

**LA COLLATERALISATION DES PRODUITS DERIVES  
SUR LE MARCHE DE GRE A GRE**

**Mémoire pour le  
D.E.S.S. Ingénierie Financière**

**Présenté et soutenu par  
Vincent BAILLY**

**sous la direction de Madame Nathalie RIEZ-THIOLLET,**  
Responsable du Service Juridique Post-Marché,  
Département des Marchés de la Caisse des dépôts et consignations.

**Jury**

**Monsieur Roland TORREL,** Professeur à l'Université de Nice-Sophia Antipolis

**Octobre 2000**



---

# CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

56, rue de Lille-75356 PARIS 07

Je remercie la CDC qui est à l'origine du choix de ce sujet et plus particulièrement le Service Juridique Post-Marché au sein duquel j'ai pu réaliser mon stage.

## SOMMAIRE

### CHAPITRE I: La collatéralisation comme outil de sécurisation

§1- Remises en garantie et droit des sûretés. p.8

A) Transfert de propriété à fin de garantie.

.Environnement international  
.Textes spéciaux

B) Extension aux opérations de gré à gré sur produits dérivés.

.Pratique du gage espèces  
.Consécration légale  
.Formalisme allégé

C) Dérogation au droit commun des sûretés.

.Nantissement de valeurs mobilières  
.Réalisation des garanties  
.Nature juridique des remises de l'article 52

§2- Remise en garantie et droit de la faillite. p.12

A) Mécanisme de compensation

.Le *netting*  
.Mécanisme *sui generis*  
.La compensation en droit français

B) Dérogation au droit commun de la faillite.

.Etat de la jurisprudence  
.Notion de connexité

C) Champ d'application.

.Nature des opérations  
.Nature de la convention  
.Statut des parties

## CHAPITRE II: La collatéralisation comme outil de gestion du risque.

Section 1: Réduction des besoins en capital.

p.18

§1- Traitement prudentiel.

A) Prescriptions du Comité de Bâle.

.Ratio de solvabilité.

.Risque de contrepartie et coût en capital

B) Diminution du risque de contrepartie.

.Définition d'un risque net

.Couverture du risque net

§2- Valorisation des opérations.

A) *Le mark to market*

.Une valeur de remplacement

.*L'add-on*

.Taux de pondération

B) Traitement fiscal.

.Neutralité fiscale

.Comptabilisation

Section 2: Gestion des risques liés aux produits dérivés

p.25

§1- Pratique de saine gestion

A) Suivi du processus de gestion

.Le conseil d'administration

.La direction générale

.Indépendance des fonctions de gestion du risque

B) Le processus de gestion du risque.

.Mesure du risque

.Limitation du risque

§2- La collateralisation: une approche fragmentée du risque.

A) Redistribution des risques.

- .Interdépendance des risques individuels
- .Analyse de la contrepartie

B) Stratégie de diversification

- .Effets de la collateralisation
- .Risque juridique et risque opérationnel.

### **CHAPITRE III: Mise en œuvre de la collateralisation.**

Section 1: Le contrat de collateralisation.

p.32

§-1 Le périmètre de collateralisation.

A) Contraintes opérationnelles.

- .Moyens techniques limités
- .Opposabilité à l'ensemble des opérations

B) Collateralisation partielle.

- .Augmentation du risque
- .Coût relatif à la surcollateralisation

§2- Détermination des remises.

A) Montant du risque à couvrir.

- .Prise en compte de la franchise
- .La garantie spécifique

B) Procédure de réconciliation en cas de désaccord.

- .Notion d'écart toléré
- .Procédure de traitement des écarts

C) Gestion de la garantie.

- .Actifs éligibles
- .Arbitrage espèces / titres

Section 2: Vers une organisation du marché OTC.

p.38

§1- Ampleur des marchés dérivés de gré à gré.

A) Organisation binaire des marchés financiers.

- .Les marchés organisés
- .Les marchés de gré à gré

B) Concurrence entre marchés organisés et marchés de gré à gré.

- .Obligation de concentration
- .Mesure du phénomène

§2- Atténuation du clivage.

A) Autorégulation des marchés de gré à gré.

- .La régulation indirecte
- .L'autorégulation

B) La compensation sur les marchés de gré à gré.

- .Coexistence des articles 49 et 52
- .Sécurité et flexibilité

**Bibliographie**

p.44

**Annexe**

p.46

L'intitulé de la présente étude appelle en premier lieu quelques développements sur la terminologie employée. L'appellation générique des produits dérivés provient de ce qu'ils se définissent par rapport à un actif sous-jacent notionnel. Leur valeur "dérive" de la variation d'un autre produit financier de base. Ces produits dérivés peuvent être négociés sur des marchés réglementés, imprégnés par une réglementation relativement contraignante, ou sur des marchés de gré à gré, qui laissent une place capitale à la liberté contractuelle. A l'évidence, cette liberté contractuelle cristallise un intérêt théorique et pratique fort tant elle a donné lieu à la création de produits largement protéiformes. Toutefois, il faut observer que cette liberté contractuelle n'est pas totalement débridée. Les autorités professionnelles, les premières, ont essayé de pallier l'absence de règles législatives spécifiques aux produits dérivés. A cet égard, on peut citer deux initiatives: celles de l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) et de l'Association Française des Banques (AFB) qui, après s'être penchés sur les définitions et conditions générales propres aux contrats d'échanges, se sont attelées à la publication de contrats-cadres standardisés, dont les stipulations types sont sur les points essentiels assez proches. Ensuite, le législateur s'est associé au mouvement d'adaptation du droit aux impératifs du monde financiers. En effet, les produits dérivés négociés sur le marché de gré à gré, saisis à travers le prisme du droit commun, révélaient des incompatibilités juridiques majeures.

Dans un contexte de globalisation financière et de concurrence accrue; la place de Paris ne pouvait se permettre de rester en marge des marchés. Aussi l'utilité économique semble présider cet effet d'alignement et justifie l'organisation d'exceptions au droit commun. C'est chose faite depuis l'adoption de la loi du 31 décembre 1993 et surtout de la loi du 2 juillet 1996 relative à la Modernisation des Activités Financières (loi MAF). Ce nouveau cadre juridique (sans doute l'un des plus favorables d'Europe), assorti d'une internationalisation croissante des établissements français, ont largement contribué ces dernières années au développement du marché de gré à gré des produits dérivés. Depuis 1993, le droit français reconnaît expressément, "nonobstant toutes dispositions législatives contraires", l'opposabilité de la résiliation anticipée des positions et la compensation qui lui est attachée. Ce mécanisme de *close out netting* était déjà courant dans les conventions-cadres. Toutefois, la loi de 1993, bien qu'ayant l'avantage de trancher la difficulté liée au *cherry-picking* et aux pouvoirs discrétionnaires de l'administrateur judiciaire dans le cadre d'une procédure collective, était peu précis quant à son champ d'application et n'adaptait en rien le droit commun des sûretés.

La sécurité juridique est encore améliorée par la loi MAF qui transpose en France la Directive sur les Services d'Investissement. Tel que modifié, le droit français couvre à présent, conformément l'article 52, la compensation de dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale. L'une des deux parties à la convention doit bénéficier d'un des statuts particuliers énumérés. En outre, l'alinéa 4 du même article permet l'organisation d'une sûreté d'un genre nouveau par la mise en place de contrats de collateralisation.

La collateralisation, terme anglo-saxon, opère un transfert de propriété d'actifs à titre de garantie, et ajoute à la sécurité juridique en couvrant le solde issu du mécanisme de *close-out netting*. C'est une donnée essentielle de la pratique des produits dérivés tant le risque de contrepartie y est important. L'ISDA estime en effet qu'entre 1500 et 2500 contreparties ont recours à la collateralisation, et que le total des contrats de collateralisation connus à ce jour s'élève à 12000. Ces contrats ont augmenté en 1999 de 39% par rapport à 1998 et une augmentation de 34% est attendue cette année. Le montant des actifs ainsi remis en garantie sur le marché de gré à gré aurait atteint quelque 200 milliards de dollars à la fin de l'année 1998. On constatera néanmoins que la collateralisation, si elle répond efficacement au souci d'utilité économique précédemment évoqué par la sécurité qu'elle offre (I), il n'en demeure pas moins qu'elle satisfait aussi à l'utilité bancaire dans une optique de gestion du risque (II). Ainsi, en réponse aux contraintes de plus en plus fortes quant à la constitution de fonds propres destinés à sécuriser les activités de marché, les établissements utiliseront la collateralisation pour contourner ces exigences de capital réglementaire. Enfin, la collateralisation étant soumise à l'existence d'une convention-cadre de place, les règles de sa mise en œuvre sont élaborées par les organismes professionnels qui organisent la liberté contractuelle propre aux marchés de gré à gré (III).

## **CHAPITRE I: La collateralisation comme outil de sécurisation.**

La couverture des risques fluctuant continuellement en fonction des conditions de marché, des ajustements fréquents sont nécessaires. Le formalisme inhérent à la constitution de nantissements selon le régime traditionnel des sûretés rendait ces ajustements impraticables. Aussi le législateur prévoit-il dans la loi MAF un système spécial de sûreté des opérations sur instruments financiers par remise en pleine propriété à titre de garantie. Toutefois, cette adaptation aux exigences des marchés financiers se verra nécessairement opposer le droit commun de la faillite.

### §1- Remise en garantie et droit des sûretés.

Le transfert de propriété en garantie n'est pas une nouveauté en soi et n'est pas inconnue du droit financier. L'alinéa 4 de l'article 52 de la loi MAF ne fait qu'étendre ce système aux opérations de gré à gré régies par une convention-cadre, dérogeant par là-même un peu plus au droit commun des sûretés.

#### A) Transfert de propriété à fin de garantie.

**Environnement international :** L'option législative qu'est le transfert de propriété répond au souci de donner aux places financières françaises le maximum d'attrait en offrant, notamment, aux investisseurs la meilleure sécurité juridique possible dans un environnement international marqué par une compétition toujours plus grandissante entre les places financières. On observe alors que la mondialisation de l'économie apparaît comme un facteur d'unification du droit beaucoup plus puissant que toutes les volontés politiques, faisant de la loi un facteur de concurrence. Cette sécurité juridique des remises en garantie avec des opérateurs français donne par conséquent un avantage compétitif incontestable aux marchés français. Peu de pays, même les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne, ne peuvent en effet se targuer d'avoir aujourd'hui une législation aussi favorable et aussi souple en matière de constitution de sûretés.

**Textes spéciaux :** Ce procédé de transfert de propriété en garantie est consacré, outre par la loi MAF, par de nombreux textes spéciaux. Le cas typique, le plus souvent cité en exemple, est constitué par les opérations de *repo* (pensions livrées) où un établissement désirent emprunter des liquidités pour une période déterminée auprès d'un autre établissement lui livre,

en contrepartie, des titres pour l'équivalent en valeur – des emprunts d'Etat généralement – pour cette même période. Les titres sont cédés avec engagement de rétrocession à terme pour un prix convenu. On peut citer également les dispositions relatives au prêt de titres qui prévoient que ces opérations peuvent être garanties par des remises qui seront « définitivement » la propriété du prêteur en cas de défaillance.

En dehors des prêts de titres et de la pension, qui réalise le transfert par le biais d'une cession, on peut citer le cas des « dépôts » de titres ou d'espèces en garantie des positions sur le MATIF qui « sont acquis dès leur constitution à la chambre de compensation ou à l'adhérent." L'article 49 de la loi MAF clarifie le sens du mot "acquis" en prévoyant le transfert de propriété en garantie pour tout dépôt effectué par les donneurs d'ordre auprès des adhérents d'une chambre de compensation ou par ces adhérents auprès de la dite chambre de compensation. Il organise en droit français un véritable système de *trust* anglo-saxon.

Repris par l'article 52, le champ d'application des remises en pleine propriété à fin de garantie est étendu aux opérations sur instruments financiers conclues de gré à gré sur la base d'une convention-cadre. Les remises concernent des valeurs, titres, effets ou sommes d'argent, sont opposables aux tiers sans formalités et tiennent compte de l'évolution de la valeur des opérations.

B) Extension aux opérations de gré à gré régies par une convention-cadre.

**Pratique du gage-espèces.** Jusqu'à l'adoption de la loi MAF, le régime des sûretés afférent aux produits dérivés était caractérisé par une inadaptation quant aux exigences du marché. Nous l'avons vu, les risques relatifs à ces produits, variant quotidiennement, requièrent des ajustements selon la même périodicité. Contournant les inconvénients d'un formalisme trop lourd, les praticiens ont alors recouru à la technique du gage-espèces, reconnu comme un outil efficace et simple d'utilisation facilitant la mise en place de couvertures d'opérations sur produits dérivés. Il s'agissait de déposer des fonds (en francs ou en devises) sur un compte bloqué, au nom du créancier gagiste, permettant au titulaire de ce compte d'exercer son droit de propriété en cas de défaillance du débiteur et compenser les sommes dues au titre du gage-espèces avec les obligations dues au titre de la convention.

**Consécration légale.** En application de l'article 52 alinéa 4 de la loi MAF, les parties recevant des actifs en garantie en deviennent désormais propriétaires et peuvent les prêter ou les vendre sur le marché pour autant qu'ils puissent rendre fonds ou valeurs de même nature à

l'issue du contrat si aucune défaillance n'est survenue, ou avant ce terme en cas de retournement des conditions de marché les obligeant à restituer ces remises pour en effectuer elles-mêmes. Il est donc impératif que les actifs remis le soient en pleine propriété, puisque cela va permettre à la contrepartie, qui bénéficie de cette remise, de pouvoir utiliser des titres ou éventuellement des liquidités comme bon lui semble.

**Formalisme allégé.** Ces droits attribués au créancier sont constitués sans autre formalité que la remise qui s'exerce par la dépossession de ces actifs. Le corollaire de cette remise étant le virement ou la livraison de ces actifs sur un compte ouvert au nom du créancier, celle-ci peut être mise en œuvre sur un base quotidienne. Les garanties pourront alors être constituées rapidement en fonction de la valorisation des opérations de référence de chacune des parties. L'article 52 alinéa 4, en répondant favorablement aux exigences de réactivité du marché financier, fait néanmoins voler en éclat les canons du régime traditionnel des sûretés.

#### C) Dérogation au droit commun des sûretés ;

**Nantissement de valeurs mobilières.** A droit spécial, règles spéciales. Ainsi le droit financier pourra s'affranchir du formalisme prévu lors de constitution de garanties. Les modalités du nantissement sont prévues à l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983 et remplacé par l'article 102 de la loi MAF. Ce texte prévoit que le nantissement de valeurs mobilières ne pouvait être valablement constitué et opposable aux tiers que lorsque le débiteur avait signé une déclaration de constitution de gage précisant le nombre, la nature des titres, et le montant de la dette ainsi gagée. Les titres ainsi gagés devaient ensuite être virés sur un compte spécial bloqué chez l'intermédiaire teneur de compte et faire l'objet d'une attestation de gage par ce dernier au profit du créancier gagiste. Cette mécanique, lourde, était a priori incompatible avec le principe d'une réévaluation quotidienne ajustée aux fluctuations des positions.

