



INTERNATIONAL INSTITUTE FOR THE UNIFICATION OF PRIVATE LAW  
INSTITUT INTERNATIONAL POUR L'UNIFICATION DU DROIT PRIVE

---

CONFERENCE DIPLOMATIQUE POUR L'ADOPTION D'UNE  
CONVENTION SUR LES REGLES DE DROIT MATERIEL  
APPLICABLES AUX TITRES INTERMEDIÉS

**Comité sur les marchés émergents et les  
questions de suivi et de mise en œuvre  
*Première réunion*  
Rome, 6 au 9 septembre 2010**

UNIDROIT 2010  
S78B/CME/1/Doc. 2  
Original: anglais  
Août 2010

**Proposition d'élaboration d'un instrument international sur la compensation  
des instruments financiers**

Cette étude présente le champ d'application et les objectifs possibles d'un instrument international de droit privé sur la compensation. Elle a été préparée par M. Philipp Paech (mars 2010), Chargé de recherches principal à l'Institut de droit et finance (IDF) de l'Université de Francfort, ancien fonctionnaire d'UNIDROIT, puis expert détaché à la Commission européenne.



**Risque systémique, pouvoirs de régulation et droit de l'insolvabilité –  
L'utilité d'un instrument international de droit privé pour la compensation**

*Dr Philipp Paech, Chargé de recherches principal,  
Institut de droit et finance (IDF) de l'Université de Francfort <sup>1</sup>*

**Table des matières**

Résumé .....	3
Introduction .....	4
1ère Partie – Utilisation, avantages et inconvénients de la compensation .....	6
I.    La compensation sur les marchés financiers actuels .....	6
A.    L'importance de la compensation – les données du marché .....	6
B.    Compensation et conventions-cadres .....	6
C.    Les différents types de compensation ( <i>set off</i> et <i>netting</i> ) .....	7
Compensation ( <i>Set-off</i> ) .....	8
Compensation contractuelle ( <i>Settlement netting</i> ) .....	8
Compensation par novation .....	9
Compensation avec déchéance du terme ( <i>'Close-out netting'</i> ) .....	9
D.    Compensation en situation de solvabilité et d'insolvabilité; cas de résiliation .....	10
E.    Règlement-livraison par accord bilatéral et compensation centrale .....	11
F.    La compensation entre les succursales .....	11
G.    Compensation multilatérale .....	12
II.   Avantages dérivant de l'utilisation de la compensation .....	13
A.    Perspective individuelle : l'avantage sur le plan de la concurrence .....	13
Réduction du risque de contrepartie .....	13
Adéquation de fonds propres et coûts du capital .....	13
B.    La perspective du marché : amélioration de la stabilité systémique et de la liquidité ....	14
Stabilité systémique .....	14
Liquidité du marché .....	15
III.  Les inconvénients inhérents à la compensation .....	15
A.    Modifier les principes généraux applicables aux régimes de l'insolvabilité ? .....	15
B.    Prééminence de l'intervention de l'autorité de régulation .....	16
2ème Partie – Le besoin d'un instrument international sur la compensation .....	17
I.    Le <i>status quo</i> : opposabilité de la compensation .....	17
A.    Champ personnel et matériel .....	17
B.    Questions concernant les principes généraux du droit .....	18
Association avec les règles sur la compensation .....	18
Les contrats qui ne peuvent pas être couverts par un accord de <i>netting</i> : les jeux de hasard .....	19

---

<sup>1</sup> © de l'auteur; e-mail [paech@ifl.uni-frankfurt.de](mailto:paech@ifl.uni-frankfurt.de). L'auteur est expert détaché à la Commission européenne; les opinions exprimées dans son document sont personnelles et n'engagent pas la Commission européenne. L'auteur exprime ses remerciements à Mme Joyce Hansen, M. Wim Hautekiet, Prof. Hideki Kanda, Dr. Hans Kuhn, M. Klaus Löber, M. Ed Murray, M. Peer Ritter, M. Gilles Stuer et Dr. Peter Werner pour leurs très utiles commentaires et suggestions.

