹¹³ Sur cette question, voir : B. Sousi, « *Être ou ne pas être un établissement relevant d'un pays tiers à l'Union européenne* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 779.

¹¹¹⁴ 2018 ISDA Choice of Court and Governing Law Guide, ISDA, 27 february 2018 – <https://www.isda.org/book/2018-isda-choice-of-court-and-governing-law-guide/>

plus sécurisante qui soit (à l’instar de l’élaboration par l’ISDA de nouvelles conventions-cadres sous droit français et irlandais¹¹¹⁵), un certain nombre d’acteurs économiques envisagent le transfert massif des contrats financiers de droit anglais. Par souci d’optimisation, ce potentiel transfert soulève d’ailleurs un certain nombre d’interrogations quant à sa forme juridique (novation, cession, autre). D’autres évaluent l’opportunité de considérer le Brexit au titre des évènements contractuellement définis comme donnant droit à la résiliation anticipée d’un contrat financier.

537. – Le Brexit implique également pour l’industrie financière de relever un certain nombre de défis opérationnels et juridiques, au premier rang duquel on trouve celui du rapatriement de l’activité des chambres de compensation anglaises. Ce sujet est à ce jour source d’un certain nombre d’incertitudes. D’abord, certaines activités compensées par les contreparties centrales anglaises ne le sont pas par les chambres européennes. Ensuite, aucune des structures européennes n’est à ce jour suffisante pour pouvoir accueillir l’ampleur des positions détenues par les chambres de compensation anglaises. Enfin, le rapatriement de ces positions supposerait non pas un transfert mais une résiliation des contrats financiers qui risquerait de trop perturber le marché.

538. – En définitive, le Brexit met en lumière les nombreux risques à venir auxquels vont devoir faire face les acteurs du marché des produits dérivés de gré à gré. Il constitue également un rappel – s’il en fallait encore – du dogme selon lequel aucun cadre réglementaire ne saurait annihiler l’apparition de nouveaux risques en matière de marchés financiers. Si Saccard était imaginé aujourd’hui, peut-être défendrait-il – là encore – l’idée d’un mal nécessaire.

¹¹¹⁵ ISDA Publishes French and Irish Law Master Agreements, ISDA Press Releases, 3 July 2018 – <https://www.isda.org/2018/07/03/isda-publishes-french-and-irish-law-master-agreements/>

– BIBLIOGRAPHIE –

OUVRAGES GENERAUX :

ANTONMATTEI (P-H.) et RAYNARD (J.), « *Droit civil. Contrats spéciaux* », Litec, 5e éd. 2007.

AUBRY (C.) et RAU (C.), « *Droit civil français* », t. VI par A. Ponsard et N. Dejean de la Batie, 7e éd. 1973.

AYNES (L.), CROCQ (P.), « *Les sûretés. La publicité foncière* », LGDJ, 2016, 10e ed., n° 410.

BENABENT (A.) :

- « *Les contrats spéciaux civils et commerciaux* », Domat-Montchrestien, 7e éd. 2006.
- « *Droit des obligations* », LGDJ, 15^e éd., 2016.

BONNEAU (T.), DRUMMOND (F.), « *Droit des marchés financiers* », 2ème Edition, Economica, 2005.

BOULAT (P-A.), CHABERT (P-Y.), « *Les Swaps – Technique contractuelle et régime juridique* », éd. Masson, 1992.

CARBONNIER (J.), « *Droit civil – Les obligations* », t. 4, éd. Thémis, PUF, 1992.

CHAABAN (R.), « *La caducité des actes juridiques – Etude de droit civil* », LGDJ 2006, Biblio. Droit privé, tome 445, préf. Y. Lequette.

COLLART-DUTILLEUL (F.) et DELEBECQUE (P.), « *Contrats civils et commerciaux* », Dalloz, coll. Précis, 7e éd. 2007.

DESHAYES (O.), GENICON (T.) et LAITHIER (Y-M.), « *Réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations* », Litec LexisNexis, 20 Octobre 2016.

DE VAUPLANE (H.), BORNET (J-P.), « *Droit des Marchés Financiers* », Litec, 3ème édition, 2001.

DUMONT (M-P.), « *L'opération de commission* », t. 45, préf. J-M Mousseron, Bibl. dr. entr., Litec 2000.

FABRE-MAGNAN (M.), « *Droit des obligations* », PUF, 4^e éd., 2016.

FAGES (B.), « *Droit des obligations* », 6^e éd., LGDJ, 2016.

GAUVIN (A.), « *Droit des dérivés de crédit* », Revue Banque édition, Septembre 2003.

HUET (J.), « *Les principaux contrats spéciaux* », LGDJ, 2e éd. 2001.

LAMBERT-FAIVRE (Y.), LEVENEUR (L.), « *Droit des assurances* », Dalloz, 12e éd., coll. Précis, 2005.

LARROUMET (C.), BROS (S.), « *Les obligations, le contrat* » ; Economica, 8^e éd., 2016.

MALAURIE (P.), AYNES (L.) et GAUTIER (P.-Y.), « *Les contrats spéciaux* », Defrénois, 3^e éd. 2007.

MALAURIE (P.), AYNES (L.) et STOFFEL-MUNCK (P.), « *Les obligations* », Defrénois-Lextenso, 8^e éd., 2016.

SERAGLINI (C.), ORTSCHIEDT (J.), « *Droit de l'arbitrage interne et international* », Montchestien, Domat droit privé, lextenso éditions, éd. 2013.

SEUBE (J-B.), « *L'indivisibilité et les actes juridiques* », Litec, 2001, préf. M. Cabrillac.

VERNIMMEN (P.), QUIRY (P.), LE FUR (Y.), « *Finance d'entreprise* », éd. Dalloz, 2012.

WOOD (P. R.), « *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, Law and Practice of International Finance* », Sweet & Maxwell, Second Edition, 2007.

THESES ET MONOGRAPHIES :

BALAT (N.), « *Essai sur le droit commun* », Thèse, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 571, 2016.

BROS (S.), « *L'interdépendance contractuelle* », Thèse, Université Paris II Panthéon-Assas, 2001.

BRULE (A.), « *L'interposition des tiers dans le contrat* », Thèse, Université Paris II Panthéon-Assas, Juillet 2017.

CHABERT (P-Y.), « *Les swaps* », Thèse, Clermont-Ferrand I, 1989.

GAUDEMET (A.), « *Contribution à l'étude juridique des dérivés* », Thèse, Université Paris II Panthéon-Assas, mai 2008.

GOLDIE-GENICON (C.), « *Contribution à l'étude des rapports entre le droit commun et le droit spécial des contrats* », Thèse, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 509, 2009.

GOUTAY (P.), « *Le transfert de propriété des titres côtés* », Thèse, Université Paris XI, 1997.

MEDJAOUI (K.), « *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, étude juridique* », préf. Ch. Gavalda, LGDJ, Bibliothèque de droit privé, t. 262, 1996.

MERVEILLE (A-D.), « *La spéculation en droit privé* », Thèse, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2001.

MULLER (A-C), « *Droit des marchés financiers et droit des contrats* », Thèse, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t.16, 2007, préf. H. Synvet.

NADER (J.), « *Les garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier* », Thèse, Université de Strasbourg, soutenue le 29 septembre 2012.

PAILLER (P.), « *La notion d'instrument financier à terme* », Thèse, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Novembre 2008.

PELLE (S.), « *La notion d'interdépendance contractuelle, contribution à l'étude des ensembles de contrats* », Dalloz, Nouvelle bibliothèque des thèses, 2007, préf. J. Foyer et M.-L. Demeester.

PELLETIER (C.), « *La caducité des actes juridiques en droit privé français* », Thèse, Université Paris XII, préf. Ph. Jestaz, L'Harmattan, 2004.

PRAICHEUX (S.), « *Les sûretés sur les marchés financiers* », préf. A. Ghazi, Revue Banque Edition, coll. Droit – Fiscalité, 2004.

RIASETTO (I.), « *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF* », Thèse, Université Strasbourg III, 1999.

ROBINE (D.), « *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives* », Bibliothèque de droit privé, t. 400, LGDJ, 2003.

ROUSSILLE (M.), « *La compensation multilatérale* », Dalloz, Nouvelle bibliothèque des thèses, préf. J. Béguin, Avant-propos de J-J Daigre, 2006.

FASICULES :

(répertoire, jurisclasseur, encyclopédie, etc.)

ALEXANDRE (D.), HUET (A.), « *Compétence européenne, reconnaissance et exécution : matières civile et commerciale* », Répertoire de droit européen, Dalloz, janvier 2015 (actualisation : janvier 2016).

AMLON (G.), « *Fasc. 200 : Procédures collectives – Créanciers antérieures titulaires de sûretés personnelles ou d'une sûreté réelle pour autrui (cautionnement, garanties autonomes, lettres d'intention...)* », JurisClasseur Notarial Formulaire, 15 Avril 2011 (Actualisation : 15 Mars 2017).

ANDREU (L.), MARTIN (D.R.) :

- « *Fasc. 10 : Régime Général des obligations – Compensation – Conditions de la compensation* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1347 à 1348-2, 2 mars 2017.
- « *Fasc. 30 : Régime Général des obligations – Compensation – Règles particulières* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1347 à 1348-2, 2 mars 2017.

AUCKENTHALER (F.), « *Fasc. 2050 : Instruments financiers à terme ou contrats financiers* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, 3 avril 2017.

BECQUE-ICKOWICZ (S.), « *Contrats et obligations. Effets des conventions à l'égard des tiers. Distinction entre les effets entre les parties et à l'égard des tiers* », JurisClasseur Civil Code Art. 1165, 3 février 2014.

BESNARD-GOUDET (R.), « *Fasc. 9-20 : Objet social – Influence sur les pouvoirs des dirigeants* », JurisClasseur Sociétés Traité, 26 Janvier 2015 (Actualisation : 15 Septembre 2015).

BLACHE (D.), « *Fasc. 1015 : Droit Bancaire et Financier Européen – Règles prudentielles européennes applicables aux établissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électronique* », JurisClasseur Europe Traité, 1^{er} mars 2018.