**Réalisation des garanties.** Les nouveaux aménagements ne concernent pas les seules exigences de forme relatives à la constitution de garantie, mais aussi la réalisation de celles-ci en cas de défaillance de la contrepartie.

Là encore, le gage-espèces présentait l'intérêt considérable d'une réalisation par simple compensation des créances résultant des opérations garanties avec la dette de restitution des espèces remises en gage. Pour le reste, l'article 2078 du Code Civil interdisant la vente privée du gage ou l'attribution automatique de celui-ci au créancier gagiste, un bien nanti ne pouvait

être vendu par le créancier gagiste qu'aux enchères publiques et après : 1° Mise en demeure restée infructueuse, 2° Une procédure judiciaire autorisant la vente , et 3° Une évaluation du bien par un expert. L'article 93 du Code de Commerce vient toutefois simplifier ce régime en permettant de vendre aux enchères publiques le bien après un délai de huit jours à compter de la mise en demeure de paiement, sans décision de justice préalable. Ces deux articles prohibent ainsi l'existence de tout pacte commissaire par lequel le créancier peut se voir transférer la propriété de la chose gagée sans délais ni formalités. Cette prohibition devient caduque dès lors que la remise à titre de garantie opère transfert de propriété. Il convient donc de s'interroger sur la nature juridique des remises organisées par l'article 52, celles-ci dérogeant tant du point de vue de leur constitution que de leur réalisation aux sûretés traditionnelles.

**Nature juridique des remises de l'article 52.** Certains auteurs analysent cette remise de l'article 52 comme une « sûreté-propriété ». Le raccourci semble aisé puisqu'il s'agit de qualifier une sûreté de type original conciliant le transfert de propriété avec une sûreté pure. Il est important cependant de distinguer deux situations, selon que sont remis des espèces ou des titres: dans le cas des remises d'espèces en garantie ( ou gage-espèces précité), le transfert de propriété ne peut se concevoir que grâce à la nature fongible des espèces. En revanche, tel n'est pas le cas des valeurs mobilières et titres de créance négociables dont la remise, par inscription en compte n'induit nullement le transfert de la propriété au teneur de compte. Partant, ces remises d'un genre particulier prévues par l'article 52 ne peuvent être assimilées au gage.

Retenir comme qualification juridique la notion de « sûreté-propriété » revient dès lors à laisser la porte ouverte à une autre notion qu'est celle de sûreté fiduciaire, s'inscrivant ainsi dans un mouvement d'acceptation progressive de la propriété fiduciaire. En effet, la fiducie postule le transfert par le fiduciaire d'un droit dans le patrimoine d'un fiduciaire, à charge pour celui-ci, d'une part d'exercer ou de conserver ce droit conformément aux obligations fixées par le fiduciaire et, d'autre part, de la rétrocéder à celui-ci ou à un tiers. Force est de constater que l'article 52 alinéa 4 consacre cette tendance en admettant la propriété comme instrument de garantie, en faisant d'un droit réel principal un droit réel accessoire. Toutefois, les remises organisées par cet article se distinguent de celles de l'article 49 en ce qu'il ne soumet pas les droits transférés au droit de gage général des créanciers du fiduciaire.

Cette consécration légale vient compléter celle de la loi du 17 juin 1987 sur les prêts de titres, la loi du 31 décembre 1993 sur les opérations de pensions livrées, ou la loi Dailly du 2 janvier

1981 relative aux transferts de créances professionnelles et facilitant l'accès des entreprises au crédit.

On notera enfin que l'article 52 alinéa 4 dispose que les créances et les dettes relatives à ces remises sont compensables avec celles afférentes aux opérations sur instruments financiers dans le cadre du mécanisme de compensation prévu à l'alinéa 1 du même article. La réalisation de la remise en garantie peut dès lors être qualifiée de compensation. Une telle qualification a l'avantage au demeurant de préciser le sort de l'excédent éventuel des remises sur la créance impayée (normalement restitué au débiteur défaillant) mais heurte, en revanche, l'application du droit commun de la faillite.

## §2- Remise en garantie et droit de la faillite.

Le nouveau mécanisme instauré par l'article 52 simplifie les conditions de réalisation des droits du créancier en cas de défaillance du débiteur. Cette réalisation pourra être effectuée par simple compensation, comme en matière de gage-espèces, avec le solde de résiliation évalué dans les conditions prévues par la convention cadre régissant les relations entre les parties et ce sans autorisation, quelque soit la nature des actifs remis en garantie.

### A) Mécanisme de compensation.

**Le netting.** L'article 52 prévoit dans son alinéa 1<sup>er</sup> la compensation des dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers lorsqu'elles sont régies par une convention cadre. Ce dispositif complète et renforce celui du *close-out netting* introduit par la loi du 31 décembre 1993 et qui permet de procéder, en cas de défaillance de l'une des parties, à la réalisation de l'ensemble des opérations, à leur évaluation, puis à leur compensation. Ces conventions de compensation globalisent un ensemble d'opérations, quand bien même celle-ci seraient de nature différente. Par exemple, des contrats à terme sur taux peuvent, au sein d'une même convention-cadre, former un tout en vue de leur exécution et de leur comptabilisation avec des options sur matières premières ou des swaps sur devises. Au final, les lois de 1993 et de 1996 mettent le cadre juridique des opérations de marché à terme au diapason des conventions cadres internationales en donnant une base légale aux procédures conventionnelles de *netting*.

En outre, le projet de loi sur les nouvelles régulations économiques introduirait un nouvel alinéa qui permettrait de compenser entre eux les soldes issus de deux ou plusieurs conventions-cadre. Il serait rédigé comme suit:

*"S'il existe deux conventions-cadre ou plus entre les parties, celles-ci (-) 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."*

Cet alinéa renverrait au nouvel alinéa 1<sup>er</sup> qui introduirait dans le champ d'application de la compensation des *dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadre respectant les principes généraux de conventions-cadre de place*. Cette *superglobalisation* engloberait produits dérivés, pensions livrées et prêts-emprunt de titres.

**Mécanisme sui generis.** Toutefois, le *netting* ne correspond pas à proprement parler à une qualification juridique spécifique. En effet, la notion de « compensation », au sens de l'article 1289 du Code Civil, ne recouvre qu'imparfaitement la notion de *netting*. Ainsi, les conventions cadres soumises au droit anglais ou américain recourent au système de novation 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 soit une créance nouvelle, il ne s'agira pas de « compensation » emportant extinction de créance et dont le solde correspondrait à la fraction de la créance de plus fort montant, mais d'une novation conventionnelle ou d'un mécanisme proche de celui du compte courant, en supposant qu'il existe un compte par date d'échéance.

**La compensation en droit français.** Dès lors qu'elle est entendue largement quant à sa nature juridique, la compensation au sens de l'article 52 doit également être comprise comme bilatérale ou multilatérale. En effet le texte vise les conventions « entre deux parties au moins ». Elle doit également s'entendre d'une compensation entre des créances réciproques libellées dans des devises différentes ainsi qu'entre créances d'espèces et créances de livraison de titres ou autres sous-jacent d'un instrument financier. A cet égard, en droit français, deux acceptions de la compensation sont possibles :

D'une part, il peut s'agir d'une compensation légale si les créances ont pour objet des espèces (naturellement fongibles) ou si la convention prévoit la transformation de plein droit de la

créance des titres en créance d'espèces, sur la base de la valeur de marché des titres au jour de la compensation.

D'autre part il peut s'agir d'une compensation conventionnelle qui s'opère directement par extinction de la créance d'espèces contre celle de livraison de titres sur la base de leur valeur de marché en dérogeant au principe de fongibilité de l'objet des créances posés par l'article 1290 du Code Civil pour la compensation légale.

Malgré l'existence de ces deux mécanismes de compensation, légal et conventionnel, des incertitudes demeuraient quant à leur compatibilité avec l'application du droit de la faillite. Les lois de 1993 et 1996 sont venues couper court à toute incertitude en dérogeant à l'application du droit commun.

#### B) Dérogation au droit commun de la faillite.

**Etat de la jurisprudence :** Selon le droit commun , le fondement légal de la compensation, qui constitue un mode d'extinction des obligations, réside dans les articles 1234, 1289 à 1299 du Code Civil. Ces articles précisent que la compensation concerne deux personnes débitrices l'une à l'égard de l'autre et qu'elle s'opère de plein droit lorsque leurs dettes et créances réciproques sont certaines, liquides et exigibles. Par ailleurs, deux parties peuvent prévoir par convention que la compensation s'opérera, même si ces trois conditions susvisées ne sont pas remplies. Diverses dispositions de la loi du 25 janvier 1985, relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, s'opposent au paiement de créances nées avant le jugement d'ouverture de la procédure (article 33), ainsi qu'à l'exigibilité anticipée du fait de cette faillite (article 56). La compensation, emportant paiement, ne peut en principe pas jouer. Cependant, la jurisprudence a admis la compensation de créances nées avant ou après un jugement d'ouverture, dès lors que ces créances étaient unies par un "lien de connexité", c'est-à-dire qu'il s'agissait de créances réciproques et indivisibles car dérivant d'un même contrat définissant un cadre de relations d'affaires entre les parties. Cette jurisprudence de principe, concernant alors des éleveurs et des commercialisateurs de porcs, n'intéressait que très peu les opérations sur instruments financiers à terme. Partant, la solidité juridique des conventions de compensation sur instruments financiers ne reposant que sur cette jurisprudence, les juges avaient toute discrétion dans l'interprétation du lien de connexité, rendant l'incertitude d'autant plus importante. Pour couper court à d'éventuelles discussions, un traitement dérogatoire à la faillite, différent de celui reconnu aux opérations plus classiques, se révèle être indispensable.

**Reconnaissance de la connexité conventionnelle.** Au vu de la jurisprudence précédemment évoquée, on note que les juges ont constaté l'existence d'une "connexité naturelle". Ce même lien de connexité exigé par la jurisprudence aurait certainement été reconnu s'agissant d'opérations de même nature régies par une convention-cadre. Il en est cependant d'autant moins sûr s'agissant de créances et dettes afférentes à des opérations de nature différente (par exemple un swap de taux et une option de change), où le lien de connexité n'est que conventionnel. Les lois de 1993 et 1996 offrent l'avantage d'éviter tout risque de débat ou contestation sur ce point en disposant que les lois du 1<sup>er</sup> mars 1984 ou du 25 janvier 1985 ne peuvent faire obstacle à l'application de l'article 52. L'idée du législateur en la matière a bien été de vouloir mettre fin à la nullité systématique des paiements effectués pendant la période suspecte prévue par les articles 107 et 108 de la loi de 1985. En effet, dans la mesure où le mécanisme de compensation peut être assimilé à une compensation conventionnelle, il demeurerait un risque d'annulation de la compensation opérée pendant la période suspecte, soit 18 mois avant l'ouverture du redressement judiciaire. Ce régime dérogatoire, très largement favorable aux créanciers, reste toutefois caution au respect des conditions énoncées par la loi.

C) Champ d'application du *netting*.

**Condition tenant à la nature des opérations.** La loi MAF étend le champ d'application du *netting*, jusque là autorisé qu'aux seules dettes et créances afférentes à des opérations de marché à terme, "mentionnés à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 28 mars 1885". Elle l'étend aux dettes et créances afférentes à toute opération portant sur des instruments financiers, catégorie définie à l'article 1<sup>er</sup> de la loi. Elle recouvre principalement les actions, les titres de créance, les parts d'Opcvm et les instruments financiers à terme. L'article 52 valide également la compensation des dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers effectuées sur marchés réglementés dans le cadre du règlement général du CMF.

**Condition tenant à la nature de la convention entre les parties.** Ces opérations doivent être régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale. Le législateur n'a pas tenu à établir une liste précise des conventions concernées, préférant s'en remettre à la place. On en déduira que la convention-cadre en question doit faire l'objet d'une adhésion de la profession. A cet égard, la rédaction ou l'approbation par des organisations professionnelles représentatives des opérateurs du

marché constitue certainement un facteur important pour la reconnaissance d'une convention-cadre de place.

Le gouverneur de la Banque de France a eu l'occasion de confirmer que les conventions de l'AFB, ISDA, IFEMA, ICOM et autre FXNET remplissaient cette condition. Ces conventions définissent des principes généraux régissant notamment les cas et les conséquences de la défaillance d'une partie ainsi que les garanties affectées aux opérations, leur compensation et les conséquences d'une résiliation anticipée (conversion des créances en une devise unique, calcul d'un solde de résiliation, etc ...). La convention de l'Association Française des Banques, relative aux opérations de marché à terme, prend soin à cet égard de préciser en son article 1<sup>er</sup> ces principes généraux:

- "- l'ensemble des opérations de marché régies par la Convention forment un tout pour leur résiliation et leur compensation;
- les opérations de marché régies par la Convention sont exclusivement celles visées à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 28 mars 1885 modifiée, sur les marchés à terme;
- la défaillance de l'une des parties donne droit à l'autre partie de résilier l'ensemble des opérations de marché 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;
- ce solde de résiliation est déterminé selon une méthode d'évaluation préétablie qui reflète la valeur économique des opérations de marché à la date de leur résiliation."

Le non respect de l'un quelconque de ces principes généraux lors des négociations bilatérales entre les parties à la convention est susceptible de mettre en échec l'application du *netting*.

**Conditions tenant au statut des parties.** La convention-cadre doit organiser les relations entre "deux personnes au moins " dont l'une bénéficie d'un statut particulier. Il peut s'agir d'un prestataire de services d'investissement (banque ou établissement de crédit selon la terminologie de la loi MAF), un établissement public depuis la loi du 25 juin 1999, une entreprise visée à l'article 25 de la loi MAF (compagnie d'assurance, Opcvm, Trésor Public, etc...), ou un établissement non résident ayant un statut comparable.

On notera que seule une des parties doit avoir le statut concerné et que rien n'impose dans la loi que cette partie soit la partie française. Ainsi, un établissement bancaire étranger contractant avec une entreprise industrielle française qui ne bénéficie pas d'un statut particulier pourra néanmoins se prévaloir des dispositions de l'article 52 en cas de faillite de l'entreprise. Cette prérogative doit néanmoins être réciproque compte tenu de l'application territoriale de la loi française. Dès lors, un établissement français doit s'assurer de pouvoir se

prévaloir de dispositions similaires vis-à-vis de sa contrepartie étrangère. A cet effet, il sera demandé la production d'un *legal opinion* certifiant que le droit étranger est « accueillant » au regard du *netting*.

En outre, si la compensation conventionnelle multilatérale est théoriquement possible, actuellement en France les opérations sur produits dérivés se traitent toujours en mode bilatéral.

La limitation du bénéfice de l'article 52 à ces seules opérations de gré à gré et à celles effectuées sur un marché réglementé trouve sa justification dans le caractère dérogatoire de la possibilité de résilier par anticipation une opération en cas de procédure collective et de compenser consécutivement les dettes et créances résultant de cette résiliation anticipée. Le paiement du solde de résiliation ainsi dégagé sera garanti par la collateralisation. Cette pratique permet aussi aux opérateurs, dans une optique de gestion dynamique des risques, de réduire les besoins en fonds propres.