---

C.	Questions en relation avec l'opposabilité en vertu de droit de l'insolvabilité .....	19
	Le ' <i>cherry picking</i> ' et la prohibition de la résiliation anticipée .....	19
	Préférences et périodes suspectes .....	20
II.	Implications de droit privé et suspension temporaire par l'autorité de régulation .....	20
	Convergence internationale des mesures réglementaires de protection .....	21
	Droits régis par le droit étranger .....	21
III.	Evaluation : le besoin d'un instrument international .....	22
	Objectif de promouvoir l'efficacité des accords de compensation .....	22
	Objectif de transposer de façon appropriée en droit privé les pouvoirs spéciaux de régulation pour la gestion des défaillances .....	23
	Résultat .....	23
3 <sup>ème</sup> Partie	– Lignes directrices pour un instrument international .....	24
I.	Approche .....	24
II.	Champ d'application personnel .....	25
III.	Portée matérielle .....	25
	D. Compensation (' <i>netting</i> ') .....	26
	B. Accord .....	26
	C. Contrats financiers .....	27
IV.	Le principe de l'opposabilité des accords de compensation .....	29
V.	Opposabilité vis-à-vis d'une contrepartie à succursales multiples .....	30
VI.	Prise en compte des pouvoirs de régulation .....	31

## RESUME

Cette étude examine le cadre juridique des accords de compensation entre contrats portant sur des produits financiers. Elle conclut qu'un instrument international devrait être élaboré en vue d'améliorer l'efficacité des accords de compensation et réduire les risques systémiques. A cette fin, deux aspects différents de l'efficacité des accords de compensation sont envisagés : (i) le principe général de la mise en œuvre de la compensation, et (ii) la possibilité d'empêcher que la compensation ait lieu, au moyen d'un mécanisme de suspension temporaire par voie réglementaire pour des raisons de stabilité systémique.

Dans la première partie, après avoir présenté l'utilité et les différentes formes de la compensation, l'étude explique les avantages et les inconvénients de la mise en œuvre des accords de compensation. Pour les entreprises, les avantages tiennent à une diminution des risques de contrepartie et à des exigences de fonds propres plus favorables. Pour l'ensemble du marché financier, ils tiennent à une plus grande stabilité du marché, du fait que se trouvent limitées les répercussions sur les établissements concernés sur le plan systémique, de la défaillance ou de l'insolvabilité d'une autre institution, ce qui contribue à éviter les risques systémiques. En outre, l'utilisation des accords de compensation peut améliorer la liquidité globale sur les marchés.

Cependant, la mise en œuvre de la compensation peut dans certains cas comporter des inconvénients et aller à l'encontre du but de stabilité systémique, alors que le transfert de parts des actifs d'une institution financière insolvable à une entité-relais solvable permettrait de conserver ou d'améliorer la valeur des actifs plus efficacement que ne le ferait la mise en œuvre d'un accord de compensation. Les autorités de régulation se penchent sur les conditions dans lesquelles une suspension bloquant provisoirement le mécanisme de compensation, jusqu'à la résolution de la situation, pourrait éviter cette menace à la stabilité systémique.

Dans la seconde partie, l'étude examine s'il serait possible d'améliorer la stabilité systémique par une harmonisation internationale des règles de droit privé et de l'insolvabilité. En ce qui concerne le principe de l'efficacité de la compensation, les droits nationaux offrent des solutions hétérogènes : étant donné ses implications pratiques considérables, un instrument international pourrait être extrêmement utile. Pour ce qui est des conséquences de droit privé d'une suspension réglementaire provisoire, il apparaît que l'absence de cadre harmonisé entraîne une réelle disparité au niveau transnational et une insécurité juridique pour ce qui est des contrats financiers régis par une loi étrangère. Pour ces raisons, le présent document recommande d'entreprendre la préparation d'un instrument international.