GAUDEMET-TALLON (H.), « *Compétence internationale : matière civile et commerciale* », Répertoire de droit international, avril 2014 (actualisation : juin 2015).

GRANIER (T.), « *Compétence et arbitrage* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, Sept. 1999 (actualisation : oct. 2016).

JEULAND (E.), « *Cession de contrat* », Répertoire de droit civil, Dalloz, juin 2010 (actualisation avril 2017).

LEGEAIS (D.), « *Responsabilité du banquier fournisseur de crédit* », JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse, 2 novembre 2015, mise à jour du 27 mars 2016.

MEKKI (M.), « *Mandat. Définition et caractère distinctifs* », JurisClasseur Civil Code Art. 1984 à 1990, 9 janvier 2009.

PRAICHEUX (S.) :

- « *Instruments financiers à terme* », Répertoire de droit des sociétés, mai 2009 (actualisation : janvier 2015).
- « *Sûretés financières* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, octobre 2010 (actualisation : janvier 2018).

SANA-CHAILLE DE NERE (S.) :

- « *Contrats et obligations – Nullité ou rescision des conventions – Généralités : inexistence et rescision* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1304 à 1314, 4 sept. 2012, mis à jour le 1er mars 2016.
- « *Contrats et obligations – Nullité ou rescision des conventions – Généralités : nullité* », JurisClasseur Civil Code, Art. 1304 à 1314, 4 sept. 2012, mis à jour le 9 juin 2016.

SEUBE (J-B.), « *Fasc. unique : Contrat. – Caducité du contrat* », JurisClasseur Civil Code – Art. 1186 et 1187, 20 février 2017.

SIMLER (P.), « *Fasc. 10 : Cautionnement – Définition, critère distinctif et caractères* », JurisClasseur Notarial Répertoire, 18 février 2013 (Actualisation 6 Février 2018).

STORCK (M.), « *Contrats et obligations – Représentation dans les actes juridiques* », Facs. unique, JurisClasseur Code Civil Art. 1119, 2 juin 2015.

TCHEN (V.), « *Ediction de l'acte administratif – Auteurs. Forme. Procédure.* », JurisClasseur Administratif, 10 juillet 2016, mise à jour le 6 octobre 2016.

YOUEGO (C.), « *Délégation de pouvoirs* », JurisClasseur Sociétés, 2 septembre 2003, mis à jour le 13 décembre 2016, Fasc. C-428.

ARTICLES DE DOCTRINE :

ACHARD (A.), BURFORD (C.), MC CORRY (H.), DESPARS (F.), « *Les conventions-cadres des marchés de gré à gré : vers une unification ?* », Option Finance n°640, 30 avril 2001, p. 29.

AGBAYISSAH (S.), « *Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré* », Mélanges AEDBF-France II, Revue Banque éditeur, 1999, p. 15.

ARSAC (A.), ROUSSILLE (M.), « *La cession de contrat au service du transfert des participations des financements syndiqués* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2017, dossier 26.

AUBERT DE VINCELLES (C.), « *Réflexions sur les ensembles contractuels : un droit en devenir* », RDC 2007, 983.

AUCKENTHALER (F.), « *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 43, 27 Octobre 2005, 1519.

BAILBY (G.), « *Le développement du collatéral* », Revue Banque n°569, avril 1996, p. 23.

BAYLE (M.), « *Les CCP ont une importance systémique* », Interview, Revue Banque n° 781, février 2015, p. 27.

BAUMGARTNER (F.), « *Les opinions juridiques* », La Semaine Juridique Edition Générale n°12, 23 mars 2005, doct. 124, Note 1.

BEDARIDE (B.), PLA BUSIRIS (S.), « *Conséquences de l'absence de délégations de pouvoirs dans les sociétés commerciales et nécessité de les établir par acte notarié* », Bulletin Joly Sociétés n°04, 01 avril 2013, p. 283.

BENSOUSSAN (T.), LE HIR (C.), « *Contrat de regroupement de convention cadre Opvcm* », Banque & Droit n° 86, novembre-décembre 2002, I. B), p. 4.

BIAIS (B.), « *La compensation centralisée crée-t-elle plus de risques qu'elle n'en assure ?* », Revue Banque n° 781, février 2015, p. 40.

BIGOT (J.), « *Assurance ou épargne ? Conséquences de la qualification du contrat* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n° 47, 22 Novembre 1996, p. 1632.

BLANC (N.), « *Contrats nommés et innomés, un article disparu ?* », Revue des contrats n°3, 1er septembre 2015, p. 810 et s.

BONICHOT (C.) et FROMENT (E.), « *Les transferts de compétence de l'auteur de l'acte : les délégations* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n° 19, 11 mai 2001, p. 854.

BONNEAU (T.) :

- « *La réforme européenne des dérivés – Propos introductifs* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, janvier 2013, dossier 1.
- « *Instruments non compensés par une contrepartie centrale* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Juillet 2015, comm. 140.
- « *Décision d'équivalence – Contrats de dérivés de gré à gré* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2018, comm. 23.

BOUCARON-NARDETTO (M.), « *L'immixtion du juge étatique dans l'arbitrage* », Gazette du Palais n° 362, 28 décembre 2012.

BOUCHETA (H.) :

- « *Compensation des Credit Default Swaps : quels enjeux ?* », Bulletin Joly Bourse n° 2, 1^{er} avril 2009, p. 158.

- « *Les impacts de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur les chambres de compensation* », Bulletin Joly Bourse n°11, 2 novembre 2013, p. 542.
- « *MIF II : les nouvelles exigences en matière de protection des investisseurs* », Bulletin Joly Bourse n°4, 01 avril 2015, p. 162.

BROS (S.), « *Les contrats interdépendants : actualité et perspectives* », Dalloz 2009, 960.

BUY (F.), « *Interdépendance contractuelle : la Cour de cassation persiste et signe... jusqu'à quand ?* », La Semaine Juridique Edition Générale n° 40, 2 octobre 2017, note 1021, p. 1755.

CAILLEMER DU FERRAGE (A.) :

- « *Le rêve familial du global netting à la française – La réforme de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier par la loi NRE* », Banque & Droit n° 79, septembre-octobre 2001, notes 1, 2, 3 et 4, p. 15.
- « *Close-out netting & faillites internationales* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2007, dossier 6.
- « *L'impact de la résolution sur le netting* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre 2013, dossier 38.
- « *Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2015, dossier 51.

CAILLEMER DU FERRAGE (A.), HU (Q.), SAUVET (K-A.), NICAND (M.), « *Petit "inventaire" de la nouvelle convention-cadre FBF 2013* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°4, Octobre 2013, étude 20.

CAUSSE (H.), « *Réguler les excès de la finance, à propos des risques de la finance* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 24, 14 juin 2012, 1391.

CHAGNY (M.), « *Risques, finance et droit* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2010, étude 29.

CHANDE (N.), LABELLE (N.) et TUER (E.), « *Les contreparties centrales et le risque systémique* », Rapports, Banque du Canada, Revue du système financier, Décembre 2010, p. 53.

CHAVANET G., « *Le recours aux produits financiers complexes par les collectivités locales* », Revue Banque & Droit n° 143 mai-juin 2012, (II), 2), 2.1.a., p. 14.

CHENEDE (F.), « *La cause est morte... vive la cause ?* », Contrats Concurrence Consommation n° 5, Mai 2016, dossier 4.

CIRON (N.), « *Les conditions de validité des clauses asymétriques et la portée de la clause attributive de juridiction (Cass. 1ère civ., 7 oct. 2015, n° 14-16898)* », Responsabilité civile et assurances n° 3, Mars 2016, étude 5.

COLLIN (F.), LE DAMANY (S.) et DOM (J-P.), « *Mise en place et suivi des délégations de pouvoirs au sein des sociétés et des groupes* », Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire n° 79, janvier-février 2005, p. 7.

CONSTANTIN (A.), « *Les outils contractuels de gestion des risques financiers* », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2010, étude 30.

CONT (R.), « *Credit default swaps et stabilité financière* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosysteme, juillet 2010, 7), p. 47.

DAIGRE (J-J.) :

- « *Les rapports entre une entreprise de marché et ses membres sont-ils de nature contractuelle ?* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n°23, Juin 2002, 889.
- « *La couverture des stock-options* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2002, alerte 100048.
- « *Le domaine matériel de la compensation des dettes et des créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers* », Aspects actuels de droit des affaires, mélanges en l'honneur d'Yves Guyon, Dalloz, 2003, p. 271.
- « *Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids, deux mesures ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 4, Juillet 2005, alerte 4.

- « *L'obligation prétorienne de mise en garde a-t-elle vocation à survivre ?* », Revue Trimestrielle de Droit Financier n°4, 2009, p. 108.
- « *Le renforcement des pouvoirs des autorités dans la loi de séparation et de régulation des activités bancaires* », Bulletin Joly Bourse n°12, 1^{er} décembre 2013.

DAIGRE (J.-J.), BREHIER (B.), « *Les obligations déontologiques et professionnelles des PSI post MIF 2* », Bulletin Joly Bourse n°04, 1^{er} Juillet 2018, p. 229.

DAIGRE (J.-J.), DE VAUPLANE (H.) :

- « *Règles de fonctionnement de Clearnet – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation* », Banque et Droit, mai-juin 2001.
- « *Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002* », Banque & Droit, mai-juin 2003, p. 38.

DAIGRE (J.-J.), ROUSSILLE (M.), « *L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières* », Revue Droit et patrimoine n° 140, Septembre 2005, p. 26.

DAVIDOVSKI (M.), RUNOVA (V.), « *Derivatives and insolvency in Russia : recent developments* », October 2007, European Bank for Reconstruction and Development, Law in transition online, p. 36 – <http://www.ebrd.com/documents/legal-reform/law-in-transition-online-2007-making-an-insolvency-system-work.pdf>.

DE BROUWER (F.), « *EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 1^{er} avril 2014, p. 237.