## CHAPITRE II: La collateralisation comme outil de gestion du risque.

La compensation, nous l'avons vu, permet de calculer une position nette pour l'ensemble des opérations et d'évaluer ainsi un solde net de résiliation. La compensation permet aussi aux établissements de crédit de ne prendre en compte que le risque net de leurs opérations pour le calcul de leur ratio de solvabilité. Ce calcul de solde net diminue considérablement le besoin en fonds propres.

### Section I: Economie de fonds propres.

La collateralisation permet certes de se couvrir mais elle répond aussi à l'utilité bancaire de dégonfler les ratios traduisant les règles prudentielles en permettant que les banques voient leurs risques limités à la différence entre deux opérations en imputant le montant de l'une à l'autre.

#### §1- Traitement prudentiel particulier.

##### A) Prescriptions du Comité de Bâle

**Ratio de solvabilité.** Au regard des prescriptions du Comité de Bâle et au vu de l'exposé des motifs de la loi du 31 décembre 1993, la reconnaissance du *netting* permet "d'assurer la force juridique demandée par les autorités prudentielles au plan international et européen pour permettre l'introduction de procédures conventionnelles de compensation dans le calcul des ratios prudentiels internationaux ( ratio Cooke et ratio Européen de solvabilité)". Les autorités prudentielles ont en effet été amenées à prévoir des réglementations pour permettre que les opérations sur produits dérivés, lorsqu'elles sont maîtrisées juridiquement, puissent amener les banques concernées à bénéficier d'un traitement prudentiel favorable.

Ces ratios imposent des normes de solvabilité minimum aux établissements bancaires et financiers dans un environnement financier toujours plus évolutif et inventifs. Doivent être ainsi couverts par un minimum de fonds propres les risques de contrepartie (notamment tout risque lié aux opérations traitées de gré à gré) pesant sur ces établissements. Aussi, pour le financement de leurs opérations et si la compensation est reconnue, leur besoin de fonds propres seront réduits en conséquence. Cette approche essentielle de la reconnaissance de la

compensation, et la prise en considération au niveau prudentiel, pour pouvoir allouer moins de fonds propres à tout ce type d'opérations bancaires sont, à côté du risque juridique de contrepartie, la priorité pour les banques.

**Risque de contrepartie et coût en capital:** Le risque à considérer dans le calcul du ratio Cooke est le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie n'honore pas une obligation. Il se décompose en risque de crédit sur les entreprises et sur les banques lorsqu'il s'agit d'opérations classiques de prêts, et en risque de contrepartie sur des instruments financiers de hors bilan. Ces instruments, bien que dits hors bilan, doivent être à l'instar des opérations précédentes systématiquement incorporés au dénominateur du ratio de solvabilité, ce qui a pour effet d'augmenter le besoin en fonds propres pour couvrir le risque global. La justification de cette prise en compte réside dans le fait que les produits dérivés ont la double caractéristique d'être à la fois des produits de hors-bilan et des "produits de crédit".

En effet, les engagements résultant des instruments dérivés sont enregistrés au hors bilan des banques. Ces engagements, qui sont fictivement enregistrés en partie double malgré l'absence de mise à disposition de fonds, correspondent à des opérations qui n'induisent pas actuellement de mouvement de capitaux mais qui induiront ou sont susceptibles d'induire de tels mouvements dans le futur. L'enregistrement traduit simplement le fait que la banque a donné ou reçu un engagement. Cependant, l'obligation, pour les banques qui gèrent des portefeuilles de *trading* de produits dérivés, d'évaluer et de présenter dans leurs comptes leurs opérations, conduit d'une certaine façon à reconnaître au bilan les créances et dettes vis-à-vis des contreparties sur ces produits. Cette reconnaissance, bien qu'imparfaite puisqu'elle ne s'applique qu'aux opérations de *trading* et qu'elle ne fait apparaître que la dette ou la créance nette issue du portefeuille, traduit la seconde caractéristique de ces produits, à savoir leur nature de "produits de crédit". Voilà pourquoi le Comité de Bales a pris en compte ces risques en déterminant un "équivalent risque de crédit" particulier pour les produits hors-bilan.

Dans le cas du ratio Cooke, la valeur de fonds propres à mobiliser est égale aux risques de contrepartie ainsi déterminés multiplié par 8%. On en déduit le coût de cette mobilisation de fonds propres, soit le coût d'opportunité, en y appliquant le taux de rémunération implicite retenu par l'établissement assujéti. Le recours par les établissements de crédit à la collateralisation permettra, en diminuant le risque de contrepartie, de diminuer mathématiquement le coût en fonds propres.

## B) Diminution du risque de contrepartie.

**Définition du risque net:** Le risque de contrepartie apparaît pour un opérateur s'il est en position gagnante dans une transaction et que sa contrepartie ne peut honorer financièrement ses engagements. En effet, lors de la conclusion d'une opération, celle-ci étant réalisée au prix courant du marché, le contrat n'a pas de valeur puisqu'il est possible de le réaliser de nouveau dans les mêmes conditions si l'une des contreparties fait défaut. En revanche, au fur et à mesure que le temps s'écoule, les conditions de marché évoluent et nécessairement l'une des contreparties se trouve attendre de l'autre le paiement futur d'un prix qui n'est plus celui du marché. En cas de faillite de l'une des contreparties, l'autre devra renégocier au prix actuel du marché l'engagement qui vient de disparaître, enregistrant un gain ou une perte. De plus, cette renégociation est conditionnée par la possibilité de retournement dans le marché de gré à gré de la transaction initiale. En effet, malgré la standardisation croissante sur ce marché, le risque de liquidité est une donnée essentielle des produits dérivés sur mesure dont les paramètres financiers satisfont aux besoins propres d'une partie. Le risque de contrepartie se concrétise donc lorsque simultanément une contrepartie fait défaut et que la variation de prix du sous-jacent est défavorable.

**Couverture du risque net.** La compensation, dans son acception large de créance nouvelle, permet dans un premier temps de déterminer une position nette, diminuant de ce fait l'exposition au risque. Juridiquement, seront compensés les gains et les pertes latents présentés par différentes opérations sur dérivés conclues avec une même contrepartie, afin de dégager une créance nette ou une dette nette. Ensuite, les établissements de crédit pourront décider de recourir à la collateralisation afin de réduire de surcroît le risque net ou de contrecarrer la forte volatilité inhérente aux produits dérivés. Concrètement, le mécanisme est le suivant: après avoir valorisé l'ensemble des opérations dans le cadre d'un portefeuille, il se dégage un risque net qui correspond à un montant exigible non versé ou non reçu, ce risque étant couvert par une remise au profit de la contrepartie ou constituée par cette dernière. Cette remise permet de garantir, de sécuriser l'obligation de la partie qui est en risque. En d'autres termes, on remet la valeur de son portefeuille de risque de contrepartie à zéro. Les établissements de crédit s'attacheront donc aussi souvent que possible de ramener le risque à zéro après avoir valoriser les opération en cours avec une contrepartie et déterminé quelle est

la partie qui est en risque sur l'autre, dans la mesure où dans une transaction, il y a toujours une partie qui est bénéficiaire d'un flux et l'autre qui doit payer ce flux.

## §2- Valorisation des opérations.

La question de l'évaluation des créances réciproques ne présente pas de difficultés majeure pour les instruments financiers négociés sur un marché réglementé où les cours fourniront une référence objective. Elle peut, en revanche, s'avérer plus délicate pour les opérations de gré à gré régies par une convention cadre. A cet égard, la convention cadre AFB prévoit comme modalité d'évaluation des créances en vue de leur compensation le calcul de la valeur de remplacement ou "*mark to market*". La collateralisation de cette valeur de remplacement ne sera réellement efficace que dans la mesure où elle n'est pas obérée par un traitement fiscal désavantageux.

### A) Le *mark to market*

**Une valeur de remplacement.** Nous avons vu que le risque de contrepartie était fonction de l'évolution du marché et, partant, de la perte potentielle engendrée par la renégociation sur le marché d'opérations similaires avec une autre contrepartie. en remplacement du contrat résilié. Ainsi, un swap "10% contre Pibor 3 mois" conclu en 1996 sur un montant notionnel de 1 milliard de francs et pour une durée de 10 ans, engendre aujourd'hui une position créditrice de la contrepartie qui reçoit le taux fixe sur la contrepartie qui le paie, dans la mesure où le taux sur la période restant à courir est revenu à 5,30%. Si la partie qui paie le taux fixe fait défaut, négocier un nouvel engagement engendrerait une perte de 4,70% par ans sur les six années à venir pour la contrepartie non défaillante, ou encore 22,96% en valeur actuelle du montant notionnel, soit 229,6 millions de francs. Le *mark to market* (ou valeur de remplacement) de ce contrat est donc de 229,6 millions de francs. Ainsi, le *mark to market* peut se définir comme la valeur acquise par un contrat de produit dérivé (d'échange ou optionnel) due principalement à l'évolution du sous-jacent. Toutefois, à cette valeur est appliquée une majoration appelée *add-on*.

**L'*add-on*.** Ces majorations doivent correspondre et faire l'objet d'une justification prenant en compte le risque potentiel futur calculé selon le nominal du sous-jacent de chaque opération. Aussi cet *add-on* est fonction de la durée de vie résiduelle des contrats et il est calculé sur la

base des notionnels. La Comité de la Réglementation Bancaire a, dans son règlement du 17 juillet 1992, déterminé un *add-on* de 0,5% pour les contrats de taux à plus d'un an. Cependant, cet *add-on* ne s'applique pas aux swaps de taux variable contre taux variable, qui sont pris en compte à hauteur de leur seule valeur de remplacement. La valeur ainsi obtenue en considérations de l'*add-on*, sera multiplié par un taux de pondération d'autant plus élevé que le degré de risque sera fort, c'est-à-dire reflétant la qualité de signature de la contrepartie.

**Taux de pondération.** Trois critères principaux sont utilisés pour définir le degré de risque et donc le taux de pondération applicable à un engagement donné:

- la nature juridique de la contrepartie sur laquelle est détenue la créance. A cet égard, on distingue les principales contreparties:

1. Administrations centrales et banques centrales,
2. Administrations régionales ou locales;
3. Banques multilatérales de développement;
4. Etablissement de crédit;

- la zone géographique d'appartenance de la contrepartie. On distingue:

1. La zone A: elle comprend les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) ainsi que l'Arabie Saoudite. En outre, pour qu'un pays figure dans la zone A, il est nécessaire qu'aucun rééchelonnement de sa dette publique extérieure n'ait eu lieu depuis cinq ans.
2. La zone B: tous les autres pays.

-l'existence d'une garantie ou d'un nantissement (au bénéfice de l'établissement de l'établissement de crédit considéré) couvrant le risque de non-recouvrement d'une créance.

Sur ces bases, la réglementation prévoit quatre taux de pondération: 0, 20, 50 et 100%, le taux croissant avec le degré de risque estimé.

Exemple:

Taux de 0%: concerne les créances sur les administrations centrales ou les banques centrales de la zone A. Par conséquent, sont automatiquement exclus du calcul du ratio de solvabilité tous les risques dits publics.

Taux de 20%: concerne les créances sur les banques multilatérales de développement, créances sur les administrations régionales ou locales des Etats de la zone A, créances sur les établissements de crédit de la zone A, ou de la zone B si la durée résiduelle du contrat ne dépasse pas un an.

Taux de 100%: ce taux s'applique aux entreprises. Toutefois, l'ISDA a pu obtenir des autorités de tutelle que ce taux soit ramené à 50% pour les opérations afférant aux swaps uniquement. Les besoins en fonds propres sur les swaps clientèle ont ainsi été réduits de moitié et permet à un plus grand nombre de recourir à ce genre de produit.

Par ailleurs, lorsqu'un contrat bénéficie d'une garantie ou d'un nantissement, le taux de pondération applicable n'est plus celui de la contrepartie mais celui qui caractérise la garantie. En effet, si le débiteur initial est défaillant, l'établissement encourrait alors un risque de contrepartie sur le garant ou sur l'émetteur de l'actif nanti (il y a transfert du risque).

L'action cumulée de la pondération et de la compensation, associée au recours à la collateralisation, tendent à réduire considérablement les besoins en fonds propres. Il convient néanmoins de s'interroger si le bénéfice ainsi obtenu n'est pas contrebalancé par un traitement fiscal trop lourd.

#### B) Traitement fiscal.

**Neutralité fiscale.** L'article 53 de la loi MAF prévoit une neutralité fiscale de ces remises similaires au régime des prêts de titres de la loi du 17 juin 1987 en raison de l'absence d'intention spéculative des parties, intégrant par là même l'article 38 bis du CGI. Il ressort des débats parlementaires que l'objectif du législateur a été d'assurer la neutralité fiscale des transferts de titres en pleine propriété à titre de garantie afin de faciliter le bon fonctionnement des marchés portant sur instruments financiers. Les conditions à respecter sont les suivantes:

- Peuvent être transféré les instruments financiers d'un marché réglementé, c'est-à-dire les valeurs mobilières inscrites à la cote officielle d'un marché français ou étranger, les valeurs mobilières inscrites au second marché, les titres de créance négociables, les titres inscrits à la cote du nouveau marché. Sont exclus de ce régime de faveur les titres qui pendant la durée du transfert seront susceptibles de faire l'objet d'un paiement de dividendes ou d'intérêts ouvrant droit à l'avoir fiscal ou au crédit d'impôt.

- Les actifs transférés ne doivent pas être détenus par le bénéficiaire pendant plus d'un an. Ils ne devraient pas non plus être affectés pendant toute la durée du transfert par un événement modifiant leurs caractéristiques, par exemple une conversion ou un échange d'obligations en actions.

- Les actifs détenus doivent être transférés en pleine propriété, à titre de garantie. Cette notion qui ressort de la loi MAF pourra peut-être poser des problèmes lorsque le transfert sera soumis à un droit étranger.

- Au moins l'une des deux parties doit être un prestataire de services d'investissement, ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire de l'article 25 de la loi, ou un établissement non résident ayant un statut comparable.

- Les actifs enfin ne doivent être transférés qu'à compter de la date de l'entrée en vigueur de la loi.

Cette liste, d'apparence exhaustive, reste toutefois conditionnée par d'éventuelles interprétations que pourrait en faire l'administration fiscale du fait de la spécificité des remises en question.

**Comptabilisation.** Dans l'hypothèse où le bénéficiaire est installé en France, les actifs reçus en garantie seront inscrits directement au bilan de celui-ci pour leur valeur de marché au jour du transfert. Une dette de restitution sera inscrite au passif du bilan du bénéficiaire pour la même valeur.

A la clôture de l'exercice, les actifs qui auront été reçus en garantie et la dette de restitution correspondante doivent être évalués à leur valeur de marché à cette date. Bien que cette évaluation soit neutre fiscalement, il convient cependant que le bénéficiaire n'ait pas cédé les actifs reçus en garantie. La dépréciation éventuelle des actifs remis en garantie sera directement prise en compte et ne donnera pas lieu à constitution d'une provision.

Si le bénéficiaire cède des titres, ceux-ci seront réputés prélevés sur les actifs de même nature que ceux reçus en garantie à la date la plus éloignée (méthode FIFO). Le résultat de cession des actifs reçus en garantie sera égal à la différence entre le prix de cession et leur valeur de marché à la date du transfert initial avec le constituant, ou à la date de clôture du dernier exercice si cette date est postérieure à celle du transfert initial.