La dernière partie suggère un premier ensemble de lignes directrices pour l'élaboration d'un tel instrument. A la lumière des conclusions des sections précédentes, une approche mixte à deux niveaux est préconisée. D'une part, un instrument non contraignant pourrait être élaboré qui servirait de modèle possible et renfermerait des solutions juridiques pour les questions en jeu. D'autre part, une Convention internationale pourrait traiter des aspects particuliers se rapportant tant au principe général de la mise en œuvre de la compensation qu'à sa suspension réglementaire provisoire en vertu des règles du droit privé et de l'insolvabilité étranger, notamment lorsque des situations transnationales où est en jeu la compensation demandent que soient uniformisées les règles juridiques applicables.

## INTRODUCTION

Les institutions financières et les autres participants du marché financier appliquent quotidiennement à leurs opérations un ensemble de mécanismes destinés à réduire leur exposition au risque de crédit. En premier lieu, ils utilisent une panoplie d'instruments que l'on peut qualifier des types de sûretés 'classiques' prévues par la loi et qui sont largement utilisées dans la pratique commerciale, en particulier différentes sortes de sûretés personnelles (par exemple le dépôt, la caution etc.) ou des sûretés constituées sur des biens meubles, des biens immeubles ou des biens de propriété intellectuelle, (par exemple, le gage, la 'charge', l'hypothèque, le nantissement, la mise en pension 'repo', etc.). Sur les marchés financiers, des sûretés sont constituées sur des espèces, des titres ou des créances dans des contextes juridiques différents et selon des techniques juridiques qui ressemblent souvent, du moins au premier abord, aux sûretés réelles susmentionnées, par exemple la constitution de gage sur des espèces, des titres ou des créances.

Les marchés financiers modernes, outre les techniques indiquées ci-dessus, ont développé des concepts entièrement nouveaux permettant de réduire l'exposition des participants du marché au risque de crédit, au nombre desquels le '*netting*', par lesquels les contreparties conviennent contractuellement d'appliquer la compensation à leurs droits et obligations respectifs. La présente analyse est consacrée à la compensation (*netting*).

La notion de compensation (*netting*) est relativement nouvelle dans la terminologie juridique <sup>2</sup> et n'est pas parfaitement définie. De façon générale, on considère le plus souvent que le *netting* est proche du concept général de la compensation (*set-off*) connu du droit romain. Toutefois, le *netting*, notamment le '*close-out netting*' (compensation avec déchéance du terme), renferme certains autres éléments importants qui distinguent celui-ci de la compensation traditionnelle.

*Exemple 1 : La Banque A et la Banque B réalisent entre elles un volume d'affaires important. Elles sont mutuellement redevables d'obligations de paiement et de livraison (par exemple, paiements d'intérêts, livraisons de devises, droits de recouvrement de garanties, gages d'instruments financiers) qui résultent de différentes sortes d'opérations financières. Afin d'éviter qu'une partie subisse le contrecoup des problèmes financiers de l'autre, les parties concluent un accord de compensation. Celui-ci prévoit qu'en cas de défaillance de l'une des parties dans l'exécution de ses obligations vis-à-vis de l'autre, tous les droits et obligations réciproques sont réputés immédiatement dus. Les obligations en nature (par exemple la livraison de devises) se transforment en obligations de paiement en vertu d'un mécanisme d'évaluation prédéterminé. Les droits et obligations réciproques sont ensuite calculés de façon à obtenir une obligation unique portant sur le solde net dû par une partie à l'autre. C'est la seule obligation qui reste à régler.*

Les accords de compensation sont très largement utilisés sur les marchés financiers par les entités du secteur privé telles que les banques, mais également par des institutions privées non financières. Dans le secteur public, les entités telles que, particulièrement, les banques centrales et les institutions financières supranationales comme les banques de développement, utilisent les