DEFFAINS (B.), DORIAT-DUBAN (M.), « *Le procès : risque économique* », Revue générale du droit des assurances n° 2010-03, 01/07/2010, p. 870.

DELPECH (X.), « *Prestataire de services d'investissement : responsabilité contractuelle* », Recueil Dalloz 2008 p. 689.

DESHAYES (O.), « *La formation du contrat* », Revue des contrats n° Hors-série, Id : RDC112z6, 1^{er} avril 2016, p. 21.

DESHAYES (O.), GENICON (T.), LAITHIER (Y-M.), « *Ratification de l'ordonnance portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations – Loi n°2018-287 du 20 avril 2018* », La Semaine Juridique Edition Générale n° 18, 30 avril 2018, doct. 529.

DE VAUPLANE (H.) :

- « *Brefs propose sur le concept de chambre de compensation en bourse* », Bulletin Joly Bourse n°4, 01 juillet 1994, p. 358.
- « *Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF* », Revue Banque n° 668, Avril 2005, p. 87.
- « *Cadre juridique des garanties financières* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2007, dossier 2.

D'HEROUVILLE (P.) et MATHIEU (P.), « *Les dérivés de crédit révolutionnent la gestion du risque de contrepartie* », Revue Banque n° 577, janvier 1997, p. 50.

DOUAOUI-CHAMSEDDINE (M.), « *Aperçu rapide de la gestion spécifique et administrative du risque des défaillances bancaires : justifications et cadre légal* », Gazette du Palais n° 354, 20 décembre 2014, p. 7.

DU DESCHAUX (G.), MACRE (E.), « *Principaux acteurs et enjeux stratégiques* », Dossier chambres de compensation, Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 5.

DUFFIE (D.) and ZHU (H.), « *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk ?* », Graduate School of Business, Stanford University, 2010.

DUFOUR (O.), « *L'Europe se dote d'un système de supervision financière... enfin !* », Petites Affiches n° 195, 30 septembre 2010, p. 4.

DUGUE (C.), « *La maîtrise des risques et l'arbitrage relatif aux opérations internationales de financement* », Special Supplement 2000 : Arbitrage, finance et assurance, International Chamber of Commerce, Dispute Resolution Library, December 2000, p. 15.

DUPICHOT (P.), « *L'Europe au secours des sûretés pour autrui consenties par les sociétés de capitaux* », Bulletin Joly Sociétés n° 12, 02 décembre 2015, p. 609.

DUROX (S.), « *Les différends relatifs aux opérations internationales de gré à gré : constat et réflexions* », Bulletin Joly Bourse n° 06, 01 novembre 2002, p. 546.

EKUE (H.), « *Révision d'EMIR : les deux objectifs de la réforme* », Bulletin Joly Bourse n° 03, 1^{er} mai 2018, p. 163.

EKUE (H.) et VINCENT (L.), « *Utilité et périmètre des avis juridiques relatifs à la compensation centrale des contrats dérivés OTC : les périmètres ISDA Client Clearing Opinions* », RDBF n° 1, Janvier 2015, étude 1.

FAGES (F.), ROSSI (J.), « *Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives* », Gazette du Palais n° 353, 19 déc. 2002, page 29.

FENOUILLET (D.), « *Le juge et les clauses abusives* », Revue des contrats n° 02, 1er juin 2016, p. 358.

FRISON-ROCHE (M-A.), « *Nullité ou maintien du contrat et régulation du risque bancaire* », Revue des contrats n° 4, 1^{er} octobre 2005, p. 1046.

GALLOIS-COCHET (D.), « *Engagement de la société et mandat apparent* », Revue Droit des sociétés n°11, Novembre 2009, comm. 202.

GARÇON (J-P.), « *Validité de l'hypothèque accordée pour la dette d'un associé : nécessité d'un intérêt social* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n°51-52, 19 Décembre 2014, 1387.

GAUDEMET (A.) :

- « *Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux Etats-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement* », Bulletin Joly Bourse n° 05, 1^{er} mai 2011, p. 339.

- « *Compétence pour conclure des opérations financières spéculatives* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°5, Septembre 2012, comm. 166 .
- « *Sanction du défaut de déclaration des dérivés à dénouement monétaire* », Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2012, comm. 172.
- « *Déclaration d'un prepaid forward + equity swap au titre de la réglementation des franchissements de seuils* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2012, comm. 200.
- « *Les obligations de négociation et de compensation* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2013, dossier 2.
- « *Suspension de la réalisation des accords de close-out netting conclu par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement en situation de défaillance* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2013, comm. 27.
- « *close-out netting – Proposition de directive Résolution : une occasion d'en finir avec les articles 25 et 26 de la directive du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2013, comm. 108.
- « *Les limites de position sur les marchés dérivés de matières premières agricoles en quête de légitimité* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2013, comm. 109.
- « *Marchés de contrats dérivés sur taux d'intérêt : la Commission européenne impose des amendes pour entente illicite* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2014, comm. 28.
- « *Paralyse des clauses de walk-away en cas de désignation d'un administrateur provisoire par l'ACP à la tête d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement* », Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2013, comm. 70.
- « *EMIR 1/5 : le domaine d'application* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, janvier 2015, comm. 21.
- « *EMIR 2/5 : les techniques d'atténuation des risques* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°1, Janvier 2015, comm. 22.
- « *Imprévision : les contrats financiers aléatoires entrent-ils dans le domaine d'application de l'article 1195 du Code civil ?* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 533.

GAUDEMET (A.), BOUCHETA (H.), « *Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux Etats-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure* », Bulletin Joly Bourse n°06,184, 1^{er} Juin 2011, p.384.

GAUVENT (S.), « *Dossier Chambres de compensation – Quel Business model ?* », Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 3.

GAUVIN (A.), ELIET (G.), « *Transposition en droit français de la directive "collatéral"* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 2, Mars 2005, 74.

GELPI (B.), « *Le droit de réutilisation* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2007, dossier 3.

GIJSBERS (C.), « *Pourquoi s'engage-t-on à payer la dette d'autrui ? (quand la cause se réinvente dans le contentieux du cautionnement)* », Revue des procédures collectives n°1, Janvier 2018, comm. 22.

GISSINGER (P.), « *Garanties financières et opérations de marché* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2007, dossier 4.

GODON (L.), « *L'appréhension du risque financier par le droit : le contexte* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2010, étude 28.

GOUTAY (P.), « *Les chambres de compensation : de l'ombre à la lumière* », Bulletin Joly Bourse n° 12, 1er décembre 2012, p. 545, IV.

GRASSET (S.), DIMI (C.), « *Une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA* », Bulletin Joly Bourse n° 4, 01 juillet 2009, p. 326.

GUYON (Y.), « *Inefficacité d'une ratification implicite par le conseil d'administration du cautionnement donné par le président au nom de la société* », Revue des sociétés 1992, p. 57.

KANNAN (A.), « *ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting : vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015, étude 5.

KOVAR (J-P.), « *Le nouveau régime de résolution des crises bancaires* », Petites Affiches n° 194, 27 septembre 2013, p. 39.

LAGARDE (X.), « *Economie, indivisibilité et interdépendance des contrats* », JCP 2013, 1255.

LAITHIER (Y-M.), « *"L'avenir du passé" : la cause de l'engagement de la caution* », Revue des contrats n°3, 15 Septembre 2017, p. 421.

LARCENA (E.), ELINEAU (A.), « *Pratique des délégations de pouvoirs : règles et évolutions récentes de cet outil de répartition des pouvoirs et responsabilités* », Droit des sociétés n°2, février 2012, étude 4.

LASSERRE CAPDEVILLE (J.) :

- « *Les emprunts "toxiques" ne sont pas des contrats spéculatifs ni des instruments financiers* », Bulletin Joly Bourse n°12, 21 décembre 2016, p. 553.
- « *La caducité du contrat de crédit-bail* », Petites affiches n° 103, 23 mai 2018, p. 13.

LEBOUCHER (S.), « *Le paysage des CCP à l'épreuve des réglementations* », Revue Banque n° 744, Janvier 2012, p. 28.

LE CANNU (P.), « *Les précisions apportées par le droit des procédures collectives au régime de la délégation de pouvoirs dans une société* », Bull. Joly 1997, p. 628.

LEHMANN (M.), « *La résolution et le droit international privé* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 4, Juillet 2014, dossier 31.

LE NABASQUE (H.), « *La multi-représentation à l'épreuve du nouvel article 1161 du Code civil* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 6, Novembre 2016, repère 6.

L'HOMME (J.), CAFFARD (C.), « *Garanties financières et gestion collective* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2007, dossier 5.

LOUISFERT (C.), « *Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation compensation (close-out netting)* », Bulletin Joly Bourse n° 11, 2 novembre 2013, p. 546.

MAFFEI (A.), GRANGER (N.), « *L'Euro Master Agreement : un instrument pour gérer le risque de contrepartie* », Option Finance – entreprise & expertise n° 788, 7 juin 2004, p. 27.

MARTIN D. « *Credit Defaul Swaps* », La Semaine Juridique Edition Générale n°hors-série, 1^{er} mai 2011.

MATTOUT (J-P.), « *L'aléa, le risque et la spéculation* », Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI sous la direction de A. Gourio et J-J. Daigre, RB édition, 7 nov. 2013, p. 446.

MAZEAUD (D.), « *Une rareté : l'annulation d'un contrat de cautionnement pour absence de cause* », Recueil Dalloz 2017, p. 1694.

MEKKI (M.), « *L'ordonnance du 10 février 2016 réforme le droit des contrats et des obligations – Aperçu rapide* », La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n° 7-8, 19 Février 2016, act. 297.

MEKOUÏ (F.), « *Protocole ISDA relatif au droit de résiliation-compensation en cas de résolution* », Banque et Droit, 2014, n° 158.

MEKOUÏ (F.), BREHIER (B.), « *Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ?* », Bulletin Joly Bourse n°9, 1^{er} septembre 2013, p. 422.

MERKIN (C.), DE SAINT-MARS (B.), « *La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marchés des valeurs mobilières* », RDBB, mars-avril 1992.

MINOR (P.), « *Droit bancaire, frontières et droit des procédures collectives* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2010, dossier 9.