Les actifs reçus en garantie seront réputés restitués à la valeur pour laquelle ils sont inscrits dans le bilan du bénéficiaire. Corrélativement, celui-ci constatera une disparition de la dette de restitution au passif de son bilan.

Inversement, le constituant inscrira à l'actif de son bilan la créance de restitution qu'il détient sur le bénéficiaire et qui sera représentative des actifs transférés. Cette créance de restitution sera inscrite pour une valeur égale à la valeur des actifs au jour du transfert. Aucun profit ni aucune perte ne seront constatés par le constituant. De la même manière, lors de la restitution des actifs, le constituant inscrira les actifs à son bilan pour leur valeur à la date du transfert initial, c'est-à-dire pour la valeur de la créance de restitution représentative de ces actifs.

L'attrait non négligeable que peut représenter la maîtrise du risque de contrepartie ne doit cependant pas occulter la diversité des risques propres aux produits dérivés. Même si elle

réduit les besoins en liquidités et permet, implicitement, d'augmenter les volumes traités, la collateralisation ne constitue certainement pas une panacée.

## Section 2: Gestion des risques liée aux instruments dérivés.

Il est indispensable de noter que la collateralisation, si elle diminue le risque de contrepartie, ne doit pas pour autant réduire à néant les efforts de saine gestion des risques dont la capacité à mesurer et à gérer le risque sont les composantes fondamentales. La collateralisation n'est qu'une technique parmi d'autres visant à servir la qualité de la gestion.

### §1- Pratique de saine gestion.

L'adoption de pratiques saines constitue un élément important pour faire face aux risques liés à l'usage des produits dérivés, et ce malgré l'accroissement de la complexité, de la diversité et du volume de ceux-ci. Selon la pratique courante pour la plupart des activités bancaires, un établissement doit disposer, sous forme écrite, de stratégies et de procédures définissant clairement ses orientations en matière de gestion des risques pour ses opérations sur produits dérivés.

#### A) Suivi du processus de gestion

**Le Conseil d'administration.** Celui-ci doit approuver toutes les grandes stratégies se rapportant à la gestion des risques dans l'ensemble de l'établissement. Ces stratégies, incluant celles concernant les produits dérivés, devraient être compatibles avec les orientations générales de l'établissement, le niveau de fonds propres, l'expérience en matière de gestion et la volonté globale d'assumer des risques. En conséquence, les administrateurs sont tenus régulièrement informés des risques encourus et doivent réévaluer à intervalles périodiques les grandes stratégies et procédures de gestion des risques, en accordant une importance particulière à celles qui définissent la tolérance de l'établissement à l'égard des risques associés à ces activités. Le conseil d'administration doit également instaurer et encourager des discussions entre ses membres et la direction générale, ainsi qu'entre celle-ci et les autres cadres, sur les risques encourus par l'établissement et le processus de gestion de ceux-ci.

**La direction générale.** Elle a la responsabilité de s'assurer que des stratégies et procédures adéquates existent pour effectuer des opérations sur instruments dérivés, tant dans une perspective à long terme que sur une base journalière. Cette tâche consiste notamment à s'assurer de l'existence de responsabilités bien définies pour la gestion des risques, de systèmes appropriés pour les mesurer, de limites bien structurées pour la prise de risques, de contrôle interne efficaces et d'un processus détaillé de notification des risques. En cas de changement significatif survenu dans l'activité, la direction générale doit superviser l'adaptation des procédures de gestion des risques. L'implication de la direction générale et des organes sociaux dans la gestion des risques est particulièrement importante en ce qui concerne les risques associés aux opérations de marché. Ils doivent être emprunts d'une sensibilisation et d'un volontarisme élevé dans la mesure où ces risques sont volatils et susceptibles d'entraîner de lourdes pertes.

**Indépendance des fonctions de gestion des risques.** Dans la mesure autorisée par les activités de la banque, le processus de mesure, de surveillance et de contrôle des risques compatible avec les stratégies et procédures établies doivent être gérés de manière indépendante des personnes effectuant les activités sur produits dérivés, jusqu'aux niveaux les plus élevés de l'établissement. Un système autonome pour la notification des positions de risques, à la fois à la direction générale et au conseil d'administration, constitue un élément important de ce processus.

Ce principe est rappelé alors que certaines entités déterminées à maîtriser les risques et les pertes s'attachent à assurer une véritable "police des risques". Les gestionnaires se comportent en vigiles, en veillant à ce qu'aucune des diverses limites fixées ne soit transgressées. Cette méthode établit une relation conflictuelle avec les différentes activités, ce qui génère une certaine léthargie lorsqu'il s'agit de soulever des problématiques importantes, jusqu'à la tentation de les dissimuler. Il est donc impératif que la cellule de gestion du risque travaille en partenariat avec les différentes entités, tout en gardant son indépendance et son objectivité.

B) Le processus de gestion des risques.

**Mesure du risque.** Le système de mesure des divers risques sur produits dérivés d'un établissement devrait être à la fois complet et précis. Le risque devrait être mesuré et consolidé sur la base la plus ample possible, en prenant en compte les activités de négociation

et autres de l'établissement, reflétant avec exactitude les multiples catégories de risques encourus.

L'analyse des situations de tensions, telles que la conjonction sur le marché d'événements pouvant affecter l'organisation bancaire, constitue, avec l'évaluation au prix courant du marché, un aspect important de la mesure du risque. Par nature, la gestion du risque impose la mise en œuvre de simulation en situation de stress. Alors que certains indicateurs de risques correspondent à des situations possibles; une continuité de prix et une liquidité suffisante, il faut en outre envisager des scénarios d'évolution de marché qui sont certes improbables, mais qui risquent d'être fatals. La direction devra préparer en conséquence des plans d'urgence, corollaires importants de telles analyses quantitatives. Les conditions et les tendances actuelles rendent d'autant plus impérative la réalisation de telles simulations. Les liens entre la sphère réelle de l'économie et la sphère financière, ainsi qu'entre les marchés eux-mêmes, sont plus étroits que jamais. Les chocs peuvent se propager soudainement et très largement, ce qui nuit à l'efficacité de la gestion des crises.

**Limitation des risques.** Un système fiable de limites et de critères de référence pour la prise de risques, sous une forme intégrée au niveau de l'établissement tout entier, constitue une composante essentielle du processus de gestion des risques. Un tel système doit fixer des seuils à la prise de risques et s'assurer également que les positions dépassant certains niveaux préétablis soient soumises rapidement à l'attention de la direction. La rigueur des dépassements des limites dépend dans une large mesure de l'approche adoptée par la direction à l'égard de leur fixation et de la dimension effective des limites par rapport à la capacité de l'institution d'assumer les risques. Un établissement doté de limites relativement restrictives peut se permettre davantage de dépassements qu'un autre dont les limites sont moins rigoureuses. De façon plus pragmatique, une fonction toute aussi importante que la mesure ou le suivi du risque est l'appréciation des résultats, base sacro-sainte de rémunération des opérateurs de marché. Aussi, le véritable objectif d'une gestion du risque efficace est d'assurer des rendements convenables par rapport aux risques encourus. Pour y parvenir, il faut mettre en évidence les contraintes de performance et de risque de chaque activité. Il faut évaluer les profils de risque/rentabilité afin de savoir à quelles activités affecter des fonds propres, compte tenu bien sûr du coût économique induit du capital alloué. La pratique de la collateralisation s'inscrit tout à fait dans cet objectif de rendement mais fait malheureusement la part belle à une approche fragmentée et compartimentée de la gestion du risque adoptée par

certaines banques. Seule une approche par portefeuille de risques, globale et intégrée, assurerait une saine gestion du risque.

§2- La collatéralisation: une approche fragmentée du risque.

Dans la mesure où les risques peuvent être transformés et que le capital est fongible, une approche fragmentée peut paraître non optimisée et incomplète. En effet, tenter de réduire les risques de contrepartie par le truchement de la collatéralisation est susceptible d'augmenter d'autres risques. Ainsi, si l'on ne considère pas un portefeuille de risques donnés, on ne peut pas s'apercevoir que l'on a seulement déplacé, et non pas réduit les risques globalement.

A) Redistribution des risques.

**Interdépendance des risques individuels.** Le risque systémique est sûrement le risque le plus important que peuvent faire courir les produits dérivés à l'économie mondiale. En effet, le fait pour les opérateurs de se couvrir, par la conclusion de produits dérivés, auprès d'autres intermédiaires, qui concluent eux-mêmes avec d'autres de telles opérations, peut entraîner un phénomène de propagation du risque en « dominos » en cas de défaillance de l'un d'eux. Les produits dérivés de gré à gré, parce qu'ils ont surmultiplié les engagements respectifs des banques entre elles, rendent ces dernières profondément interdépendantes. De la même façon, les contrats de collatéralisation opèrent une mutualisation des risques du fait de la fréquente nécessité pour les contreparties ayant à verser des garanties de se refinancer sur le marché interbancaire. Cette interdépendance des risques individuels, dont la présence de puissants effets de levier donne une résonance particulière, a pour conséquence l'établissement d'externalités dans l'organisation des marchés financiers. Ce sont justement ces externalités qui propagent les tensions issues de chocs imprévus dans l'ensemble du système. Deux phénomènes viennent renforcer ce phénomène. D'abord, la concentration des opérations parmi un nombre restreint de teneurs de marché. Seuls quelques 200 d'entre eux se contre-garantissent. Ensuite, des produits de plus en plus complexes apparaissent en grand nombre. Ceux-ci rompent avec les méthodes traditionnelles d'évaluation des risques et peuvent entraîner des sous-évaluations qui accumulent une fragilité financière dissimulée.

Partant, ces contrats, alors même que leur fonction première est d'améliorer la maîtrise du risque de contrepartie, ne doivent être utilisés qu'à bon escient et ne surtout pas dispenser de

l'analyse de la contrepartie. Autrement dit, ils devraient être jaugés à la lumière de l'arbitrage éventuel entre l'efficacité économique et la stabilité systémique.

**L'analyse de la contrepartie:** L'analyse de la contrepartie demeure un des éléments essentiels de la gestion du risque. En effet, pour maîtriser correctement le risque de contrepartie, il faut connaître les positions de la contrepartie. Il ne faut pas abuser de la couverture de crédit garantie par la collatéralisation et offrir ainsi à des contreparties de moyenne qualité, faiblement équipées pour gérer les risques attachés à ces produits, un accès trop large à ces marchés. Seulement, évaluer la signature d'une contrepartie peut se révéler complexe lorsque elle-même a à l'actif de son bilan de fortes expositions à la qualité de crédit d'une autre contrepartie. Ces connaissances étant imparfaites, le risque de crédit ne peut être complètement incorporé dans les transactions interbancaires, surtout lorsqu'elles portent sur des contrats longs et sur mesure. C'est pourquoi le risque de crédit tend à se concentrer sur des institutions qui sont jugées robustes parce que leur taille les rend bénéficiaires potentiels de l'assistance du prêteur en dernier ressort. Cette argument de la taille ("*too big to fail*") contribue toutefois à augmenter le degré de concentration et est donc facteur de fragilité du système dans l'hypothèse de retournements imprévus.

Par conséquent, et à l'instar des produits dérivés qui n'éliminent pas le risque de marché mais le transfert d'une contrepartie à une autre, la collatéralisation déplace le problème du risque de contrepartie par une redistribution interindividuelle mais opère aussi une diversification du risque.

## B) Stratégie de diversification

**Effets de la collatéralisation.** L'effet indiscutable de la collatéralisation est bien de réduire l'exposition au risque de crédit. L'avantage qui en découle est, rappelons le, l'économie des capitaux propres sous la contrainte du ratio de capital minimal imposé aux banques par la réglementation prudentielle. Réduisant le risque, la collatéralisation permet aussi de "dégager des lignes", c'est-à-dire d'augmenter le volume d'activité entre deux établissements pour une limite de crédit donnée. De plus, en cas de défaillance de l'une des contreparties, la partie non défaillante pourra se prévaloir de la propriété des actifs remis en garantie conformément au droit applicable. Enfin, la collatéralisation diminue en conséquence la prime de risque et améliore la structure financière des établissements, le coût du crédit étant étroitement lié au prix du risque. Du reste, pour les intermédiaires financiers, cela signifie aussi un resserrement

des *spreads* et donc une source de profits financiers qui tend vers zéro. Cependant, diminuer son exposition au risque de crédit ne signifie pas pour autant l'élimination du risque. Il s'agit seulement d'appréhender le risque différemment et d'améliorer ses résultats. En effet, couvrir son risque de contrepartie par des remises en garantie en pleine propriété ne change en rien la probabilité de défaillance de celle-ci, cela permet en revanche de s'assurer une issue plus favorable. Néanmoins, cette technique de couverture ne va pas sans entraîner d'autres risques puisqu'elle exige de s'assurer de son opposabilité et de sa gestion opérationnelle.

**Risque opérationnel et risque juridique.** Le risque juridique est le risque que les contrats ne soient pas juridiquement applicables ou correctement documentés. L'efficacité de la collateralisation, en tant que technique complexe de couverture, repose sur des considérations légales, notamment l'opposabilité des règles de compensation en cas de faillite du remettant. La mise en œuvre de la collateralisation nécessite un terrain juridique propice que tous les pays n'offrent pas, il conviendra d'être prudent et d'analyser le régime juridique applicable au cas d'espèce. Partant, les établissements français doivent logiquement s'assurer non seulement que leurs contreparties reconnaissent la validité du dispositif de collateralisation mais aussi qu'elles disposent d'un droit applicable aux remises adéquate. Les avis juridiques établis par des avocats apporteront en la matière les éléments nécessaires. Par ces avis, l'avocat certifie que son client a bien la capacité de s'engager, que le signataire a bien les pouvoirs pour le faire, et que les dispositions contractuelles que prend son client sont valables dans le droit auquel est soumis le contrat. A cet effet, on peut signaler qu'à la demande de ses membres, l'ISDA a demandé à ses correspondants habituels des avis juridiques assurant la validité des dispositions contractuelles du contrat de collateralisation, notamment au regard du droit applicable au droit de la faillite. Une opinion favorable a été donnée pour les pays suivants: France, Grande-Bretagne, Allemagne, Etats Unis, Japon, Pays-Bas, etc...L'Espagne et le Portugal ont récemment modifié leur législation afin d'intégrer cette "zone de *netting*".

Pour ce qui est du risque opérationnel, il s'agit du risque que les déficiences dans les systèmes d'information ou les contrôles internes se traduisent par des pertes imprévues. Ce risque est associé à l'erreur humaine, aux défaillances de systèmes et à l'inadéquation des procédures et contrôles. Aussi, les systèmes de back-office doivent-ils être adaptés et permettre la mise en place de la gestion des remises. A cet égard, il est nécessaire de disposer de systèmes de valorisation des positions, c'est-à-dire du coût de remplacement en cas de défaillance, compte tenu des remises déjà effectuées. Il faut aussi mettre en place des procédures pour assurer la réalisation effective des remises ou de leur réception, des procédures en cas de désaccord des

parties dans le versement des flux, et enfin des procédures en cas de défaillance d'une contrepartie à fournir ou à restituer la garantie. L'équipement approprié des back-offices et la disponibilité des équipes opérationnelles peut s'avérer particulièrement coûteux.