---

<sup>2</sup> En 1989, l'organe qui a précédé le Comité de Bâle a établi le rapport dit 'Rapport *Angell*' sur les systèmes de compensation (*netting*), qui a probablement marqué le point de départ de l'utilisation du concept et du terme de *netting*. En même temps, le '*netting*' a commencé à apparaître comme concept dans quelques lois, en nombre assez limité. Par la suite le '*close-out netting*' s'est répandu dans les conventions-cadres établies par les associations du secteur financier, notamment ISDA, ICMA, EBF et d'autres, cf. page 7. NDT : bien que se référant à des réalités différentes qui sont expliquées plus avant dans ce document, le terme de 'compensation' est généralement retenu en français pour désigner le *netting*, et c'est celui qui est utilisé dans le présent document, sauf à préciser *netting* là où cela pourrait s'avérer nécessaire.

accords de compensation. Les autorités de régulation (ainsi très récemment, le *Cross-border Bank Resolution Group* du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire) encouragent généralement leur utilisation en raison de leurs effets de stabilisation du système financier <sup>3</sup>.

C'est surtout en cas d'insolvabilité d'une contrepartie qu'apparaissent les avantages des accords de compensation, à condition toutefois que les effets juridiques stipulés dans l'accord soient reconnus et puissent être *exécutés* en vertu du droit de l'insolvabilité applicable. Or la situation qui prévaut actuellement est que de nombreux systèmes juridiques permettent effectivement la compensation dans l'insolvabilité, mais à des degrés différents et en lui reconnaissant une portée et des effets juridiques variables. D'autres ne connaissent pas précisément le *netting*, et la pratique juridique applique souvent les principes régissant le concept traditionnel de la compensation, sans tenir compte des différences fondamentales entre les deux mécanismes. Il est généralement admis que cette approche morcelée n'est pas satisfaisante tant des situations transfrontalières.

Des premiers pas ont été faits dans la direction d'un consensus international sur les principes assurant l'efficacité de la compensation. La *Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés* (la 'Convention de Genève sur les titres') établit dans son Chapitre V un cadre *optionnel* sur la protection des opérations garanties. La protection s'étend aux accords de compensation à condition qu'ils interviennent dans le cadre d'une opération de garantie, et elle renferme une définition de la compensation et une règle centrale sur sa mise en œuvre.

En outre, la compensation est prévue dans les travaux de la CNUDCI en matière d'insolvabilité internationale. En effet, le *Guide législatif de la CNUDCI sur le droit de l'insolvabilité* comprend le principe de la mise en œuvre de la compensation parmi les points à envisager lors de l'élaboration d'une loi sur l'insolvabilité – *cf.* Recommandation 7(g) –, et recommande de rendre possible la compensation des contrats financiers en vertu de la procédure de l'insolvabilité applicable – *cf.* Recommandations 101-107.

Depuis la crise financière 2007/2009, un autre aspect de la mise en œuvre des accords de compensation a été mis en évidence : les autorités de régulation, tout en reconnaissant l'utilité de la compensation, considèrent qu'il est nécessaire d'appliquer une brève suspension du mécanisme de la compensation dans des situations d'insolvabilité ou de pré-insolvabilité d'une institution financière, de façon à donner au régulateur le temps nécessaire pour décider s'il faut sauver l'entité en difficulté et comment, pour des raisons de stabilité systémique. Les autorités de régulation estiment actuellement que la suspension devrait jouer de telle sorte à empêcher que les accords de compensation dans une situation de pré-insolvabilité aient pour effet de détériorer davantage les capacités de fonctionnement de l'entité en difficulté. Sous l'angle du droit privé, l'une des difficultés est qu'une telle suspension réglementaire affecte souvent des droits et obligations régis par une loi étrangère – ce qui illustre la nécessité urgente de principes communs expliquant comment donner effet à ces nouveaux pouvoirs réglementaires depuis la perspective du droit privé étranger.

Le présent document se propose d'expliquer les deux aspects qui viennent d'être brièvement présentés, afin de pouvoir évaluer le besoin d'une harmonisation des aspects de droit privé et de l'insolvabilité de la compensation, l'étendue d'une telle harmonisation, ainsi que de fournir des premières indications sur la façon dont un instrument international couvrant cette question pourrait être rédigé.