MOLFESSIS (N.), « *Le domaine du "global netting" et la loi sur les nouvelles régulations économiques* », Lexbase Hebdo édition affaires n° 1, 6 décembre 2001, N° Lexbase : N0984AAP.

MORTIER (R.) :

- « *Conflits d'intérêts : pourquoi et comment appliquer aux sociétés le nouvel article 1161 du Code civil* », Droit des sociétés n° 8-9, Aout 2016, étude 11.
- « *Sociétés et loi n°2018-287 du 20 avril 2018 de ratification de l'ordonnance réformant le droit des contrats* », Droit des sociétés n°7, juillet 2018, étude 9, §18.

MOUSSERON (P.), « *Le nouveau régime de la capacité contractuelle des sociétés : la boussole de l'objet social* », Recueil Dalloz 2016, p. 906.

MULLER (A-C.) :

- « *Responsabilité du PSI pour défaut d'appel de couverture* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2008, comm. 91.
- « *Présentation des principales dispositions du Dodd Franck Act* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2011, comm. 119.
- « *La compensation pour dettes connexes nécessite l'admission de la créance par le juge-commissaire* », L'essentiel – Droit des contrats n°04, 1^{er} avril 2012, p. 6.
- « *Transfert de propriété des titres à titres de garantie* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2012, comm. 198.
- « *La nouvelle procédure de résolution, articles 26 et 27 de la loi du 26 juillet 2013* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2013, dossier 54.
- « *Chambre de compensation – Réécriture du règlement AMF* », Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2014, comm. 24.
- « *MIF II – Marchés d'instruments financiers* », Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2014, comm. 187.
- « *Défaillances bancaires et financières – La sécurisation du système bancaire et financier* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2014, dossier 46.

- « *Encadrement des dépositaires centraux* », Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2015, comm. 64.
- « *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise* », Bulletin Joly Bourse n°07-08, 1^{er} juillet 2015, p. 348.
- « *Regards sur la directive Résolution n°2014/59/UE* », Bulletin Joly Bourse n°12, 1^{er} Décembre 2015, p. 578.
- « *MIFID II – Obligations nouvelles pesant sur les intermédiaires* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2016, comm. 135.
- « *Marchés financiers – MIF – Précisions (I)* », Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2016, comm. 220.
- « *Marchés financiers – MIF – Précisions (II)* », Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2016, comm. 221.
- « *Transposition de la directive MIF II* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2017, comm. 134.
- « *MIF 2 – Règlements d'exécution de la Commission* », Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2017, comm. 227.
- « *Projet de révision de la supervision européenne* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2018, comm. 88.

NEUVILLE (S.), AGBA (A.), « *Les prêts structurés : vide juridique ou méconnaissance* », Mélanges AEDBF-France VI, sous la direction d'Alain Gourio et Jean-Jacques Daigre, Ed. Revue Banque, 07 novembre 2013, p. 541.

NICOLAS (V.), « *Contribution à l'étude du risque dans le contrat d'assurance* », RGDA 1998, n° 99 et s., p. 54 et s.

PACLOT (Y.), « *La réglementation du risque systémique dans l'Union européenne* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 735.

PAILLER (P.) :

- « *Une garantie de passif ne relève pas de la procédure d'autorisation préalable du conseil d'administration de l'article. L.225-35 du Code de commerce* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 49, 8 Décembre 2011, 1870.

- « *Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF)* », Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2012, étude 4.
- « *Quand les emprunts structurés sont sanctionnés... pour non respect formel du taux effectif globale* », Bulletin Joly Bourse n°04, comm. n°75, 1^{er} avril 2013, p. 187.
- « *Quelques questions sur le domaine d'application des mesures de "bail-in" en cas de résolution bancaire* », Revue de Droit bancaire et financier n°4, Octobre 2013, alerte 14.
- « *L'efficacité du contrat financier conclu par une collectivité territoriale est subordonnée à une information renforcée de la banque* », Bulletin Joly Bourse n°10, 1^{er} octobre 2013, p. 1.
- « *De nouvelles règles pour les chambres de compensation* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, 6 novembre 2013, dossier 56.
- « *La banque responsable pour manquements à ses obligations lors de la conclusion d'un contrat financier par une communauté urbaine* », Bulletin Joly Bourse n°04, 1^{er} avril 2014, p. 212.
- « *Contrats financiers – Le nouveau droit financier des contrats sur matières premières* », Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2015, alerte 6.
- « *Contrats financiers – Indivisibilité ou autonomie du contrat de swap à l'égard d'un contrat principal de crédit-bail ?* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2015, étude 8.
- « *Conseil en investissements financiers – Obligations professionnelles – Manquements* », Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2015, comm. 174.
- « *Condamnation de Dexia pour avoir manqué à son obligation d'information lors de la souscription d'emprunts structurés par la commune de Saint Cast* », Revue de Droit bancaire et financier n°4, Juillet 2015, comm. 135.
- « *L'existence d'une recommandation personnalisée s'apprécie in concreto* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2016, comm. 261.
- « *Contrats financiers – Interdiction de la publicité relative à certains contrats financiers hautement spéculatifs et risqués* », Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2017, alerte 12.
- « *Alerte sur le "Initial Coin Offerings" !* », Revue de Droit bancaire et financier n°6, Novembre 2017, alerte 65.

- « *Les dérivés sur crypto-monnaie sont des contrats financiers* », Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2018, alerte 23.

PARKER (E.), MC GARRY (A.), « *The ISDA Master Agreement and CSA : close-out weakness exposed in the banking crisis and suggestions for change* », Butterworths Journal of International Banking and Financial Law n° 1, January 2009, p. 16 et s.

PICANDET (C.), « *Les modèles de risques des CCP ont été renforcées par EMIR* », Revue Banque n° 781, février 2015, Interview, p. 25.

PIEDELIEVRE (S.), « *N'est pas un cautionnement une sûreté réelle consentie pour garantir la dette d'un tiers n'impliquant aucun engagement personnel* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 2, 12 Janvier 2006, 1056.

PIETTE (G.), « *Cautionnement et intérêt social – Les implications réciproques* », La Semaine Juridique Edition Générale n°25, 16 juin 2004, doctr. 142.

PINNA (A.), « *L'autorité des règles d'arbitrage choisies par les parties* », Cahiers de l'arbitrage n° 1, 01 mars 2014, p. 9.

PITRON (M.), « *La saga des emprunts toxiques* », Banque & Droit n°172, Mars-Avril 2017, p. 11.

POCHET (A.), « *Il y a trop de chambres de compensation* », Dossier Chambres de compensation – Quel Business model ?, Banque & Stratégie n° 333, Février 2015, p. 12.

PONTON-GRILLET (D.), « *La spéculation en droit privé* », Recueil Dalloz 1990 p. 157.

PRAICHEUX (S.) :

- « *La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne ?* », Revue de Droit Bancaire et Financier n° 1, Janvier 2010, dossier 6.
- « *Le traitement juridique des garanties financières, entre restrictions et innovations* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 623.

RAUTOU (M-F.), « *Prestataires de services d'investissement – Procédures collectives* », JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 1550, 30 juin 2010.

REINHARD (Y.), « *Inopposabilité à la société du cautionnement donné par le président de la société sans l'autorisation préalable du Conseil d'administration* », RTD Com. 1992, p. 638.

REINHARD (Y.), **PETIT (B.)**, « *Garanties données par le dirigeant d'une société. Nantissement d'actions* », RTD Com. 1998, p. 177.

RENARD (P-D.), « *Compensation des dérivés OTC : Une vraie révolution* », Interview, Revue Banque n° 744, janvier 2012, p. 25.

RENARD (P-D.) et **BOUDET (J-M.)**, « *Redressement et résolution des CCP* », Revue Banque n° 781, février 2015, p. 35.

ROBINE (D.) :

- « *Les risques spécifiques aux marchés de gré à gré* », Revue de jurisprudence commerciale, Septembre / Octobre 2013, numéro 5.
- « *La création des mécanismes de résolution sous l'influence de la crise financière* », Bulletin Joly Bourse n° 10, 1^{er} Octobre 2015, p. 481.

ROBINE (D.), **PRAICHEUX (S.)**, « *Garanties financières* », Etudes Joly Bourse, ID : EG020, 27 janvier 2018.

RONTCHEVSKY (N.), « *Garantie hypothécaire de la dette d'un tiers consentie par une SARL au profit d'une banque – Contrariété de la garantie à l'intérêt social – Nullité de la garantie (non)* », Banque et Droit n° 164, Novembre-Décembre 2015, p. 70.

ROUAUD (A-C.), « *Retour sur la nature de l'intervention de la chambre de compensation : garante ou contrepartie centrale ?* », RTDF n°3, 2010, Chronique Régulation des marchés, p. 142.

ROUSSILLE (M.) :

- « *La consécration de la compensation globale par la loi NRE* », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2001, étude 100042.
- « *Garanties d'obligations financières et assiette du gage de compte d'instruments financiers* », JCP La semaine Juridique – Edition Entreprise et Affaires n°16, 20 avril 2006, p. 711.
- « *Opposabilité de la clause compromissaire insérée dans les statuts* », Droit des sociétés, n°1, Janvier 2011, comm. 10.
- « *Validité du cautionnement par une SNC* », Revue Droit des sociétés n°3, Mars 2012, comm. 44.
- « *Dérivés : le TUE est-il en phase avec le droit de l'UE ?* », Bulletin Joly Bourse n°04, 1^{er} Avril 2015, p. 145.
- « *Contentieux des dérivés : lire au-delà des symboles...* », Bulletin Joly Bourse n°05, 1^{er} mai 2015, p. 223.
- « *La QPC, source de risque systémique ?* », La Semaine Juridique Edition Générale n°13, 30 mars 2015, 362.
- « *Cautionnement hypothécaire souscrit pas une SARL : certitudes et incertitudes quant à la portée d'un acte contraire à l'intérêt social...* », Droit des sociétés n° 8-9, Août 2015, comm. 147.
- « *Incidences de la réforme des opérations translatives sur les contrats de financement* », Ed. Législatives, 2016.
- « *La régulation transfrontalière des conglomérats financiers* », Bulletin Joly Bourse n°01, 1^{er} Janvier 2016, p. 35.
- « *Prêts en devises : la CJUE exclut l'application de la directive MIF* », Bulletin Joly Bourse n°03, 1^{er} Mars 2016, p. 102.
- « *Prêts en devises : la CJUE exclut l'application de la directive MIF* », Bulletin Joly Bourse n° 3, 01 mars 2016, p. 102.
- « *Fut-il "spéculatif", un prêt "de trésorerie" consenti à des consommateurs reste soumis au délai de prescription biennale* », Gazette du Palais n°08, 21 Février 2017, p. 58.
- « *Charivari en vue en matière de prêts en devises : annulation de certains prêts, clauses abusives dans d'autres* », Gazette du Palais n°22, 13 Juin 2017, p. 62.