## CHAPITRE III: Mise en œuvre de la collateralisation.

Pour satisfaire aux besoins de visibilité à long ou moyen terme et s'affranchir de la volatilité de leurs opérations, les grands intervenants de marché ont de plus en plus recours à la mise en place des contrats de collateralisation dont les techniques sont directement inspirées de celles utilisées sur les marchés organisés. Ces contrats sont le plus souvent conçus comme des extensions des contrats cadres type ISDA ou AFB. On assiste même à une normalisation de ces contrats annexes. Ainsi, pour les contrats cadres ISDA, la communauté bancaire internationale semble se rallier au modèle du *Credit Support Annex* proposé par l'association. Le contrat définit avec précision les différentes règles opérationnelles qui devront être suivies par les deux parties, pour la détermination des remises à effectuer, la résolution des différends, la substitution des garanties, les procédures à mettre en œuvre en cas de défaut, etc...

Ces règles énoncées par les contrats de collateralisation montrent un certain mimétisme des règles des marchés réglementés. Cette convergence toutefois semble se limiter à un certain seuil.

### Section 1: Le contrat de collateralisation.

#### §-1 Le périmètre de collateralisation.

L'idée sous-jacente de la collateralisation est de pouvoir garantir l'ensemble des opérations (et donc des produits) et de couvrir la totalité des succursales avec lesquelles traite un établissement de crédit. La réalité est tout autre, des contraintes opérationnelles sont susceptibles de restreindre ce périmètre et d'engendrer paradoxalement une augmentation du risque.

#### A) Contraintes opérationnelles.

**Moyens techniques limités.** L'innovation sur les marchés financiers est sans limites, seul des considérations techniques peuvent parfois refréner l'œuvre de l'esprit. En effet, peu de systèmes informatiques sont adaptés au calcul de la valorisation de la totalité des opérations entre deux établissements. Une modélisation de ces systèmes, gérés par un back-office ou un

département informatique et financier, doit être réalisée en fonction de normes de risque en constante évolution ou, de la création de nouveaux produits dits exotiques. Le fait pour des établissements de crédit de travailler avec des systèmes de back-office centralisés pour des raisons d'économie d'échelle fait également que bien souvent les contrats de collateralisation sont signés entre les établissements principaux des deux parties, ce qui exclut les différentes filiales. Toutefois, le risque relatif à ces filiales sera géré au niveau des clauses dites de défaut croisé. Selon ces clauses, constitue un cas de défaut le non paiement par l'une des parties d'une dette quelconque issue d'un autre contrat à l'égard de l'autre partie ou de tout tiers. Dans les contrats de l'ISDA, il appartient aux parties de définir les filiales concernées, les dettes au titre desquelles le non paiement ou l'exigibilité anticipée constituera un cas de défaut, ainsi que le montant plancher de l'impayé au-delà duquel la clause peut être mise en jeu.

**Opposabilité à l'ensemble des opérations.** Si pour des considérations techniques la garantie n'est calculée que sur une partie des opérations de gré à gré régies par le contrat cadre, entrent théoriquement dans le périmètre du contrat de collateralisation (extension du contrat cadre) l'ensemble de ces dites opérations. Dès lors, les opérations étant prises pour un tout, la garantie constituée par le remise est opposable à l'ensemble des engagements résultant du contrat cadre. En cas de défaut de la contrepartie, on effectuera une compensation entre la garantie constituée et la valeur nette de l'ensemble des opérations. Cette conséquence n'est pas sans soulever quelques problèmes quant à la collateralisation partielle.

#### B) Collateralisation partielle.

**Augmentation du risque.** Les établissements de crédit vont s'efforcer de prendre en compte le maximum d'opérations dans le contrat de collateralisation, malgré les contraintes opérationnelles ou l'incapacité de valoriser la ou les opérations. Ceci s'explique par le fait qu'une collateralisation partielle pourrait avoir des effets inverses à ceux escomptés, c'est-à-dire une aggravation du risque de contrepartie.

Prenons par exemple, pour un contrat considéré, deux types d'opérations (taux et actions) dont les valeurs de marché (*mark to market*) sont les suivantes: -40 millions de dollars pour le produit à sous-jacent de taux; +50 millions pour le produit à sous-jacent action. Par consolidation des valeurs *mark to market*, on déduit une exposition au risque nette égale à +10. En revanche, si l'établissement de crédit ne garanti que les dérivés de taux, il versera à sa contrepartie qui est en risque sur 40 millions de dollars. En cas de défaut de celle-ci, le solde

de résiliation net à recevoir, égal à l'exposition nette, s'élève à 10 millions de dollars. Malgré cela, le risque sera de 50, soit 10 au titre du solde de résiliation plus 40, le risque de non restitution de la garantie déjà versée. Il est prudent de prévoir des clauses visant à réduire ce risque de non restitution en introduisant des pénalités dissuasives.

**Coût relatif à la sur-collateralisation.** Considérons à présent la situation inverse, seuls les dérivés à sous-jacent action font l'objet de remises en garantie. L'établissement recevra en garantie, au détriment de sa contrepartie, 50 millions de dollars alors que son exposition nette n'est que de 10 millions de dollars. Il y a ici sur-collateralisation, et donc pour la contrepartie un surcoût relatif à l'immobilisation des actifs remis en garantie. Par conséquent, dans une situation idéale, la collateralisation correctement effectuée pendant toute la durée des opérations puis la mise en œuvre de la compensation en cas de défaillance, devraient conduire à ce qu'aucune somme ne soit payée de part et d'autre du fait de la résiliation des opérations: un solde nul doit idéalement résulter de la compensation des créances et des dettes des deux parties résultant tant de leurs opérations que des remises en garantie effectuées. Il s'agit là d'un scénario idéal. En tout état de cause, la collateralisation ne peut qu'augmenter les chances de recouvrement en cas de défaillance de la contrepartie.

§2- Détermination des remises.

A) Montant du risque à couvrir.

**Prise en compte de la franchise:** Cette franchise (*threshold*) correspond au seuil de la valeur *mark to market* consolidée des opérations couvertes à partir duquel les parties procéderont à la collateralisation. Cela revient en fait pour une partie d'accepter de prendre en charge une partie du risque et de ne pas se couvrir dans cette limite. La pratique a imaginé des clauses créant une corrélation entre le seuil de remise en garantie et la notation de la contrepartie. Ainsi, les remises doivent être telles qu'il est possible de nouer le même portefeuille avec n'importe quelle contrepartie tout en courant le même risque de contrepartie, celles-ci étant calibrées en fonction de la qualité de leurs signature. Au-delà du seuil, le risque de contrepartie est couvert à hauteur de la valeur *mark to market* des opérations, compte tenu de la valeur des garanties déjà versées. La remise en garantie toutefois reste conditionnée par le montant minimum de transfert, c'est-à-dire le montant en deçà duquel une partie n'est pas tenue d'effectuer une remise. Pour clarifier, une remise ne se fera que si la valeur nette *mark to*

*market* est supérieure à la franchise et si ce montant, diminué des garanties reçues, est supérieur au montant minimum de transfert. Peut être prévu enfin d'arrondir la remise à un multiple entier immédiatement supérieur.

Un risque supplémentaire subsiste cependant, abstraction faite de la franchise et du montant minimum de transfert. Il s'agit d'un risque résiduel lié à la variation que pourrait subir la valeur *mark to market* entre deux remises. Ce risque peut être réduit par l'utilisation d'un "dépôt initial", ou garantie spécifique, à l'image des marchés réglementés

**La garantie spécifique:** Le risque résiduel est fonction principalement de la périodicité de la collateralisation. La périodicité détermine la durée de la période sur laquelle on est exposé à une évolution défavorable des marchés sans bénéficier de la protection des garanties effectuées. Plus la période sera longue et plus le risque supporté entre deux dates de remise peut être grand, notamment pour les opérations qui ont une volatilité importante. En d'autres termes, si l'on admet que pour une fréquence hebdomadaire le risque est environ deux fois plus élevé que pour une fréquence quotidienne, le passage de l'une à l'autre pour une limite donnée permet de doubler le nombre de transactions possibles. En revanche, des remises trop rapprochées dans le temps engendrent un suivi back-office lourd et coûteux et nécessiterait un système d'appel de marge tel qu'effectué par les chambres de compensation des marchés organisés.

La garantie spécifique (terminologie utilisée par l'Annexe Remise en Garantie de l'AFB) peut réduire de façon importante le montant du risque de variation. Il est appelé en plus du *mark to market*, et couvre en partie le risque de décalage de marché entre deux remises. Il n'est utilisé qu'entre deux parties de rating très différents, la "meilleure" souhaitant renforcer sa protection vis-à-vis de l'autre. Une telle garantie est cependant difficilement compatible avec les dispositions de l'article 52 qui exige que la garantie soit dynamique et non statique, elle doit tenir compte de "l'évolution de la valeur desdites opérations". Pour satisfaire à cette exigence, certains n'hésitent pas à représenter la garantie spécifique comme constituant un pourcentage du montant des notionnels des opérations couvertes. La nouvelle rédaction de l'article 52 prévue par la loi NRE supprime la référence faite à l'évolution de la valeur des opérations et semble ainsi ouvrir la porte aux garanties spécifiques quelles qu'elles soient.

Le point de départ dans le calcul du montant du risque à couvrir reste bien le risque net, entendu comme l'ensemble des valeurs *mark to market* des opérations couvertes par le contrat de collateralisation. De sa détermination dépendra l'importance de la remise à effectuer. Aussi, il est primordial que les contreparties s'accordent sur le risque net à considérer.

## B) Procédure de réconciliation en cas de désaccord.

**Notion d'écart toléré.** Dans le cadre de périmètres restreints (back-offices centralisés ou contraintes opérationnelles) il pourra être possible de s'accorder avec la contrepartie sur les paramètres de marché qui devront être utilisés pour le calcul des *mark to market*. On réduit ainsi les risques d'écarts. Pour d'autres contrats ce ne sera pas possible, la multiplication des produits et des centres opératoires participants (contrats multibranches) rendant irréaliste l'utilisation de paramètres communs. Dans ces cas-là, on essaiera néanmoins d'homogénéiser au maximum les paramètres de référence, mais il est évident que l'on constatera plus fréquemment des différences de valorisation avec la contrepartie. En pratique, les deux montants comparés ne sont jamais les mêmes au moment de la valorisation. Outre l'ampleur du périmètre de collateralisation, des écarts peuvent être constatés du simple fait de différences dans les méthodes de calcul. Il est donc très important d'un point de vue pratique d'effectuer des tests préalables avec chaque contrepartie avant d'accepter un montant maximum applicable à la différence de valorisation: si le différentiel est en dessous du seuil de litige, les risques nets seront ajustés automatiquement à leur valeur moyenne. La pratique accorde généralement un montant d'écart toléré d'environ 5% du risque net. En revanche, si l'écart constaté est supérieur à l'écart toléré, on entre dans une procédure de traitement des écarts qu'il convient de décrire avec précision lors de la rédaction du contrat de collateralisation.

**Procédure de traitement des écarts.** Dans le cadre de l'Annexe Remise en Garantie de l'AFB, les parties procèdent à une revalorisation des opérations lorsque l'écart n'est pas acceptable. Dans un premier temps, elles déterminent de manière provisoire les risques nets, entendus comme le moyenne des risques nets déterminés. La partie en risque notifie alors à l'autre partie la remise à effectuer. Ensuite, les parties s'attacheront à déterminer de manière définitive les risques nets, ce qui pourra in fine déboucher sur l'utilisation de valeurs fournies par des parties tierces.

Les parties se communiquent mutuellement leurs fichiers de valorisation détaillés. En cas d'accord sur le montant du risque net, un complément de remise sera effectué en considération de la remise provisoire. A défaut d'accord, chaque partie désigne trois intervenants de premier rang sur le marché des opérations sur instruments financiers à terme, ceux-ci pouvant être communs aux deux parties, auxquels il sera demandé de fournir des cotations pour les opérations litigieuses. On retiendra comme risque la moyenne arithmétique des cotations

obtenues, la plus élevée ainsi que la plus basse étant exclues, dès lors que le nombre de cotations obtenues est égal ou supérieur à quatre. En pratique, cette procédure est difficile à mettre en œuvre car peu réaliste. En effet, cela reviendrait à ouvrir la totalité du portefeuille litigieux à des établissements concurrents et à leur dévoiler un certain savoir-faire relatif aux méthodes de valorisation de certains produits dits « structurés ». Certains établissements ont imaginé, pour contourner ce conflit d'intérêts inhérents aux activités concurrentielles, la mise en place d'un GIE impartial comme agent de calcul destiné à résoudre les différends liés à la valorisation..

Enfin, les parties peuvent être en désaccord sur la valorisation de la garantie déjà constituée. Dans ce cas, la valorisation de celle-ci est égale à la moyenne arithmétique des valorisations respectives de chaque partie. Cette méthode simple permet de couper court à tout litige et offre aux établissements une plus large palette d'actifs éligibles au titre de garantie, réserve faite toutefois de leur volatilité et de leur gestion.

### C) Gestion de la garantie.

**Actifs éligibles.** Le contrat de collateralisation doit définir les actifs financiers éligibles au titre de garantie: ce sont des sommes d'argent d'une part, mais aussi depuis la loi MAF des valeurs, des effets et des titres (à l'exception des actions du fait des difficultés relatives à la "vie" de ces titres). Malgré le champ d'application très large de l'article 52, il se peut que celui-ci soit restreint pour des raisons de volatilité de certains titres ou de difficulté à les valoriser. Pour tenir compte de la volatilité des titres, les parties peuvent convenir d'un coefficient de pondération ajustant ainsi la valeur de ceux-ci. La différence de valorisation qui en résulte permet de se couvrir contre le risque que le produit de la cession des titres en cas de défaut de la contrepartie ne puisse pas couvrir la valeur pour laquelle ils ont été comptabilisés. Il n'existe pas de règle immuable pour établir le pourcentage de ces coefficients, ni de norme de marché sur les "bons" titres, cela relèvera de l'appréciation de chaque partie. D'autres titres, les plus liquides et les moins volatiles, pourront en revanche être pris à hauteur de 100% de leur valeur. C'est le cas par exemple des US Treasury Bills et des titres obligataires d'Etat du G7 en général.

Pour éviter une immobilisation trop longue de ces actifs considérés comme éligibles et pour tenir compte de la maturité de certains titres, le contrat de collateralisation pourra prévoir le droit pour les parties de procéder à des substitutions des titres ou valeurs remis. De plus, une des résultantes de la loi MAF est la possibilité de disposer des titres remis. Les parties ont un

droit de réemploi des titres pour effectuer des opérations de pensions livrées ou de rehypothécatation (A dépose en garantie chez C, des titres qu'il a obtenu de B en garantie). Des économies de financement significatives sont ainsi réalisées et implique pour les établissement d'arbitrer entre des garanties en espèces ou en titres.