---

<sup>3</sup> Banque des Règlements Internationaux / Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Rapport et Recommandations du *Cross-border Bank Resolution Group*, mars 2010, <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf> (ci-après: Rapport CBRG du Comité de Bâle), Recommandation 8, p. 36 *et seq.* (en anglais seulement).

## **IERE PARTIE – UTILISATION, AVANTAGES ET INCONVENIENTS DE LA COMPENSATION**

### **I. La compensation sur les marchés financiers actuels**

La compensation est très largement utilisée sur les marchés financiers comme instrument d'atténuation des risques. Le niveau d'exposition brute entre les différents participants du marché, par exemple entre deux institutions financières agissant au niveau global, peut être très élevé. La compensation est un instrument qui permet d'évaluer la situation de risque des institutions sur la base de leur exposition nette. Bien entendu, cet instrument a une application dans la gestion du risque et dans les montants requis de fonds propres, puisque l'exposition nette en cas de défaillance de la contrepartie constitue souvent une petite fraction seulement de l'exposition brute.

Dans ce contexte, on comprend pourquoi la compensation est généralement utilisée dans des domaines des affaires tels que le règlement-livraison des instruments financiers, les transactions à haute fréquence entre deux contreparties, les opérations de mise en pension et les opérations sur produits dérivés – où les écarts entre expositions brutes et expositions nettes sont particulièrement élevés. En outre, la compensation est également utilisée dans d'autres domaines des affaires, par exemple dans le contexte des contrats de gros portant sur la fourniture de gaz ou d'électricité. De la même façon, les organismes publics, lorsqu'ils utilisent des produits dérivés de taux d'intérêt pour couvrir leur risque de taux de change, incluent des accords de compensation dans leur cadre contractuel afin de réduire le risque de contrepartie.

#### **A. L'importance de la compensation – les données du marché**

Dans un rapport récent <sup>4</sup>, la Banque des Règlements Internationaux a présenté des chiffres illustrant les effets de la compensation avec déchéance du terme : la valeur notionnelle de tous les types de contrats de gré-à-gré s'élevait à environ 605 billions de dollars US à la fin du mois de juin 2009. La valeur brute de marché de ces contrats, à savoir le coût de remplacement par des contrats équivalents au prix du marché, était de 25 billions de dollars US. Ce montant correspond au risque du marché inhérent à ces contrats. En même temps, les expositions de crédit cumulées des participants du marché, c'est-à-dire le risque de crédit résiduel prenant en compte les accords de compensation pouvant légalement exécutés, s'élevait à 3,7 billions de dollars US.

#### **B. Compensation et conventions-cadres**

La plupart des transactions sur les marchés financiers sont conclues sur la base de documents de référence types (des 'conventions-cadres'), par exemple pour les produits dérivés, les opérations de change sur les marchés étrangers, le prêt de titres et les contrats de mise en pension. Il existe différentes conventions cadres pour les différents types de contrats financiers et dans les différents pays.

Dans le contexte international, la convention cadre de la *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* est le document de référence pratiquement généralisé pour les opérations portant sur des produits dérivés, tandis que les contrats de mise en pension sont généralement soumis à la convention-cadre globale de la *International Capital Market Association (ICMA)*; en

---

<sup>4</sup> Banque des Règlements Internationaux, *Département économique et monétaire*, OTC derivatives market activity in the first half of 2009, novembre 2009, [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy0911.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy0911.pdf), p. 1. (en anglais)