- « *Les prêts exposant l'emprunter à un risque financier – Réflexions sur les produits bancaires hybrides* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 479.
- « *La cour d'appel de Paris ne voit pas de clauses abusives dans le contrat Helvet Immo* », Gazette du Palais n°39, 14 Novembre 2017, p. 63.
- « *Réforme du droit des obligations et opérations de financement : ratification vaut-elle sécurisation ?* », Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2018, alerte 47.
- « *Garantie consentie par une société commerciale : le dépassement de l'objet social est source de nullité, si le tiers en avait connaissance* », Gazette du Palais n°23, 26 juin 2018, p. 82.
- « *Projet de loi Pacte : quel impact ? – Réflexion sur la consécration de l'intérêt social et de la raison d'être de la société* », Droit des sociétés n°8-9, Août 2018, étude 10.
- « *Les produits structurés, produits à haut risque* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n°38, 20 Septembre 2018, 1462.

ROUSSILLE (M.), BOCCARA (M.), JOUFFIN (E.), « *Réforme du droit des contrats et du régime des obligations – Quelles incidences pour les banques ?* », Banque & Droit n° 166, Chronique Régulation et Conformité, 01 mars 2016, p. 52.

ROUSSILLE (M.), KLOCK (F.), « *Comment gérer les transferts des sûretés postérieurement à la réforme ? – Précautions pratiques face à une clarification en demi-teinte* », Revue de Droit bancaire et financier n°4, Juillet 2017, dossier 27.

RUSSO (D.), « *Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosysteme, juillet 2010, 3/1, p. 121.

SAMIN (T.), TORCK (S.), « *Le contentieux des emprunts structurés devant la Cour de cassation !* », Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2018, comm. 60.

SECHER (J-F.) :

- « *Etat des lieux des risques précontractuels du banquier contrepartie des swaps – Revue des décisions rendues en 2016 par les cours d'appel de Paris et Versailles* », Banque & Droit n°172 Mars-Avril 2017.

- « *Incompatibilité entre la vente de couverture et le conseil en investissement : revue de jurisprudence* », Bulletin Joly Bourse n°2, 1^{er} mars 2018, p. 123.

SECHER (J-F.), FIERVILLE (J.), « *Les contrats de swap à l'épreuve des procédures collectives* », Cahiers de droit de l'entreprise n°4, Juillet-Août 2011, p. 32.

SIMLER (P.) :

- « *Une sûreté réelle consentie pour garantir la dette d'un tiers n'impliquant aucun engagement personnel n'est pas un cautionnement* », La Semaine Juridique Edition Générale n°52, 28 décembre 2005, II 10183.
- « *Cession de créance, cession de dette, cession de contrat* », Revue Contrats Concurrence Consommation n° 5, Mai 2016, dossier 8.
- « *Droit des sûretés* », Chronique, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 49, 7 décembre 2017, 1667.

SOUSI B., « *Être ou ne pas être un établissement relevant d'un pays tiers à l'Union européenne* », Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly éditions, Novembre 2017, p. 779.

STORCK (M.), « *Les précisions apportées par deux arrêts de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 12 février 2008 sur l'obligation incombant à un prestataire de se renseigner sur la situation financière de son client conservent tout leur intérêt après la transposition de la directive MIF par l'ordonnance n°2007-544 du 12 avril 2007* », RTD Com. 2008, p. 374.

TORCK (S.), « *Contentieux des swaps structurés : le risque illimité n'exclut pas la qualification de couverture* », Bulletin Joly Bourse n°01, 1^{er} janvier 2017, p. 16.

TREPPOZ (E.), « *De la difficulté de rédiger une clause attributive de juridiction* », Revue des contrats n° 02, 01/06/2016, page 282.

TUCKER (P.), « *Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution* », Revue de la stabilité financière n° 17, Banque de France, avril 2013, p. 205.

VASSEUR (J-L.), DA PALMA (D.), « *Les recours contre les emprunts "toxiques"* », La Semaine Juridique Administrations et Collectivités territoriales n° 3, 14 janvier 2013, 2007.

WELLINK (N.), « *Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC)* », Revue de la stabilité financière n° 14, Produits dérivés – Innovation financière et stabilité, Banque de France, Eurosysteme, juillet 2010, p. 152.

WESTER-OUISSE (V.), « *La caducité en matière contractuelle : une notion à réinventer* », JCP G 2001, I 290.

WICKER (G.), BOUCARD (H.), « *Les sanctions relatives à la formation du contrat* », JCP 25 mai 2015, supplément au n° 21, p. 32.

WOHLEBER (E.), « *Redressement vs résolution : stop ou encore ?* », Revue Banque n°781, février 2015, p. 38.

JURISPRUDENCE :

- **Cour de cassation :**

- Cass. civ. 7 janvier 1947, RTD civ. 1947. 201, obs. J. Carbonnier ; JCP 1947. II. 3510, note J. Becqué.
- Cass. ass., 17 février 1950, req. n° 77670 et 78468, « MEYNIER ».
- Cass. soc. 9 novembre 1956, Gaz. Pal. 1957. 1. 120.
- Cass. com., 8 novembre 1972, n° 71-11.879.
- Cass. com. 1^{er} avril 1981, n° 79-16509.
- Cass. civ. 1^{ère}, 16 juin 1981, n° 80-12126.
- Cass. civ. 1^{ère}, 14 décembre 1982, Bull. civ. I, n° 360 ; D. 1983. 416, note L. Aynès.
- Cass. com., 9 mai 1985, Bull. civ. 1985, IV, n° 143.
- Cass. civ. 1^{ère}, 17 décembre 1985, n° 84-16338, « CSEE C/ STE SORELEC ».
- Cass. civ. 1^{re}, 4 mars 1986, D. 1986, inf. rap. p. 168.
- Cass. com., 28 avril 1987, n° 85-16.956.
- Cass. ch. mixte, 23 novembre 1990, n° 86-19.396, 88-16.883 et 87-17.044.

- Cass. com., 15 octobre 1991, n° 89-19.969.
- Cass. com. 5 novembre 1991, n°89-18005, Banque, Juin 1993, obs. J-L. Guillot.
- Cass. com. 7 janvier 1992, n°90-14831, JCP 1992.I.3591.
- Cass. civ. 1^{ère}, 17 novembre 1993, n° 91-16.733, JurisData n° 1993-003166, JCP G 1994, IV, 158, Bull. civ. 1993, I, n° 329.
- Cass. com., 4 janvier 1994, JCP 1994.IV.586.
- Cass. crim., 26 mai 1994, n° 93.83-180, PF, inédit : Bull. crim. 1994, n° 208 ; RJDA 1/95, n° 28, 1^{re} espèce.
- Cass. com., 9 avril 1996, n° 94-14649.
- Cass. civ. 1^{ère}, 11 février 1997, n° 95-10485.
- Cass. com. 6 mai 1997 n° 95-10252 et n° 94-16335.
- Cass. com., 7 avril 1998, n°96-16373, « SA LE SAVOUR CLUB C/ BFCE ».
- Cass. civ. 1^{ère}, 16 octobre 2001, n°00-12259.
- Cass. crim., 5 février 2002, n° 01-81.470, F-D : JurisData n° 2002-013978.
- Cass. com., 28 janvier 2003, n° 01-00.330.
- Cass. ch. Mixte, 2 décembre 2005, n° 03-18.210, « MADAME PASQUIER C/ BNP PARIBAS », JurisData n° 2005-031111.
- Cass. com., 28 mars 2006, n° 03-12.018.
- Cass. Com. 25 avril 2006, n°03-19.431, « STE LORCA C/ STE GENERALE ALSACIENNE DE BANQUE ».
- Cass. civ. 1^{ère}, 9 janvier 2007, n° 05-17741.
- Cass. com., 19 juin 2007, n° 05-22037, « SCI CRISTAL PARC ».
- Cass. com., 12 février 2008, n° 06-20835, « CHENEFONT C/ STE DUBUS ».
- Cass. com., 16 décembre 2008, n° 08-12967.
- Cass. civ. 1^{ère}, 30 avril 2009, n° 08-11093.
- Cass. com., 14 décembre 2010, n° 09-15.992.
- Cass. ch. mixte., 17 mai 2013, n° 11-22.768 et n° 11-22.927.
- Cass. soc., 2 juillet 2014, n°13-14622, JurisData n° 2014-014967.
- Cass. com., 2 juin 2015, n° 14-18999, « TEYCHENE ».
- Cass. civ. 3^e., 19 mai 2016, n° 15-15.047, non publié au bulletin.
- Cass. civ. 3^e., 23 mars 2017, n° 16-10.766.
- Cass. com., 17 mai 2017, n°15.15.746, JurisData n° 2017-009369.

- Cass. com., 12 juillet 2017, n° 15-27.703.
- Cass. civ. 1^{ère}, 18 octobre 2017, n°16-17.184.
- Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-26.210, « CNE SAINT-LEU-LA-FORET C/ CAFIL ET DEXIA », P+B+I
- Cass. com., 28 mars 2018, n° 16-23.798, non publié au bulletin.
- Cass. civ. 3^{ème}, 12 avril 2018, n° 17-17.542.
- Cass., ch. mixte, 13 avril 2018, n° 16-21345, publié au bulletin.
- Cass. com., 24 mai 2018, n° 17-14.697, non publié au bulletin.
- Cass. com., 5 septembre 2018, n°17-11.264, « SIDRU C/ DEPFA BANK ».