**Arbitrage espèces / titres.** La garantie en espèces est bien entendu plus liquide. Son utilisation suppose cependant que les deux parties ont le capacité de pouvoir le financer à un taux compétitif. Le taux de rémunération des garanties en cash est définie par les termes du contrat de collateralisation. L'usage entre grands établissements financiers est que les deux parties rémunèrent à un taux sans décote: TMP ou EONIA flat. L'importance de ce taux n'est pas à négliger quand on pense aux sommes en jeu, pouvant atteindre entre grands intervenants plusieurs centaines de millions de dollars. A l'inverse, pour les intervenants n'ayant pas la possibilité de se financer aux taux du marché, compte tenu de la faiblesse de leur *rating*, il peut être plus judicieux de choisir des garanties en titres. Ce choix est donc conditionné par plusieurs paramètres: le taux de refinancement de l'établissement d'une part, puis du taux de rémunération pour le cash ou le taux du marché *repo* pour les titres; et enfin, et non des moindres, les contraintes de back-office.

Prenons le cas par exemple d'une banque appelée à constituer un garantie dans le cadre d'un contrat de collateralisation. Cette banque se refinance en USD au taux Fed Fund, la garantie est rémunérée selon le contrat à Fed Fund moins 25 *Basis Points*, et que le taux d'un *repo* sur Treasury Bills est 10 BP. Si la banque choisit de verser des titres en garantie, elle devra trouver les liquidités nécessaires pour financer ces titres. L'emprunt de liquidités va coûter Fed Fund alors que l'emprunt de titres rapportera à la banque "Fed Fund – 10 BP", soit un coût net de 10 PB. En revanche, si elle décide de verser du cash et non des titres, cela lui rapporterait "Fed Fund – 25 BP", et aurait donc un coût net de 25 BP.

## Section 2: Vers une organisation du marché OTC.

Les intervenants sur les marchés dérivés de gré à gré se subdivisent généralement en deux catégories, en fonction surtout de leurs motivations sous-jacents. Il y a les investisseurs finaux qui concluent habituellement des opérations de cette nature pour répondre à des objectifs précis de couverture, de financement ou de constitution de positions dans le cadre normal de leurs activités. Puis il y a les intermédiaires qui satisfont les besoins des investisseurs finaux en "tenant des marchés" d'instruments dérivés de gré à gré. Ce faisant, en

opérant un arbitrage, ils espèrent réaliser des gains à partir de commissions ou des écarts acheteur/vendeur, rémunérant le service financier de gestion des risques. Les besoins propres à chacune des parties prenantes seront négociés et identifiés dans un contrat juridique bilatéral. Cette souplesse, ajoutée à la possibilité de couvrir ses positions, creuse un peu plus le fossé entre l'industrie des produits négociés de gré à gré et celle des produits dérivés listés.

§1- Ampleur des marchés dérivés de gré à gré.

A) Organisation binaire des marchés financiers.

**Marchés organisés.** Sur les marchés organisés, les produits dérivés sont traités selon des règles précises. Les transactions sont standardisées sous forme de contrats-types aux caractéristiques identiques échangés publiquement. Par conséquent, un opérateur n'a que peu de choix quant à leurs caractéristiques, en terme de date, de prix d'exercice, de types de sous-jacent, de montant. Cette standardisation permet en revanche une excellente liquidité sur ces marchés: un acheteur n'aura aucun mal à revendre ses contrats, ou un vendeur à les acheter.

De plus, tous les achats et les ventes doivent passer par un organisme central appelé chambre de compensation. Afin de garantir la bonne fin des opérations conclues, la chambre de compensation va demander aux intervenants un certain nombre de garanties financières. Un opérateur qui a acheté ou vendu des contrats non dénoués doit tous les soirs verser en gage le montant de ses éventuelles pertes de la journée: ce sont les "appels de marge". Ceux-ci sont estimés selon les niveaux de clôture du marché. Un coussin de sécurité supplémentaire (le "dépôt de garantie") est demandé pour chaque nouvelle opération. Ces mécanismes confèrent une très grande sécurité aux marchés organisés, et par conséquent un opérateur qui réalise des bénéfices est toujours assuré d'être crédité de la totalité de ses gains.

**Marchés de gré à gré.** Les produits dérivés traités de gré à gré offrent une plus grande souplesse quant à leurs caractéristiques (dates, montants, conditions particulières) identifiées par un contrat juridique bipartite, mais le gain réalisé sur ces transactions reste caution à la capacité de la contrepartie à faire face à ses engagements.

La loi MAF, dans son article 42, ne retient pas la notion de marché organisé mais lui préfère celle de marché réglementé. Cet article dispose que pour être reconnu comme un marché réglementé, un marché d'instruments financiers doit garantir un fonctionnement régulier des opérations. Doivent notamment être fixées par les règles de ce marché les conditions d'accès

au marché et d'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations. Dès lors, les marchés de gré à gré doivent se définir négativement par rapport aux marchés réglementés.

B) Concurrence entre marchés organisés et marchés de gré à gré.

**Obligation de concentration.** L'article 45 de la loi MAF introduit l'obligation d'effectuer sur les marchés réglementés de l'Espace économique européen, toutes transactions portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé français lorsque ces transactions impliquent un investisseur qui réside habituellement ou est établi sur le territoire français ou l'établissement de crédit habilité à fournir des services d'investissement effectue les transactions concernées soit par l'intermédiaire d'un établissement principal ou d'une succursale située en France, soit dans le cadre de la libre prestation de services. Cette obligation peut toutefois faire l'objet d'exceptions strictement réglementées par le CMF. Pour ce qui est des opérations complexes, celles-ci sont automatiquement affranchies de cette obligation, quasiment vidée de sa substance. Ces exceptions résultent d'un compromis lors de la négociation de la DSI entre les français d'une part, les anglais et les hollandais d'autre part fortement attachés dont les systèmes favorisent les transactions de gré à gré et partisans d'une totale libéralisation du marché. Il a été dit des marchés réglementés qu'ils seront ceux des petits ordres, alors que les marchés de gré à gré, en raison de leur souplesse et de leurs produits sur mesure, seront ceux des professionnels et des institutionnels.

**Mesure du phénomène.** L'apparition d'initiatives privées de réglementation tendent à transformer certains compartiments des marchés de gré à gré en marchés organisés, susceptibles de concurrencer les marchés réglementés nationaux. La grande variété des instruments dérivés, le foisonnement de l'innovation financière dans ce domaine, rendent délicate toute approche quantitative. Cependant des organismes au crédit indiscutable publient des informations souvent convergentes, qui soulignent le croissance très rapide des marchés dérivés et, parmi ceux-ci, des marchés de gré à gré. Selon les derniers chiffres de la Banque des Règlements Internationaux par exemple, arrêtés à la fin de l'année 1999, l'encours global des produits dérivés négociés de gré à gré, mesuré par leur notionnel, s'est élevé à 88.200 milliards de dollars, contre un encours seulement de 13.520 milliards de dollars pour les instruments échangés sur les marchés organisés internationaux. Il ressort que le multiplicateur

défini par le rapport entre le total des notionnels sur le gré à gré et le total des notionnels sur marchés organisés serait proche de 6,5. L'essor des formules "sur mesure" (le gré à gré) par rapport au "prêt à porter" (les marchés organisés sur lesquels sont échangés des instruments standardisés) est aisée à comprendre; il provient d'une demande soutenue pour des variétés et des échéances non disponibles sur les marchés organisés, autrement dit d'une demande et d'une offre de flexibilité. De plus, la standardisation croissante de la documentation ainsi que le recours à la collateralisation participe fortement au développement du gré à gré du fait de la sécurisation juridique qui leur est inhérente.

§2- Atténuation du clivage.

A) Régulation des marchés de gré à gré.

**La régulation indirecte.** A l'inverse des marchés organisés sur lesquels s'opère une réglementation directe, une régulation indirecte de la progression des produits dérivés sur le gré à gré se fait par la réglementation applicable à une partie, mais pas à la totalité des opérateurs. La directive européenne de 1993 sur les fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit intègre à part entière les transactions de gré à gré sur instruments dérivés, dans la mesure où au moins une des parties concernées est soit une entreprise d'investissement soit un établissement de crédit. Elle se situe dans la ligne du ratio Cooke, mais par comparaison avec celui-ci qui ne concerne que les établissements de crédit, elle a l'avantage d'un champ d'application plus large. Et ceci joue à la fois dans le sens d'une concurrence plus loyale et dans la direction de la stabilité systémique. C'est ce même argument de stabilité financière qui accentue le mécanisme d'autorégulation des marchés de gré à gré.

**Mécanismes d'autorégulation.** Le propre du marché de gré à gré est de ne faire l'objet d'aucune réglementation publique et de ne pas comporter d'organismes de régulation. Toutefois, les techniques de la collateralisation ne sont pas sans rappeler celles utilisées sur les marchés organisés. On ne peut effectivement pas manquer de rapprocher les remises en pleine propriété de l'article 52 du transfert de propriété à fin de garantie (ou appels de marge) sur les marchés réglementés organisé par le législateur à l'article 49 de la même loi. De même, le recours aux garanties spécifiques est largement inspiré du dépôt de garantie des marchés réglementés. Dans les faits, la collateralisation n'est rien d'autre qu'une adaptation des

techniques utilisées par les chambres de compensation aux marchés dérivés de gré à gré. Les autorités professionnelles privées telles, que l'ISDA ou l'AFB, organisent par ces techniques le marché et tentent de réduire le risque de contrepartie, corollaire du gré à gré. Partant, le marché de gré à gré s'affranchit non seulement des règles contraignantes des marchés réglementés mais bénéficie aussi des mêmes garanties que pourrait offrir une chambre de compensation.

B) La compensation sur le marché de gré à gré.

**Coexistence des articles 49 et 52.** La reconnaissance de la validité juridique de la compensation est l'élément essentiel rapprochant le marché de gré à gré des principes de fonctionnement des marchés réglementés. La réalité de cette convergence des marchés se traduit dans la loi MAF par la prise en compte de disposition communes à l'ensemble des chambres de compensation, et des dispositions propres aux marchés réglementés. Il reste que, dans les dispositions relatives aux chambres de compensation d'un marché réglementé, on peut s'interroger sur les raisons de la présence de l'article 52 qui a une portée plus générale que les seules marchés réglementés, et de sa coexistence avec l'article 49, tous deux prévoyant des transferts en pleine propriété. Cette coexistence des deux articles s'explique par le processus d'adoption des textes. Loi technique par excellence, la loi MAF a fait l'objet d'une large concertation avec les professionnels. Ainsi, dans le cadre des consultations de place sur l'avant-projet de loi, le gouvernement a recueilli les avis des différents professionnels des marchés financiers. Si les banquiers étaient plus sensibles aux opérations de gré à gré et donc à la rédaction de l'article 52, les sociétés de bourse et les chambres de compensation des marchés réglementés étaient préoccupées par la sécurité juridique procurée par les couvertures en bourse mentionnées à l'article 49. Ainsi, alors que dans un cas comme dans l'autre, les deux disposition ont trait à la couverture des opérations sur marchés financiers, les soucis corporatistes des uns et des autres ont conduit à l'adoption de deux articles distincts.

**Sécurité et flexibilité.** Dans sa rédaction, l'article 52 combine les avantages des deux catégories de marchés (réglementé et de gré à gré), sous réserve des conditions précitées. Non seulement l'article 52 reproduit les dispositions de la loi de 1993 admettant le principe du *close-out netting* (résiliation anticipée puis compensation) pour les opérations de gré à gré, mais complète ce dispositif en consacrant dans son alinéa 4 la collateralisation. A l'instar des chambres de compensation de marchés réglementés, les parties disposent du privilège leur

permettant de recevoir, en pleine propriété et à titre de garantie, des valeurs, titres, effets ou sommes d'argent destinés à compenser l'évolution défavorable d'une position prise par une partie. On voit mal comment il serait possible de donner plus de sécurité aux opérations régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place. Cette sécurité est encore affirmée cependant par la dérogation expresse aux lois de 1984 sur le règlement amiable, et 1985 relative au redressement et liquidation judiciaire.

Ce cadre juridique offre aux opérateurs une grande protection et leur facilite la maîtrise du risque de contrepartie sur produits dérivés. Préoccupés par les risques qu'ils prennent quotidiennement dans le cadre de leurs activités, la tendance est à la généralisation des contrats de collateralisation et à la sécurisation à grande échelle. S'il est vrai que les contraintes économiques et l'instabilité financière militent en faveur d'une telle généralisation, il ne faut pas négliger non plus la place prépondérante des contraintes réglementaires relatives à l'adéquation des fonds propres. Il est clair par conséquent que la place financière de Paris a, non seulement comblé le décalage législatif par rapport aux pays anglo-saxons, mais a aussi permis une adaptation aux exigences d'opérations financières complexes et de plus en plus internationales.

## Bibliographie

### Articles:

J.M. Bossin et D. Lefranc, *La compensation des opérations de marchés à terme*: Banque 1994 n°545.

Franck Auckenthaler, *Compensation, remise en garantie, cession: le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instruments financiers*: JCP.E 1996 n°41

Séna Agbayissah, *Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré*.

Olivier Grégoir, *Les marchés des produits dérivés*: Banque 1994 n°548.

Gilles Kolifrath, *Les remises en pleine propriété à titre de garantie: confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français?* Dalloz Affaires 1998 n°133

C.L. de Leyssac et J.M. Bossin, *Le sort des produits dérivés en cas de redressement judiciaire d'une société: exception au droit commun des procédures collectives*: Dalloz Affaires 1998 n°133

Philip Best, *Couverture des risques: pour plus d'efficacité*: Banque 2000 n°617

Pierre Gissinger, *De nouvelles sûretés pour les produits dérivés*: Les Echos 8 juillet 1996

Edward. Nalbantian, *Special IFLR supplement on France*, April 1999

Gilles Kolifrath, *L'Annexe Remise en Garantie: un outil de gestion des instruments financiers à terme*: Revue de Droit Bancaire 1997 n°62

R. Hiault, *La collateralisation tend à se généraliser chez les intermédiaires*: AGEFI 13 décembre 1996

Philippe Billot, *"Opinions juridiques": l'avocat assureur*: Revue de Droit Bancaire et Financier 2000 n°4

Virginie Cannu, *Intermédiation financière et droit des procédures collectives, ou la nécessité de traiter spécifiquement certains contractants en matière financière*: Revue de Droit Bancaire et de la Bourse 1998 n°68

Séna Agbayissah, *Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés: une sûreté fiduciaire*: JCP.E 1996 n°46

Hubert de Vauplane, *La couverture des opérations en bourse: une sûreté hybride*: Revue de Droit Bancaire 1998 n°70

Guillaume Bailby, *Le développement du collateral*: Banque 1996 n°569

Rémy Tabuteau, *Swaps de transaction: provision pour risques de contrepartie et frais de gestion*: Banque 1994 n°549

Jean-Michel Bossin, *Collateral: protection "anti-risque systémique" et garantie des opérations de gré à gré*: Custodian 1998 n°56

Philippe Henrotte, *Risque et probabilité*: Les Echos; L'Art de la gestion des risques n°2

Séna Agbayissah, *Swaps: quelques difficultés d'utilisation des contrats types de l'ISDA*: Option Finance 1994 n°309

#### Ouvrages:

*Les produits dérivés*, P. Chabardes et François Delclaux: Gualino Editeur

*Les établissements de crédit*, Henry Calvet: Economica

*La modernisation des activités financières*: Sous la direction de T. Bonneau: GLN Joly

*Droit des marchés financiers*, H. de Vauplane et J.P. Bornet: Litec

*Les sûretés et la publicité foncière*, Malaurie et Aynes: Cujas

*Les swaps*: ESKA

Dictionnaire Permanent Epargne et Produits Financiers, Les Swaps.