Europe, la convention-cadre de la Fédération bancaire européenne (FBE) relative aux opérations sur instruments financiers est largement répandue. Ces conventions sont accompagnées d'un ensemble d'annexes optionnelles qui couvrent différents types de contrats financiers. En outre, il y a différentes autres conventions-cadres pour des secteurs particuliers ou pays, par exemple, le *International Foreign Exchange Master Agreement (IFEMA)*; le *International Foreign Exchange and Options Master Agreement (FEOMA)*; le *Global Master Securities Lending Agreement* de la *International Securities Lending Association (ISLA)*; la convention-cadre relative aux opérations de marché à terme de l'Association française des banques; la convention-cadre de prêts de titres de l'Association française des professionnels des titres ; le *Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte*, le *Rahmenvertrag für Pensionsgeschäft*, et le *Rahmenvertrag für Wertpapierleihgeschäfte* de l'Association bancaire allemande; le *contrato marco de operaciones financieras* de l'Association des Banques privées espagnoles; la convention-cadre pour les opérations sur produits dérivés du Marché interbancaire chinois de l'Association nationale des Investisseurs institutionnels des Marchés financiers (NAFMII); la documentation type pour les opérations sur produits dérivés des Marchés financiers de l'Association des Banques russes (ARB) et le *Contrato Global de Derivados* brésilien.

Les conventions-cadres ne sont pas soumises à une loi applicable particulière mais le droit anglais ou le droit de New York sont généralement choisis pour des opérations transnationales. Les droits japonais, de Hong Kong, suisse, français, allemand, espagnol et italien ont une certaine importance régionale. L'Accord-cadre européen a été conçu dès l'origine en vue d'une application dans plusieurs pays - et d'une utilisation multilingue – et est conclu en vertu de l'une des lois des Etats membres de l'Union européenne.

Les clauses de compensation forment le plus souvent une partie centrale des conventions-cadres et même intégrées dans de tels documents types, les accords de compensation restent des contrats qui, du point de vue juridique, peuvent être négociés séparément et directement entre les parties. En conséquence, le fait que les accords de compensation relèvent souvent des conventions-cadres n'affecte aucunement les résultats de la présente analyse. Il est donc entendu que le présent document utilise le concept d' 'accord de compensation', y compris lorsque – comme c'est le plus souvent le cas – ces accords font partie d'une convention-cadre.

### C. Les différents types de compensation (*set off* et *netting*)

Le marché a développé la notion de compensation (*netting*) ainsi que ses sous-catégories : compensation contractuelle (*settlement netting*), compensation par novation (*novation netting*) et compensation avec déchéance du terme (*close-out netting*). Ces catégories sont généralement comprises de la même façon. Toutefois, le marché considère généralement la question de la compensation en termes fonctionnels (résiliation des contrats, calcul d'un montant total, etc.), tandis que sous l'angle juridique, les délimitations ne sont pas toujours nettes. Cela se doit au fait que les fonctions de la compensation ('*netting*') sont exprimées en termes juridiques par référence à des concepts existants, essentiellement la compensation au sens traditionnel ('*set-off*'), cf. *infra*, p. 18)<sup>5</sup>. Hormis la distinction entre les perspectives fonctionnelles et juridiques, l'appréhension du concept de compensation ('*netting*') est davantage compliquée par le fait que les parties peuvent envisager des mécanismes particuliers de compensation ou encore plusieurs de ces mécanismes en

---

<sup>5</sup> Cf. *European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG)*, "Protection for bilateral insolvency set-off and netting agreements under EC law", octobre 2004, paras. 15, 111 (en anglais seulement) pour ce qui est du droit de l'UE applicable en dehors du secteur bancaire : l'utilisation du terme de 'compensation' ('*set-off*') dans le Règlement UE sur l'insolvabilité et les mises en œuvre divergentes dans les Etats membres de l'UE ont créé une profonde incertitude sur le point de savoir si la protection de la compensation offerte par la Directive (article 6) englobe des éléments qui vont au-delà de la compensation classique, en particulier la compensation avec déchéance du terme.

les combinant. Ainsi, les catégories types qui sont décrites ci-dessous reflètent seulement des modèles de base, notamment ceux qui résultent de la large application des conventions-cadres. Aussi, la présente étude évitera-t-elle de se référer à des catégories spécifiques, puisqu'il n'existe pas d'acceptation uniforme des termes pertinents. On se référera donc – sauf pour ce qui est de la présente section – à la 'compensation' en général, d'autant que les difficultés d'appréhender la compensation en termes juridiques s'appliquent dans une mesure plus ou moins grande à toutes les formes possibles d'accords de compensation.