- **Cours d'appel :**

- CA Paris, 29 novembre 1962, Dalloz 1963, p. 648, note J.-M. Verdier.
- CA Paris, 25 octobre 1994, Ch. 25, Sect. A, JurisData n° 1994-023440 : JCP G 1995, I, 3851, n° 1.
- CA Paris, ch. 3, Section 1, 12 Juin 2001, « SA PRISME c/ SNC EURIWARE SERVICES », JurisData n° 2001-161053.
- CA Orléans, ch. sol., 13 octobre 2006, « GAN ASSURANCE VIE C/ SA INTERMEDIA BANQUE », JurisData n° 2006-321731, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 24, 14 juin 2007, 1759.
- CA Metz, ch. 1, 12 septembre 2007, n°06/01615, « SA COLMAN BOIS C/ SARL KIS FORST UND HOLDS GMBH », JurisData n° 2007-345060.
- CA Paris, 3 décembre 2009, JurisData n° 2009-019935.
- CA Paris, 10 décembre 2009, JurisData n° 2009-016988.
- CA Paris, Pôle 5, Ch. 6, 26 septembre 2013, RG n° 11/19539, « SMGM ».
- CA Versailles, 16^{ème} Ch., 23 janvier 2014, RG n° 12/07118, « SOCIETE CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUELLE LOIRE – HAUTE-LOIRE C/ MUTUALITE EOVI MUTUELLE ».
- CA Rennes, 2^{ème} Ch, 13 juin 2014, RG n° 11/03681, « M. MABY C/ SA BANQUE CIC OUEST ».
- CA Paris, Pôle 5, Ch. 6, 6 novembre 2014, RG n° 12/15120, « HLM RLF ».
- CA Paris, Pôle 5, 6^{ème} ch., 31 décembre 2015, n° 14/24721, « CHEDEBOIS ET ROUILLE C/ BNP PARIBAS PERSONAL FINANCE ET SAS LA COMPAGNIE EUROPEENNE DE PRET IMMOBILIER ET D'ASSURANCE (CEPRIMA) ».

- CA Mons, 1ère Ch., 12 septembre 2016, numéro du rôle : 2015/RG/173, numéro du répertoire : 2016/3461, « STE WALLONNE DU LOGEMENT C/ NATIXIS ».
- CA Versailles, 16ème ch., 21 septembre 2016, n° 15/07046, « COMMUNE DE SAINT CAST LE GUILDO C/ SA DEXIA CREDIT LOCAL ».
- CA Versailles, 16ème ch., 21 septembre 2016, n° 14/06388, « SA CAISSE FRANÇAISE DE FINANCEMENT LOCAL ET SA DEXIA CREDIT LOCAL C/ COMMUNE DE SAINT LEU LA FORET ».
- CA Versailles, 16ème ch., 21 septembre 2016, n° 15/06770, « COMMUNE DE SAINT-DIE-DES-VOSGES C/ SA CAISSE FRANÇAISE DE FINANCEMENT LOCAL ET SA DEXIA CREDIT LOCAL ».
- CA Versailles, 16ème ch., 21 septembre 2016, n° 15/04767, « COMMUNE DE CARRIERES SUR SEINE C/ SA DEXIA CREDIT LOCAL ».
- CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 4 novembre 2016, n° 15/09981 « ETABLISSEMENT PUBLIC DEPARTEMENT DE LA SEINE SAINT DENIS C/ SA NATIXIS ».
- CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 06 janvier 2017, n° 15/15034, « SARL DU PARC MAGUDAS C/ CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL D'AQUITAINE ».
- CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 3 février 2017, n° 15/03691, « RBS c/ LMCU ».
- CA Paris, Pôle 5, ch. 6, 26 mai 2017, n°15/20590, « IMMOBILIERE SANTE C/ CACIB ».

- **Tribunaux de première instance :**

- Trib. com., Toulouse, 27 mars 2008, « STE PATRIMOINE LANGUEDOCIENNE, SA D'HLM C/ CAISSE D'EPARGNE MIDI-PYRENEES ET STE IXIS CIB ».
- TGI Paris, 9ème Ch., 1ère sect., 28 janvier 2014, RG n° 10/03746, « LCMU ».
- TGI Paris, 9ème ch., sect. 1, 17 juin 2014, n° 12/16363, « COMMUNE DONGES C/ CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL ATLANTIQUE VENDEE ».
- TGI Nanterre, 6ème ch., 24 avril 2015, n° 11/12631, « COMMUNE DE CARRIERES SUR SEINE C/ DEXIA CREDIT LOCAL ».
- TGI Nanterre, 6ème ch., 25 juin 2015, RG n° 11/07236, « COMMUNE DE SAINT CAST LE GUILDO C/ SOCIETE DEXIA CREDIT LOCAL ».

- TGI Paris, 9ème Ch., 3ème Sect., 7 janvier 2016, RG n° 12/15120, « LAVAL ».
- **Conseil d'Etat :**
 - CE, sect., 11 juillet 1947, « DEWAVRIN », Rec. CE 1947, p. 307.
 - CE, 13 mai 1949, « COUVRAT », Rec. CE 1949, p. 216, Dalloz 1950, jurispr. p. 77, note J. G.
 - CE, 9 février 1977, n° 04774.
 - CE, 20 février 1981, Sous-sections 4 et 1 réunies, req. n° 21182, rôle n° 086, « MINISTRE DE L'EDUCATION C/ ASSOCIATION "DEFENSE ET PROMOTION DES LANGUES EN FRANCE" ».
 - CE, Section des travaux publics, 7 juillet 1994, n°356.089, Avis « DIVERSIFICATION DES ACTIVITES D'EDF/GDF ».
 - CE, 3 avril 1998, Sous-sections 3 et 5 réunies, req. n° 133422 « DEPARTEMENT DE LA VENDEE », JurisData n° 1998-050166.
 - CE, 25 avril 2001, n° 211335.
 - CE, 7 mai 2008, n° 292954, Paoletti : JurisData n° 2008-073523.
- **Cours administratives d'appel :**
 - CAA Paris, 11 avril 2006, n° 05PA04055, « VILLE PARIS C/ MESSAK ».
 - CAA Bordeaux, 30 oct. 2012, n° 12BX00601, 12BX00602, 12BX00603, 12BX00604, 12BX00605.
 - CAA Marseille, 5 mars 2013, n° 11MA02274.
 - CAA Marseille, 3 avril 2012, n° 10MA02916, « FRANCE TELECOM ».
 - CAA Marseille, 2 mai 2013, n° 11MA01937.
- **Décisions européennes et internationales :**
 - Queen's Bench Division, Commercial Ct., 12 mars 1999, Bankers Trust Co. and another v. PT Jakarta International Hotels and Development, [1999] all ER (D) 314.
 - CJCE, 5ème ch., 9 nov. 2000, Affaire C-387/98, §13.

- **Sentences arbitrales :**

- Decree of the Presidium of the Supreme Arbitration (commercial) Court of the Russian Federation, 8 June 1999, No. 5347/98.
- Abaclat v. Argentina, ICSID, 4 August 2011, Case n° ARB/07/5.
- Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka, ICSID, 31 October 2012, Case n° ARB/09/2.

TEXTES FRANCAIS :

Convention concernant la compétence judiciaire à l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, 27 sept. 1968, 72/454/CEE, JOUE n° L299 du 31 déc. 1972, p. 32.

Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers, NOR : ECOX9300149L – <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000361988&categorieLien=cid>.

Loi n°96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, NOR : ECOX9500164L – <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000193847&categorieLien=cid>.

Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, dite NRE, NOR ECOX0000021L, JORF n° 113 du 16 mai 2001, p. 7776, texte n° 2.

Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, NOR : ECOX0400308R, JORF n° 47 du 25 février 2005, p. 3254, texte n° 40.

Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, NOR : ECET0821377R, JORF n° 7 du 9 janvier 2009, p. 570, texte n° 4.

Circulaire du 25 juin 2010, « Les produits financiers offerts aux collectivités territoriales et à leurs établissements publics », NOR : IOCB1015077C, Bulletin officiel du Ministère de l'intérieur 2010/5, Mai/Juin 2010, Texte 1/8, p. 1.

Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, NOR : EFIX1239994L, JORF n° 0173 du 27 juillet 2013, texte n° 1, p. 12530.

Ordonnance n° 2015-1024 du 20 août 2015 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, NOR : FCPT1509685R, JORF n° 0192 du 21 août 2015, texte n°19, p. 14652.

Ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, NOR : JUSC1522466R, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 26.

Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 25, NOR : JUSC1522466P.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1) (dite « Sapin 2 »), NOR : ECFM1605542L, JORF n° 0287 du 10 décembre 2016, texte n° 2.

TEXTES EUROPEENS :

Règlement Bruxelles I (Règlement (CE) n°44/2001 du 22 déc. 2000.

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, dite « MIFID1 », JOUE n° L145 du 30/04/2004, Article 4, §1, point 14), p. 10.

Règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I), JOUE n° L177 du 04 juillet 2008, p. 6.

Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Commission européenne, COM (2010) 484 final, 15 septembre 2010 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=COM:2010:0484:FIN>.

Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux dit « EMIR », JOUE n° L 201 du 27/07/2012, Article 2, point 7), p. 15.

Règlement (UE) n° 1215/2012 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale dit "Bruxelles I bis", JOUE n° L351 du 20 décembre 2012, p. 1.

Règlement délégué (UE) n° 153/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes techniques de réglementation régissant les exigences applicables aux contreparties centrales, JOUE n° L52 du 23/02/2013.

Règlement délégué (UE) n°149/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les accords de compensation indirecte, l'obligation de compensation, le registre public, l'accès à une plate-forme de négociation, les contreparties non financières et les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, JOUE n° L52, 23/02/2013.

Règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 dit CRR, JOUE n° L 176 du 27/06/2013.