Bulletin mensuel de la COB septembre 1994 n°283

Rapport trimestriel BRI Août 2000

#### Sites Internet:

<http://www.otc-conseil.fr>

<http://www.collateral.jpmorgan.com>

<http://www.isda.org>

**ANNEXE**

**Titre II Les Marchés Financiers**

**Chapitre III Dispositifs de compensation**

Section 2 Dispositions relatives aux chambres de compensation d'un marché réglementé

**Article 52.**-*[modifié]* 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, ou */[ainsi que les dettes et les créances afférentes aux opérations ou cessions temporaires sur instruments financiers]* lorsqu'elles sont régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale, et organisant les relations entre deux parties au moins dont l'une est un prestataire de services d'investissements, ou un établissement public ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article 25 de la présente loi ou un établissement non résident ayant un statut comparable, sont compensables selon les modalités d'évaluation prévues par ledit règlement ou ladite convention-cadre.*/[et peuvent donner lieu à l'établissement d'un solde unique compensé. S'il existe deux conventions-cadres ou plus entre les parties, celles-ci peuvent les lier entre elles, en sorte que les soldes résultant de la compensation qui viendrait à être effectuée pour chaque convention-cadre conformément au présent alinéa fassent à leur tour l'objet d'une compensation entre eux.]*

Lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par les lois n°84-148 du 1<sup>er</sup> mars 1984 et n° 85-98 du 25 janvier 1985 précitées, lesdits règlements ou ladite convention-cadre peuvent prévoir la résiliation de plein droit des opérations mentionnées à l'alinéa précédent.

Les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation prévues par les règlements ou conventions-cadre visées aux alinéas précédents sont opposables aux créanciers saisissants. Toute opération de résiliation, évaluation et compensation effectuée en raison d'une procédure civile d'exécution est réputée être intervenue avant ladite procédure.

La cession de créances résultant des opérations régies par la convention-cadre visée au premier alinéa du présent article est opposable aux tiers par l'accord écrit du débiteur cédé. *[A titre de garantie des obligation découlant de la ou des conventions, les]*/Les parties à ladite convention-cadre peuvent également prévoir pour lesdites opérations des remises, en pleine propriété, à titre de garantie ainsi opposables aux tiers sans formalité, de valeurs, titres, effets

ou sommes d'argent [pour tenir compte de l'évolution de la valeur des dites opérations]/  
*[réalisables même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures visées au second  
alinéa du présent article]*. Les dettes et les créances relatives à ces remises et celles afférentes  
aux dites opérations sont alors compensables conformément aux dispositions du premier  
alinéa du présent article.

Les dispositions de la loi du 1<sup>er</sup> mars 1984 précitée et de la loi du 25 janvier 1985 précitée ne  
font pas obstacle à l'application du présent article.

*[Amendement au projet de loi NRE présenté par M. Marini au nom de la commission des  
finances]*

## Dérivés représentatifs

Encours notionnel en fin d'année, en milliards de dollars EU

Instruments	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Marchés organisés	7775,7	8897,7	9282,8	10018,1	12402,9	13931,7	13521,6
Gré à gré	8474,6	11303,2	17712,6	25453,1	29035,0	80317,0	88201,0

## Valeurs de marché et risque de crédit

Chiffres bruts, en milliards de dollars EU

	Total des contrats	Devises	Taux d'intérêt	Actions	Marchandises	Divers <sup>i</sup>
Valeurs de marché						
Fin 1998	3 231	786	1 675	236	43	492
Fin 1999	2 813	662	1 304	359	59	429
Risque de crédit <sup>ii</sup>						
Fin 1998	1 329					
Fin 1999	1 023					

<sup>i</sup> Estimations en cas de couverture incomplète.

<sup>ii</sup> Valeurs de marché brutes après prise en compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides.



APRES AVOIR RAPPELE QUE :

Conformément aux dispositions de l'article 52 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, les Parties souhaitent, par la présente Annexe, convenir des modalités de remise en pleine propriété de sommes d'argent, de valeurs, de titres ou d'effets pour tenir compte de l'évolution de la Valeur des Transactions de Référence.

Les actifs financiers ainsi remis par une Partie à l'autre Partie sont affectés à la garantie de toutes les sommes qui peuvent être dues par la Partie considérée au titre de toutes les Transactions régies par la Convention, et notamment du complet règlement du Solde de Résiliation.

En application des dispositions de l'article susvisé, les dettes et créances relatives aux remises et celles afférentes aux Transactions sont compensables conformément aux dispositions de la Convention, telles qu'aménagées par la présente Annexe.

IL EST CONVENU CE QUI SUIIT :

## ARTICLE 1 - DEFINITIONS

1.1 Pour l'application de l'Annexe, les termes suivants ont le sens défini ci-après :

- Agent de Calcul : Personne (Partie ou tiers) désignée à l'article 11.3 dont le rôle est de procéder à certaines déterminations et certains calculs pour le compte d'une Partie déterminée, ou selon le cas, des deux Parties dès lors que celles-ci en sont convenues à l'article 11.3;
- Arrondi : Montant exprimé dans la Devise de Référence, indiqué à l'article 11.3, permettant d'ajuster le montant des Remises à effectuer;
- Bénéficiaire : Partie auprès et en faveur de laquelle une Garantie est constituée;
- Coefficient de Pondération : Coefficient indiqué à l'article 11.3 et appliqué à chaque catégorie d'actifs financiers, pour tenir compte de sa volatilité ou liquidité, et utilisé pour déterminer la Valeur Pondérée de la Garantie et les Remises à effectuer;
- Constituant : Partie constituant une Garantie auprès de l'autre Partie;
- Date de Calcul : Toute date convenue entre les Parties, telle que déterminée à l'article 11.3, à laquelle il est procédé à la détermination des Remises;
- Délais Usuels de Livraison : Délais indiqués à l'article 11.3, requis de façon habituelle pour effectuer une Livraison ou procéder à un virement d'actifs financiers, tels que fixés par les réglementations, normes professionnelles et usages en vigueur pour les actifs considérés;
- Devise de Référence : Devise indiquée à l'article 11.3 dans laquelle les Risques Nets, la Garantie et les Remises sont exprimés;
- Ecart Constaté : A une Date de Calcul et lorsque les valeurs absolues des Risques Nets des Parties sont différentes, ou lorsque les Risques Nets des Parties sont égaux et de mêmes signes, valeur absolue de la somme algébrique des Risques Nets des Parties;
- Ecart Toléré : Montant maximum exprimé dans la Devise de Référence, déterminé à l'article 11.3, auquel est comparé l'Ecart Constaté lors de la procédure de réconciliation des Risques Nets prévue à l'article 11.1;
- Franchise applicable à une Partie : Montant, exprimé dans la Devise de Référence, déterminé à l'article 11.3, à hauteur duquel l'autre Partie accepte de ne pas être couverte de son risque sur la Partie concernée, par une Garantie autre qu'une Garantie spécifique;

Garantie:	Ensemble des actifs financiers définis à l'article 3.1, reçus par le Bénéficiaire en fonction de l'évolution de la Valeur des Transactions de Référence dans le but de garantir les obligations du Constituant relatives à toutes les Transactions régies par la Convention;
Garantie Spécifique :	Garantie spécifiée à l'article 11.3 et destinée à couvrir de façon permanente une partie du risque lié à l'évolution de la Valeur d'une ou de plusieurs Transactions de Référence ou de toute Garantie;
Montant Minimum de Transfert applicable à une Partie :	Montant, exprimé dans la Devise de Référence, déterminé à l'article 11.3, au-delà duquel cette Partie est tenue d'effectuer une Remise;
Remise :	Transfert en pleine propriété, par une Partie en faveur de l'autre Partie, de sommes d'argent (sous forme de virement irrévocable) ou de Titres (sous forme de Livraison franco) ou, le cas échéant, de tout autre actif financier selon les modalités spécifiées à l'article 11.3. Une Remise intervient soit lors de la constitution, soit lors de la restitution d'une Garantie;
Risque Net :	Montant exprimé dans la Devise de Référence tel que déterminé à l'article 4.1, et correspondant à la valorisation des Transactions de Référence pour une Partie donnée;
Taux de Référence :	Taux d'intérêt déterminant le coût d'immobilisation des sommes d'argent composant une Garantie ou une Garantie Spécifique et précisé à l'article 11.3;
Titres :	Valeurs mobilières (autres que les actions), titres de créance négociables, bons du Trésor ou tous instruments financiers étrangers équivalents, tels que spécifiés à l'article 11.3;
Transaction de Référence :	Toute Transaction désignée à l'article 11.3, à l'exception des Transactions pour lesquelles les Parties ont expressément exclu les dispositions de l'Annexe lors de leur conclusion;
Valeur Pondérée de la Garantie :	Valeur de la Garantie ajustée du Coefficient de Pondération relatif à chaque catégorie d'actif composant celle-ci;
Valeur d'une Transaction de Référence :	Valeur de ladite Transaction de Référence, établie par l'Agent de Calcul pour la détermination des Remises, correspondant au montant à verser ou à recevoir si cette Transaction de Référence était résiliée.  Cette valeur est affectée, pour une Partie considérée, d'un signe positif si elle correspond à une somme qu'elle doit recevoir de l'autre Partie et est alors égale au montant que cette autre Partie devrait verser à un tiers pour que ce dernier accepte de reprendre ses droits et obligations au titre de la Transaction de Référence considérée. Cette valeur est affectée d'un signe négatif si elle correspond à une somme que la Partie considérée doit verser à l'autre Partie et est alors égale au montant qu'un tiers accepterait de verser à cette autre Partie pour reprendre ses droits et obligations au titre de la Transaction de Référence considérée.

1.2 Les termes comportant une majuscule et non définis ci-dessus ont le sens qui leur est donné dans la Convention.

## ARTICLE 2 - OBJET DE LA CONVENTION

2.1 En couverture et garantie de ses obligations, quelles qu'elles soient, résultant de la Convention, et notamment du complet règlement du Solde de Résiliation, chacune des Parties s'engage à effectuer des Remises en faveur de l'autre Partie, selon les modalités et conditions de l'Annexe.

2.2 Le montant des Remises est déterminé à chaque Date de Calcul en fonction de la Valeur de l'ensemble des Transactions de Référence en cours et des Garanties, conformément aux dispositions des articles 4 et 5.

2.3 Le Bénéficiaire d'une Garantie s'oblige à restituer les actifs financiers constituant ladite Garantie selon les modalités et conditions de l'Annexe, sous réserve de la bonne exécution des obligations de l'autre Partie au titre de la Convention et de la non-survenance d'un Cas de Défaut la concernant.

### **ARTICLE 3 - ACTIFS FINANCIERS ELIGIBLES**

3.1 Les actifs financiers susceptibles de constituer une Garantie sont les sommes d'argent, valeurs, Titres et effets spécifiés à l'article 11.3.

3.2 Le Constituant choisit librement parmi les actifs financiers spécifiés à l'article 11.3, ceux qui donnent lieu à Remise à une Date de Calcul, à moins que les Parties ne soient préalablement convenues de soumettre les actifs en question à l'accord préalable du Bénéficiaire. Toutefois, lorsqu'une Remise correspond à une restitution de Garantie, la Partie destinataire de la Remise décide parmi les actifs constituant la Garantie, ceux sur lesquels porte la Remise.

### **ARTICLE 4 - VALORISATION DES TRANSACTIONS DE REFERENCE ET DE LA GARANTIE**

A chaque Date de Calcul, chaque Agent de Calcul procède à la valorisation des Transactions de Référence et détermine la Valeur Pondérée de la Garantie de la façon suivante :

#### **4.1. Valorisation des Transactions de Référence**

Le Risque Net de la Partie est égal à la somme algébrique des Valeurs des Transactions de Référence le Jour Ouvré précédant la Date de Calcul considérée (ou toute autre date précisée à l'article 11.3) majorée, lorsque les dispositions de l'article 11.3 le prévoient, de la somme algébrique des montants exigibles et non versés au titre de la Convention, ces montants étant affectés d'un signe positif lorsqu'ils sont dus à ladite Partie et d'un signe négatif quand ils sont dus à l'autre Partie.

#### **4.2. Détermination de la Valeur Pondérée de la Garantie**

La Valeur Pondérée de la Garantie est déterminée sur la base de la valorisation des catégories d'actifs financiers la constituant, lesquelles sont définies de la façon suivante :

s'il s'agit de sommes d'argent, montant nominal desdites sommes majoré, lorsque les Parties en sont convenues à l'article 11.3, de la fraction courue de l'indemnité d'immobilisation afférente, le Jour Ouvré précédant la Date de Calcul considérée (ou à toute autre date convenue entre les Parties à l'article 11.3);

s'il s'agit de Titres négociés, sur un marché réglementé, dernier cours desdits Titres le Jour Ouvré précédant la Date de Calcul considérée (ou à toute autre date convenue entre les Parties à l'article 11.3) majoré le cas échéant, du coupon couru à cette date;

s'il s'agit de Titres non négociés sur un marché réglementé, dernier relevé de cours ou de prix desdits Titres le Jour Ouvré précédant la Date de Calcul considérée (ou à toute autre date convenue entre les Parties à l'article 11.3), tel que déterminé à l'initiative de l'émetteur, d'une banque centrale ou d'un organisme dont l'autorité est incontestée, majoré le cas échéant du coupon couru à cette date;

s'il s'agit d'autres actifs financiers, valeur desdits actifs à la date et conformément aux modalités convenues entre les Parties à l'article 11.3;

Il est fait application du Coefficient de Pondération applicable à chacune de ces valorisations pour la détermination de la Valeur Pondérée de la Garantie.

4.3. Toute différence de valorisation des Risques Nets ou de la Valeur Pondérée de la Garantie entre les Agents de Calcul donne lieu à application de la procédure de réconciliation définie à l'article 11.1 ou 11.2.

### **ARTICLE 5 - DETERMINATION ET MISE EN PLACE DES REMISES**

5.1. Les Remises sont déterminées par les Agents de Calcul à chaque Date de Calcul à partir du Risque Net de la Partie présentant un Risque Net positif (la "Partie en risque") de la façon suivante :

5.1.1. Lorsque le Risque Net de la Partie en risque est supérieur à la Franchise applicable à l'autre Partie et que la Partie en risque est Bénéficiaire d'une Garantie :

\* si la Valeur Pondérée de la Garantie est inférieure ou égale à la différence entre le Risque Net de la Partie en risque et la franchise applicable à l'autre Partie, l'autre Partie complète la Garantie de la Partie en risque de telle façon que la Valeur Pondérée de la Garantie de la Partie en Risque soit égale après la Remise considérée, au Risque Net de la Partie en risque diminué de la Franchise applicable à l'autre Partie, et

\* si la Valeur Pondérée de la Garantie est supérieure à la différence entre le Risque Net de la Partie en risque et la Franchise applicable à l'autre Partie, la Partie en risque restitue partiellement sa Garantie, de telle façon que la Valeur Pondérée de la Garantie de la Partie en Risque soit égale, après restitution de la Garantie, au Risque Net de la Partie en risque diminué de la Franchise applicable à l'autre Partie.