### **Compensation (*Set-off*)**

La compensation traditionnelle (*set off*) diffère de ce que l'on entend généralement par *netting*. Pourtant le terme de compensation est souvent utilisé pour décrire les fonctions du *netting* et le transposer en termes juridiques (notamment celle visant au calcul d'un solde net). Certaines lois considèrent même le *netting* comme un type de compensation. La compensation est un moyen classique d'exécution des obligations réciproques – le plus souvent (mais pas nécessairement) des obligations de paiement –, en vertu duquel le débiteur compense sa dette envers son créancier par la créance qu'il détient sur celui-ci, dont il résulte une obligation unique égale à la différence entre les deux créances. La compensation est généralement prévue par la loi et peut être étendue ou modifiée contractuellement. Elle est permise lorsque les deux créances sont dues ; certains systèmes juridique exigent qu'elles dérivent de la même relation juridique ou soient en quelque sorte 'connexes'.

### **Compensation contractuelle (*Settlement netting*)**

L'instrument de la compensation contractuelle est le calcul prévu au contrat des créances fongibles équivalentes en vertu de contrats exécutoires, portant par exemple sur des matières premières ou des devises, lorsque les livraisons réciproques sont dues pour le paiement ou la livraison le même jour. La raison en est qu'il est parfois difficile d'organiser des paiements simultanés. Le but de la compensation contractuelle est donc de réduire le risque du règlement (qui fait partie du risque global de contrepartie) puisque la seule obligation qui subsiste pour les parties est celle de régler le solde net. La compensation contractuelle diffère de la compensation 'classique' parce qu'elle s'applique à des livraisons en vertu de contrats non encore exécutés, tandis que la compensation s'applique traditionnellement à des dettes qui sont dues.

*Exemple 2 : La Banque Y vend à la Banque X 66 GBP pour 100 USD. Quelques jours plus tard, la Banque Y vend à la Banque X 100 USD pour 67 GBP, payables le même jour que le premier contrat. Si la Banque X devient insolvable le jour où la Banque Y paie les 66 GBP et les 100 USD en vertu des deux contrats, et avant que X ait payé ses 100 USD et 67 GBP, la Banque Y aura perdu ces montants bruts. Mais si les montants réciproques sont compensés au moment où le second contrat est conclu, alors l'exposition de la Banque Y sera 1 GBP.*

La compensation contractuelle intervient dans un contexte multilatéral (systèmes de règlement-livraison pour des paiements ou des titres négociés en bourse, des dépositaires centraux de titres ou des contreparties centrales <sup>6)</sup> ainsi que dans des relations bilatérales où des groupes de contrats financiers entre deux parties sont réglés sans l'intervention d'une infrastructure du marché, notamment dans le cas de contrats portant sur des produits dérivés, le prêt de titres ou la mise en pension (*repo*) (cf. *infra*, p. 11), et la compensation contractuelle est habituellement

---

<sup>6</sup> Dans les 27 Etats membres de l'UE, cette question est traitée dans la *Directive concernant le caractère définitif du règlement* qui définit la compensation comme la conversion des créances et des obligations résultant d'ordres de transfert qu'un ou plusieurs participants émettent en faveur d'un ou plusieurs autres participants ou reçoivent de ceux-ci en une créance ou en une obligation nette unique, de sorte que seule une créance nette peut être exigée ou une obligation nette peut être due.

prévue dans la documentation-type, ainsi la convention-cadre européenne, article 3(4); la convention-cadre de l'ISDA, article 2(c).

### Compensation par novation

La compensation par novation est une forme particulière de compensation contractuelle et fait appel à un mécanisme assez différent de la compensation classique. Deux (ou plusieurs) contrats entiers (et non pas seulement des obligations de paiement) de même type sont résiliés et remplacés par un nouveau contrat, exactement de même type, qui reflète le solde net des contrats résiliés.