Résolution du Parlement européen du 10 décembre 2013 sur un cadre de redressement et de résolution pour les établissements non bancaires, Procédure n° 2013/2047(INI), Commission des affaires économiques et monétaires – <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0343+0+DOC+XML+V0//FR>.

Règlement délégué (UE) n° 285/2014 de la Commission du 13 février 2014 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant l'effet direct, substantiel et prévisible des contrats dans l'Union et la prévention du contournement des règles et obligations, JOUE n° L85 du 21/03/2014, p. 1.

Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 dit « MIFIR », JOUE n° L173 du 12/06/2014 p. 84.

Directive 2014/59/UE (dite "BRRD") du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012, JOUE n° L173, 12 juin 2014, p. 190.

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE dite « MIFID2 », JOUE n° L173 du 12/06/2014, p. 349.

Règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général, homologué par arrêté du 8 septembre 2014 publié au Journal Officiel du 15 octobre 2014 (version actualisée au 1er janvier 2016).

Règlement (UE) n° 806/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 15 juin 2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de

crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique, et modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010, JOUE n° L225 du 30 juillet 2014, p. 1 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0806>.

Règlement délégué (UE) 2015/63 de la Commission du 21 octobre 2014 complétant la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les contributions ex ante aux dispositifs de financement pour la résolution, JOUE n° L11, 17 janvier 2015, p. 44.

Règlement délégué (UE) n°2015/2205 de la Commission du 6 août 2015 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation, JOUE n° L314 du 01/12/2015.

Règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, dit Règlement "SFTR", JOUE n° L337 du 23 décembre 2015, p. 1.

Règlement délégué (UE) 2016/592 de la Commission du 1^{er} mars 2016 complétant le règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation, JOUE n° L103, 19/04/2016, p. 5.

Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire, JOUE n° L87 du 31 mars 2017, p. 500.

Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales et modifiant les règlements (UE) n°

1095/2010, (UE) n° 648/2012 et (UE) 2015/2365, Commission Européenne, 28 Novembre 2016, 2016/0365 (COD) – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52016PC0856>.

Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (aussi connue sous le nom de "Proposition 2.1"), Commission européenne, 4 mai 2017, 2017/0090 (COD), p. 1 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52017PC0208&qid=1535127306982>.

Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers (aussi connue sous le nom de "Proposition 2.2"), Commission Européenne, 13 Juin 2017, n° 2017/0136 (COD), p. 1 – [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1535039844693&uri=CELEX:52017PC0331(01)).

COMMUNICATIONS ET TRAVAUX :

(Autorités administratives, commission européenne, etc.)

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, « Règlement européen EMIR : Questions-Réponses de la Commission européenne », version française proposée par l'AMF, Février 2013.

ASSEMBLEE NATIONALE, « Etude d'impact – Projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique », NOR : FCPM1605542L/Bleue-1, 30 mars 2016.

COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL EUROPEEN, Avis sur la "Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Commission européenne", COM (2010) 484 final – 2010/0250 (COD), (2011/C 54/14), JOUE n° C54 du 19 février 2011, p. 44 – https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2011.054.01.0044.01.FRA&toc=OJ:C:2011:054:TOC

COMMISSION EUROPEENNE :

- « *Questions and answers on Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures* », 31/10/2008, Question n° 118, p. 44 http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf.
- Communication de la Commission : Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides, Commission des communautés européennes, COM (2009) 332 final, 3 juillet 2009 – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1537350809935&uri=CELEX:52009DC0332>
- « *First 'equivalence' decisions for central counterparty regulatory regimes adopted today* », Press release, 30 October 2014 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1228_fr.htm?locale=fr.
- « *La Commission européenne adopte une décision d'équivalence pour les CCP au Canada, en Suisse, en Afrique du Sud, au Mexique et en République de Corée* », Communiqué de presse, 13 novembre 2015 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6075_fr.htm?locale=fr.
- « *Contreparties centrales : la Commission européenne et la Commodity Futures Trading Commission des Etats-Unis conviennent d'une approche commune* », Communiqué de presse, 10 février 2016 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-281_fr.htm.
- « *La Commission propose des règles plus simples et plus efficaces pour les instruments dérivés* », Communiqué de presse, 4 mai 2017 – http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1150_fr.htm.

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), « *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements* », Consultation paper, Ref. CESR/09-295, 14 May 2009, §105 – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_295.pdf.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS AND TECHNICAL,
Committee Of The International Organization Of Securities Commissions, « *Principles for financial market infrastructures* », April 2012 – <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS ASSOCIATION (ESMA) :

- « *Re : Classification of financial instruments as derivatives* », letter to European Commission, ESMA/2014/184, 14 february 2014.
- « *Consultation Paper – MiFID II / MiIFR* », 22 may 2014, ESMA/2014/549 – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf .
- Questions & Answers, « *Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)* », 26 september 2018, ESMA70-1861941480-52, OTC Answer 12 (b), p. 29 – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-52_qa_on_emir_implementation.pdf.

SOURCES PROFESSIONNELLES :

COMITE FRANÇAIS DE L'ARBITRAGE, « *Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière* », Cahiers de l'arbitrage n°3, 01/10/2014, p. 419, D).

CONSEIL NATIONAL DE LA COMPTABILITE, Avis n° 32 relatif à la comptabilisation des options de taux d'intérêt, 10 juillet 1987.

FINANCIAL STABILITY BOARD, « *Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* », October 2011, http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf (une nouvelle version modifiée et complétée a été rendue publique le 15 octobre 2014 : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf).

ISDA :

- *ISDA 2013 EMIR Protocol Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol*", 19 July 2013 – <http://assets.isda.org/media/f253b540-12/b9c7f210-pdf/> ;
- 2013 ISDA Arbitration Guide, International Swaps Derivatives Association, Inc., 9 September 2013 <http://www2.isda.org/search?keyword=arbitration> ;
- 2013 EMIR NFC Representation Protocol ;
- ISDA 2014 Resolution Stay Protocol, 4 November 2014 – <assets.isda.org/media/f253b540-25/958e4aed-pdf> ;
- ISDA 2016 Bail-In Article 55 BRRD Protocol (Dutch/French/German/Irish/Italian/Luxembourg/Spanish/UK entity-in-resolution version), 14 July 2016 – <assets.isda.org/media/f253b540-123/032715f6-pdf/> ;
- ISDA 2017 Bail-In Article 55 BRRD Protocol (Austrian/Belgian/Danish/Swedish entity-in-resolution version), 19 April 2017 – <assets.isda.org/media/f253b540-158/e1fd39c0-pdf/> ;
- WERNER (P.), « *Memorandum for members of the International Swaps and Derivatives Association, Inc.* », ISDA, 19 January 2011;
- WERNER (P.), « *The use of arbitration under ISDA Master Agreement* », ISDA, 10 November 2011;
- 2018 ISDA Choice of Court and Governing Law Guide, ISDA, 27 february 2018 – <https://www.isda.org/book/2018-isda-choice-of-court-and-governing-law-guide/>
- ISDA Publishes French and Irish Law Master Agreements, ISDA Press Releases, 3 july 2018 – <https://www.isda.org/2018/07/03/isda-publishes-french-and-irish-law-master-agreements/>

LCH.CLEARNET SA, Règles de la Compensation, Version française du 3 février 2017, https://www.lch.com/system/files/media_root/LCH%20SA%20Rulebook%20Fr.pdf.

OICV-IOSCO ET BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, « *Recommandations pour les contreparties centrales* », Novembre 2004 - <https://www.bis.org/cpmi/publ/d64fr.pdf> .

PARIS EUROPLACE, « *Livre blanc du Comité de droit financier* », Décembre 2003, p. 25
– http://www.paris-europlace.net/files/livre_blan_comite_droit_paris_europlace.pdf.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, “Financial Stability Oversight Council makes first designations in effort to protect against future financial crisis”, Press Releases, 18/07/2012 ; <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1645.aspx>.

INDEX ALPHABÉTIQUE

(Les nombres renvoient aux numéros de paragraphe)

~ A ~

Adhérents compensateurs : 241, 252 et s.,
311 et s., 327 et s., 491 et s., 518, 519.

Arbitrage : voir Clauses de contentieux

Audits juridiques

- Capacité juridique : 187 et s.
- Pouvoir du signataire : 213 et s.
- Risque pays : 52 et s.

~ B ~

Back-to-back : voir Contre-opération

Bail-in : 404 et s.

~ C ~

Caducité : 413 et s.

Cession de contrats : 450 et s.

Chambre de compensation centrale

- Documentation contractuelle : 324 et s.
- Fonctionnement : 264 et s.
- Obligation réglementaire : 236 et s.
- Organisation : 240 et s.
- Résolution : 508 et s.
- Risque systémique : 477 et s.

Clauses de contentieux

- Clause attributive de juridiction : 61 et s.
- Clause compromissoire : 72 et s.

Clearing members : voir Adhérents compensateurs

Close-out netting

- Caractère d'ordre public : 444 et s.
- Mise en œuvre : 124, 329, 330, 382 et s., 387 et s., 394 et s., 407 et s., 420, 439.
- Régime juridique : 26 et s.
- Solde unique de résiliation : 29 et s.

Collatéral

- Chambre de compensation : 264 et s.
- *Credit support annex* : 147 et s.
- Marge de variation : 271 et s., 336.
- Marge initiale : 271 et s., 336.
- Obligation réglementaire : 333 et s.
- Régime juridique : 40 et s., 273, 275 et s.
- Ségrégation : 277 et s., 337.
- Typologie : 48.

Compensation centrale : voir Chambre de compensation centrale

Confirmation : 102, 103, 357 et s., 469.

Contre-opération : 13, 347, 473, 474.

Contreparties centrales : voir Chambre de compensation centrale

Conventions-cadres

- Convention chapeau : 107, 128 et s.
- Conventions de place : 98, 112 et s.
- Convention trans-produits : 107, 119 et s.
- Typologie : 98 et s.

Couverture

- *Front hedge* : 463
- Macroéconomique : 13, 471.
- Opération de financement : 413 et s.