5.1.2 Lorsque le Risque Net de la Partie en risque est supérieur à la Franchise applicable à l'autre Partie et que cette dernière est Bénéficiaire d'une Garantie, cette autre Partie restitue sa Garantie en totalité, sans application du Montant Minimum du Transfert et constitue une Garantie auprès de la Partie en risque de telle façon que la Valeur Pondérée de cette Garantie soit égale au Risque Net de la Partie en risque diminué de la Franchise applicable à l'autre Partie.

5.1.3 Lorsque le Risque Net de la Partie en risque est inférieur ou égal à la Franchise applicable à l'autre Partie, le bénéficiaire de la Garantie, quel qu'il soit, restitue celle-ci en totalité à l'autre Partie.

A titre d'information une présentation sous forme de tableau des Remises à effectuer figure à l'article 11.4.

5.1.4 Pour l'application des dispositions qui précèdent :

\* il n'est pas tenu compte des Garanties Spécifiques. Les Parties effectuent le cas échéant, les Remises relatives à ces Garanties Spécifiques prévues à l'article 11.3;

\* une Remise n'est effectuée par une Partie que pour autant que son montant dépasse le Montant Minimum de Transfert applicable à ladite Partie, sauf dans le cas d'une restitution totale de la Garantie. Elle intervient alors pour le multiple entier immédiatement supérieur de l'Arrondi lorsqu'elle vise à constituer une Garantie et pour le multiple entier immédiatement inférieur de l'Arrondi lorsqu'elle vise à restituer partiellement une Garantie. La restitution totale d'une Garantie intervient sans application de l'Arrondi;

\* Il est tenu compte, pour la détermination de la Remise, du Coefficient de Pondération applicable à chaque catégorie d'actifs financiers devant constituer la Remise;

\* Lorsque les Parties sont convenues à l'article 11.3, que seule une d'elles sera bénéficiaire d'une Garantie, la Partie qui accepte de ne pas être couverte de son risque, définit une Franchise à l'article 11.3 d'un montant illimité applicable à la Partie Bénéficiaire de la Garantie.

\* tout montant défini dans une Devise autre que la Devise de Référence est converti dans la Devise de Référence sur la base des cours de change au comptant mentionnés à l'article 11.3.

5.2 Gestion opérationnelle des Remises

5.2.1 Dès que possible après détermination et au plus tard à l'heure limite spécifiée à l'article 11.3, les Agents de Calcul notifient les Parties de toute Remise devant être effectuée en application de l'article 5. Ils fournissent sur demande le détail des calculs ayant permis de la déterminer. Les notifications des Agents de Calculs sont définitives et, en l'absence d'erreur manifeste, ne peuvent pas être contestées.

5.2.2 Toute Remise intervient par inscription en compte, ou livraison, ou de toute autre manière conformément à la réglementation applicable et aux usages en vigueur et est effectuée dans les Délais Usuels de Livraison qui suivent la réception de la notification de ladite Remise.

5.2.3 Chaque Remise au titre de l'Annexe est accompagnée d'un avis permettant son identification, adressé par la Partie effectuant la Remise à l'autre Partie, et conforme par exemple au libellé suivant : « Remise le (date) de (\*) et/ou de (\*) Titres, telle que prévue par l'Annexe en date du (date de l'Annexe) »

## **ARTICLE 6 - CONSERVATION ET GESTION DE LA GARANTIE**

6.1 Le Bénéficiaire a la pleine propriété des actifs composant la Garantie et peut librement en disposer, à charge pour lui d'en restituer la même quantité (et, dans le cas de Titres, de restituer des Titres de même nature) lorsqu'il est tenu de le faire en application des dispositions de l'Annexe.

6.2 Le Bénéficiaire peut désigner un ou plusieurs établissements de son choix, en France ou à l'étranger, chargés de la conservation des actifs financiers constituant la Garantie. Les coordonnées de ces derniers sont précisées à l'article 11.3. La défaillance d'un établissement conservateur ne libère aucunement le Bénéficiaire, lequel reste pleinement tenu de restituer les actifs considérés conformément aux dispositions de l'article 6.1.

6.3 En cas de mise en paiement d'intérêts ou de revenus sur des Titres composant une Garantie et non soumis à une retenue à la source ou non accompagnés d'un crédit d'impôt, le Bénéficiaire verse à l'autre Partie un montant en espèces équivalent à la somme mise en paiement. Ce versement est effectué le jour du paiement effectif desdits intérêts ou desdites sommes. Les autres droits ou titres attribués au Bénéficiaire sont conservés par celui-ci et restitués à l'autre Partie en même temps que les Titres auxquels ils se rattachent. Il en est tenu compte dans la valorisation de la Garantie.

6.4 En cas de mise en paiement d'intérêts ou de revenus sur des Titres composant une Garantie soumis à une retenue à la source ou accompagnés d'un crédit d'impôt, les Titres affectés par un tel événement sont restitués dans les meilleurs délais par le Bénéficiaire et il est procédé à une substitution de Titres telle que prévue à l'article 6.6.

6.5 Du fait de l'indisponibilité des sommes d'argent composant une Garantie, qui entraîne un préjudice pour le Constituant et un avantage de trésorerie corrélatif pour le Bénéficiaire, ce dernier verse au Constituant une rémunération qui est calculée sur toute la somme d'argent composant sa Garantie, par application du Taux de Référence précisé à l'article 11.3. Les modalités de calcul de cette rémunération et de son versement sont précisées à l'article 11.3.

6.6 Le Constituant peut à tout moment décider de substituer des Titres nouveaux aux Titres constituant la Garantie, sous réserve qu'à la date de sa décision, la Valeur Pondérée de la Garantie après substitution des Titres soit au moins égale à la Valeur Pondérée de la Garantie avant substitution. A cet effet, le Constituant adresse une notification de substitution au Bénéficiaire, au plus tard deux Jours Ouvrés, en plus des Délais Usuels de Livraison, avant la date prévue de substitution. A cette dernière date, le Bénéficiaire restitue les Titres considérés, dès que le Constituant lui a livré les Titres venant en substitution. Cette substitution n'a pas d'effet novatoire sur la Garantie déjà constituée.

## **ARTICLE 7 - ECHEANCE DES TRANSACTIONS DE REFERENCE**

Tout Bénéficiaire d'une Garantie (y compris d'une Garantie Spécifique) à la dernière des dates d'échéance des Transactions de Référence la restitue intégralement à l'autre Partie, sous réserve de la bonne exécution des obligations de l'autre Partie et de la non-survenance d'un Cas de Défaut la concernant.

## **ARTICLE 8 - MANQUEMENT AUX OBLIGATIONS PREVUES A L'ANNEXE**

Tout manquement d'une Partie à effectuer une Remise à sa charge constitue une « inexécution d'un paiement ou d'une Livraison » visée à l'article 7.1.1.1 de la Convention. Tout autre manquement à une disposition de l'Annexe constitue une « inexécution d'une quelconque autre disposition de la présente Convention » visée à l'article 7.1.1.2 de la Convention. La Partie Non Défaillante peut se prévaloir dudit manquement pour faire application des dispositions des articles 7 et 8 de la Convention.

## **ARTICLE 9 - COMPENSATION DES GARANTIES ET DES TRANSACTIONS**

9.1 Conformément aux dispositions de l'article 52 de la loi susvisée, lorsque la survenance d'un Cas de Défaut entraîne, en application des dispositions des articles 7 et 8 de la Convention, résiliation de l'ensemble des Transactions et détermination du Solde de Résiliation, les dettes et créances relatives aux Remises et celles afférentes aux Transactions résiliées sont compensées à la Date de Résiliation.

9.2 Pour l'application des dispositions de l'article 8.1.2 de la Convention, toute Garantie (y compris toute Garantie Spécifique) constituée auprès d'une Partie est alors considérée comme un Montant Dû par ladite Partie, d'une valeur égale à la valeur de marché de l'ensemble des actifs financiers constituant ladite Garantie (y compris la fraction courue de toute indemnisation due au Constituant en application de l'article 6.5), telle que déterminée par la Partie Non Défaillante de façon raisonnable et objective à la Date de Résiliation.

## **ARTICLE 10 - DECLARATIONS ET AUTRES DISPOSITIONS**

10.1 Toute Partie devant effectuer une Remise portant sur des Titres déclare en avoir la pleine propriété et certifie qu'ils sont exempts de tout privilège, sûreté ou autre restriction susceptible d'affecter leur libre disposition.

10.2 Chaque Partie réitère, à l'occasion de la mise en place de l'Annexe, les déclarations faites au titre de l'article 6 de la Convention, étant entendu que toute référence à la Convention comprend les dispositions de l'Annexe.

10.3 Chaque Partie supporte les frais éventuellement occasionnés par elle et son Agent de Calcul au titre de l'Annexe.

10.4 L'Annexe fait partie intégrante de la Convention et devient applicable à la date mentionnée à l'article 11.3 ou, à défaut, dès sa signature.

## **ARTICLE 11 - DIFFERENCES DE VALORISATION ET PARAMETRES VARIABLES**

### **11.1 RECONCILIATION DES DIFFERENCES DE VALORISATION DES RISQUES NETS**

L'écart Constaté étant supérieur à Zéro, les Parties appliquent la procédure suivante de réconciliation des Risques Nets :

11.1.1 Ecart Constaté inférieur à l'Ecart Toléré : ajustement automatique des Risques Nets.

Lorsque les Risques Nets de chaque Partie sont de même signe, les Parties considèrent qu'ils sont égaux à zéro.

Lorsque les Risques Nets de chaque Partie sont de signes contraires, les Parties considèrent que la valeur absolue de leur Risque Net est identique et égale à la moyenne des valeurs absolues des Risques Nets et affectée de leurs signes initiaux.

11.1.2 Ecart Constaté supérieur à l'Ecart Toléré : réévaluation des Risques Nets.

11.1.2.1 Détermination provisoire des Risques Nets des Parties.

Lorsque les Risques Nets des Parties sont de même signe, aucune Remise provisoire n'est effectuée.

Lorsque les Risques Nets des Parties sont de signes contraires, les Parties considèrent à titre provisoire que la valeur absolue de leur Risque Net est identique et égale à la moyenne des valeurs absolues des Risques Nets déterminés et affectée de leurs signes initiaux.

Les Parties déterminent une Remise provisoire conformément à l'article 5, sur la base des Risques Nets établis ci-dessus. Au plus tard à 11 heures (heure de Paris) le premier Jour Ouvré suivant la Date de Calcul, la Partie la plus diligente notifie à l'autre Partie le montant de la Remise à effectuer.

11.1.2.2 Détermination définitive du Risque Net des Parties

Les Parties se communiquent mutuellement le détail du calcul de leur Risque Net au plus tard à 17 heures (heure de Paris) le Jour Ouvré suivant la Date de Calcul. Elles se concertent alors avec leur Agent de Calcul en vue de parvenir à un accord sur leur Risque Net.

En cas d'accord des Parties sur la valeur absolue de leur Risque Net, l'article 5 s'applique. La Partie la plus diligente notifie le complément de la Remise à effectuer à l'autre Partie en tenant compte de la Remise provisoire de l'article 11.1.2.1. au plus tard à 17 heures (heure de Paris) le deuxième Jour Ouvré suivant la Date de Calcul.

A défaut d'accord des Parties sur le montant des Valeurs des Transactions de Référence servant au calcul du Risque Net avant 17 heures (heure de Paris), le deuxième Jour Ouvré suivant la Date de Calcul, chaque Partie désigne trois intervenants de premier rang sur le marché des opérations sur instruments financiers à terme considéré, ceux-ci pouvant être communs aux deux Parties. Les Parties demandent aux intervenants sollicités de fournir le troisième Jour Ouvré suivant la Date de Calcul, des cotations établies à 16 heures (heure de Paris) le même Jour pour les Valeurs des Transactions de Référence sur lesquelles les Parties sont en désaccord. Les Valeurs des Transactions de Référence sur lesquelles les Parties sont en désaccord sont établies à partir de la moyenne arithmétique des cotations obtenues conformément au présent paragraphe, la cotation la plus élevée et la cotation la plus basse étant exclues, dès lors que le nombre de cotations obtenues est égal ou supérieur à quatre. Il est tenu compte de la position respective des Parties et du signe des cotations obtenues dans le calcul des valeurs ainsi déterminées.

L'article 5 est alors applicable sur la base des Valeurs des Transactions de Référence ainsi calculées. La Partie la plus diligente notifie le montant de la Remise à effectuer à l'autre au plus tard à 11 heures (heure de Paris) le quatrième Jour Ouvré suivant la Date de Calcul.

#### 11.2. RECONCILIATION DES DIFFERENCES DE VALORISATION DE LA VALEUR PONDEREE DE LA GARANTIE

Lorsque les Parties à la Date de Calcul sont en désaccord sur la Valeur Pondérée de la Garantie constituée, celle-ci est égale à la moyenne arithmétique des valorisations respectives de chaque Partie.

## Tableau indicatif et récapitulatif des Remises

<b>DETERMINATION DES REMISES</b>			
RISQUE NET DE LA PARTIE X	RISQUE NET ET FRANCHISE APPLICABLE A LA PARTIE Y	GARANTIE (hors Garanties Spécifiques)	MONTANT DES REMISES A EFFECTUER (hors Arrondis et Montants Minimum de Transfert)
		au bénéfice de la Partie X	au bénéfice de la Partie Y
+ RN	$RN - F_y > 0$	$G_{vp}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lorsque <math>(RN-F_y) &gt; G_{vp}</math>, Partie effectuant la Remise = Y Remise à effectuer = <math>[(RN - F_y) - G_{vp}]/cp</math></li> <li>• Lorsque <math>(RN-F_y) &lt; G_{vp}</math>, Partie effectuant la Remise = X Remise à effectuer = <math>[G_{vp} - (RN-F_y)]/cp</math></li> </ul>
			$G_{vp}$
+ RN	$RN - F_y \leq 0$	$G_{vp}$	Partie effectuant la Remise = X Remise à effectuer = G
			$G_{vp}$
<b>PRECISIONS ET REMARQUES</b>			
<p>Dans le tableau :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>+ RN représente le Risque Net de la Partie au Risque Net positif ;</li> <li>G représente la Valeur non Pondérée de la Garantie (hors Garanties Spécifiques) ;</li> <li><math>G_{vp}</math> représente la Valeur Pondérée de la Garantie (hors Garanties Spécifiques) ;</li> <li><math>F_y</math> représente la Franchise Applicable à la Partie Y ;</li> <li>cp représente le Coefficient de Pondération retenu pour les actifs financiers considérés sur lesquels porte la Remise (ce coefficient étant inférieur ou égal à 100), tel que fixé à l'article 11.3. Lorsque différentes catégories d'actifs financiers sont utilisées pour une Remise, il est tenu compte des différents Coefficients de Pondération applicables à chacune de ces catégories.</li> </ul>			