~ E ~

Emprunt structuré : 195 et s.

~ G ~

Garanties financières

- Régime juridique : 40 et s.
- Collatéral : voir Collatéral

Global netting : 107, 132, 133, 137, 143.

~ I ~

Instrument de renflouement interne : Voir *Bail-in*

~ L ~

Loi applicable : 66, 137, 385, 399, 402.

~ M ~

Mark-to-market : voir Valeur de marché

Membres compensateurs : voir Adhérents compensateurs

~ O ~

Opinions juridiques : voir Audits juridiques

Opération miroir : voir Contre-opération

~ P ~

Prêt

- Opération de financement : 413 et s.
- Prêts dit "toxiques" : voir Emprunt structuré

~ R ~

Résiliation-compensation : voir *Close-out netting*

Résolution

- Contrepartie individuelle : 376 et s.
- Contrepartie centrale : 508 et s.

Re-use : 157, 348.

Risque de contrepartie (définition) : 8 et s.

Risque de marché : 15, 336, 347, 355.

Risque pays : 14, 43, 52 et s., 354.

Risque systémique

- Contreparties centrales : 477 et s.
- Notion : 8, 16, 18.

~ S ~

Solde unique de résiliation : voir *Close-out netting*

Sous-jacent : 3, 10, 15, 16, 437.

Spéculation : 194 et s.

~ V ~

Structuration : 463, 465.

Valeur de marché : 15, 48, 148, 150, 151,
155, 272, 336, 347, 349, 360, 471, 473.

Sûreté : 40, 42, 45 et s., 64, 153 et s., 162
et s., 175 et s., 348.

– TABLE DES MATIÈRES –

Liste des abréviations	7
Sommaire	13
Introduction	15
Partie I – Les techniques de limitation du risque de contrepartie	35
Titre I – Des techniques à la libre disposition des parties	36
Chapitre 1 – Les techniques d’origine légale	36
Section 1 – Présentation des techniques légales	36
§1. La résiliation-compensation	37
§2. Les garanties financières	45
Section 2 – L’efficacité extraterritoriale des techniques légales	51
§1. Le recours à des audits juridiques	52
§2. Le recours aux clauses de contentieux	55
A. Les clauses attributives de juridiction	56
B. Les clauses compromissoires	63
Chapitre 2 – Les supports contractuels, relais des techniques légales	80
Section 1 – Présentation des supports contractuels	80
§1. Le recours aux contrats-cadres	80
A. Le recours aux conventions-cadres de place	80
1. Une typologie confuse	81
2. Un outil certain de la limitation du risque de contrepartie	89
B. Le recours à des conventions-cadres inhabituelles	93
1. Les conventions dites "trans-produits" : un outil performant mais boudé ...	94
2. Les conventions dites "chapeau" : un outil avantageux mais appréhendé ...	100
a. L’avantage lié aux conventions "chapeau"	101

b. L'utilisation innovante des conventions "chapeau"	109
§2. Le recours aux contrats de collatéralisation	114
A. Contrat de collatéralisation entre les parties	115
B. Contrat de collatéralisation avec l'intervention de tiers	124
1. Constitution de garanties financières par un tiers	124
2. Réalisation de garanties financières constituées par un tiers	132
Section 2 – L'efficacité des supports contractuels	142
§1. Audits relatifs à la capacité juridique de la contrepartie	143
A. Vérifications concernant la capacité de la contrepartie	143
B. Vérifications concernant le caractère spéculatif de l'opération	150
§2. Audits relatifs au pouvoir du signataire	161
A. Délégations de pouvoirs en matière de droit public	162
B. Délégations de pouvoirs en matière de droit privé	166
Titre II – Des techniques imposées aux parties	174
Chapitre 1 – La technique de la compensation centrale	174
Section 1 – L'organisation de la compensation centrale	176
§1. L'architecture de la compensation centrale	176
A. Interposition de la chambre de compensation	177
B. Intervention des adhérents compensateurs	181
§2. Les renforts à la compensation centrale par des techniques de gestion des risques	187
A. Le recours au collatéral	187
B. Le recours à la ségrégation	192
Section 2 – Le bénéfice de la compensation centrale	196
§1. Le champ d'application de la compensation centrale	196
A. Périmètre européen de l'obligation de compensation centrale	196
1. Champ d'application <i>rationae personae</i> de l'obligation réglementaire	196
2. Champ d'application <i>rationae materiae</i> de l'obligation réglementaire	203

B. Périmètre extraterritorial de l'obligation de compensation centrale	207
1. Hypothèse de chambre de compensation étrangère	207
2. Hypothèse de contreparties étrangères	212
§2. La documentation contractuelle nécessaire à la compensation centrale	214
Chapitre 2 – Les techniques d'atténuation des risques	219
Section 1 – La technique principale : la collatéralisation	219
§1. L'impérativité du mécanisme de collatéralisation	210
A. Objet de l'obligation réglementaire	210
B. Conséquences de l'obligation réglementaire	224
§2. L'efficacité du mécanisme de collatéralisation	226
A. L'efficacité du mécanisme de collatéralisation sur le risque de contrepartie ..	227
B. L'efficacité du mécanisme de collatéralisation dans un contexte international	231
Section 2 – Les techniques secondaires d'atténuation des risques	235
§1. Obligation de confirmation rapide	236
§2. Obligation de valorisation quotidienne	237
§3. Obligations de rapprochement et de compression de portefeuilles	238
§4. Obligation de règlement des différends	239
Conclusion de la première partie	241
Partie II – La subsistance de risques attachés à la contrepartie	245
Titre I – Les risques juridiques associés à la contrepartie	246
Chapitre 1 – La contrepartie en procédure de résolution	247
Section 1 – L'atténuation du risque de contrepartie perturbée par la résolution	249
§1. L'efficacité des outils de gestion des risques perturbée par le régime de résolution	249
A. Exclusion du déclenchement d'appels de marges et du <i>close-out netting</i>	250

B. Suspension de la réalisation du <i>close-out netting</i>	253
C. Transfert des droits et obligations	256
§2. L'efficacité extraterritoriale du régime de résolution	260
Section 2 – L'exposition au risque de contrepartie réalisée par l'instrument de renflouement interne	264
§1. L'élaboration d'un mécanisme de conversion ou de dépréciation des engagements	264
§2. L'opposabilité de l'instrument de renflouement interne	266
Chapitre 2 – La contrepartie à une opération globale	269
Section 1 – L'hypothèse d'application de la caducité	271
§1. Risques attachés à la caractérisation de la caducité	271
§2. Risque de caractérisation de la caducité	274
A. Risque total de caractérisation de la première condition d'application	274
B. Risque faible de caractérisation de la seconde condition d'application	276
1. Une disparition emportant impossibilité d'exécution : risque nul	276
2. L'exécution du contrat disparu comme condition déterminante du consentement : risque faible	277
Section 2 – En faveur de l'inapplicabilité de la caducité	283
§1. Le caractère supplétif de la caducité	283
§2. Le <i>close-out netting</i> : un mécanisme de droit spécial et d'ordre public	284
Titre II – Les risques économiques persistant sur la contrepartie	287
Chapitre 1 – La cristallisation du risque sur la contrepartie initiale	287
Section 1 – Le recours à la cession de contrats motivés par un transfert théorique du risque de contrepartie	289
Section 2 – La cession de contrats, source de cristallisation du risque de contrepartie	296
§1. Les hypothèses justifiant le recours à la cession de contrats	296

§2. La cristallisation du risque de contrepartie comme stratégie de gestion	300
Chapitre 2 – La concentration des risques sur la contrepartie centrale	307
Section 1 – Les contreparties centrales à l’origine d’un risque systémique	308
§1. Concentration du volume d’activités et des positions au sein d’une même contrepartie centrale	308
§2. Concentration des contreparties centrales entre elles	312
Section 2 – La limitation relative du risque systémique par un cadre règlementaire perfectible	316
§1. Des mesures insuffisantes en cas de défaut d’un membre compensateur	316
A. Élaboration d’obligations essentiellement incitatives	316
B. Élaboration de mesures générales de gestion des risques	318
§2. Des mesures encore à construire en cas de défaut d’une chambre de compensation	324
A. Élaboration d’une réglementation spécifique	324
B. Élaboration de mesures générales de défaillance	327
Conclusion de la seconde partie	339
Conclusion générale	343
Bibliographie	348
Index alphabétique	388

Résumé

Au lendemain de la crise financière de 2008, les autorités se sont emparées de la question du risque de contrepartie associé aux produits dérivés de gré à gré. Les dix années qui se sont écoulées depuis permettent de dresser le bilan de l'efficacité du cadre réglementaire alors mis en place. Cette étude s'attache à cartographier les différents éléments qui composent ou alimentent le risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré et analyse l'efficacité des diverses techniques déployées pour le gérer.

Les outils de gestion utilisés en matière de dérivés de gré à gré afin d'atténuer le risque de contrepartie reposent sur une pluralité de mécanismes juridiques (légaux ou contractuels). Si certains sont à la libre disposition des parties, d'autres leur sont imposés par la réglementation. Tous ces instruments participent – seuls ou conjointement – à atténuer réellement le risque de contrepartie. Mais chacun d'eux ne traite néanmoins qu'un aspect particulier de ce risque et aucun ne permet de l'annihiler totalement. Certaines situations viennent même parfois perturber l'efficacité des outils de gestion du risque de contrepartie et anéantissent leurs effets bénéfiques.

On comprend *in fine* que la gestion efficace du risque de contrepartie suppose le respect de trois étapes : l'identification des risques attachés à chaque opération en présence doit précéder l'élaboration des outils de gestion en vue de leur atténuation, laquelle suppose enfin la prévention du risque d'inefficacité des outils utilisés. Dans tous les cas, la gestion du risque de contrepartie en matière de dérivés de gré à gré s'avère non seulement imparfaite mais aussi éminemment fragile.

Discipline

Droit privé

Mots-clés

Compensation centrale – Contrats financiers – Dérivés – Garanties financières – Instruments financiers à terme – Résiliation-compensation – Risque de contrepartie – Risque systémique