*Exemple 3 : La Banque A achète à la Banque B 100 USD pour 75 EUR, payable le 1<sup>er</sup> septembre. Par la suite, la Banque B achète à la Banque A 200 USD pour 140 EUR. Les parties résilient les deux contrats et les remplacent par un contrat en vertu duquel la Banque B reçoit le 1<sup>er</sup> septembre de la Banque A 100 USD contre le paiement de 65 USD.*

La compensation par novation est essentiellement limitée au marché des changes étrangers. Elle a été utilisée pour réduire les exigences de fonds propres en vertu de l'accord de Bâle de 1988, tandis que la version de 1994 prévoit une compensation avec déchéance du terme plus facile à mettre en œuvre. La compensation par novation ne joue donc pas un rôle prééminent sur les marchés financiers.

### Compensation avec déchéance du terme (*Close-out netting*)

Le mécanisme de la compensation avec déchéance du terme (*close-out netting* ou *default netting*) constitue une partie essentielle de la documentation-type du marché, comme par exemple la convention-cadre de l'ISDA ou la convention-cadre européenne<sup>7</sup>. La compensation avec déchéance du terme est le type de compensation envisagée par les articles 31 et 33 de la Convention de Genève sur les titres (*cf. infra*, pp. 23 et 29) et est visée aux recommandations 101-107 du Guide législatif de la CNUDCI sur le droit de l'insolvabilité.

Dans ce type d'accord, le mécanisme de la compensation est mis en œuvre soit par une déclaration ('*close-out*') d'une partie à la survenance d'un événement prédéterminé – notamment la défaillance ou l'insolvabilité de la contrepartie ('cas de résiliation') –, ou est déclenché automatiquement lorsque cet événement se produit ('cas automatique'). Le mécanisme s'applique à un groupe de contrats financiers existants et à terme entre les parties, qui est contractuellement visé par l'accord de compensation. Lors de la résiliation, par '*close-out*' ou automatique, tous les contrats non exécutés sont résiliés et chaque contrat est évalué selon un mécanisme prédéterminé. La valeur globale de tous les contrats est ainsi calculée pour aboutir à une seule obligation de paiement (le 'solde net')<sup>8</sup>. Cette obligation reste la seule obligation à régler et est en général due immédiatement après la détermination du montant net.

---

<sup>7</sup> Convention-cadre européenne, articles 6 and 7; convention-cadre de l'ISDA, articles 5 and 6.

<sup>8</sup> *Cf.* les clauses centrales des conventions-cadres susvisées (les initiales en majuscules indiquent des termes définis dans la convention-cadre correspondante) [*NDT : traduction non officielle*]

– 'en cas de résiliation conformément au présent article [...], aucune des parties ne sera tenue d'effectuer de paiement ou de livraison en vertu [de la] [des] Transaction[s] résiliée[s] qui serait devenu exigible à la date ou après la Date de Résiliation Anticipée ou de fournir ou de restituer des dépôts de garantie ou des garanties qui devraient dans d'autres circonstances être fournies ou restituées en vertu du présent Accord, et se rapportaient [à la] [aux] Transactions résiliées. Ces obligations sont remplacées par une obligation pour chacune des parties de payer le Montant Final du Règlement conformément à l'article [...]' (Accord cadre européen, article 6(4));

Lorsque la compensation intervient dans le contexte de l'insolvabilité de l'une des parties, et le montant net est positif pour la partie solvable, cette partie est payée sur la masse de l'insolvabilité comme créancier chirographaire et elle peut donc perdre en tout ou en partie sa créance. Lorsque le montant net est créditeur pour la partie insolvable, la partie solvable doit payer la masse de l'insolvabilité.

#### **D. Compensation en situation de solvabilité et d'insolvabilité; cas de résiliation**

La compensation peut se produire dans deux sortes de situations : lorsque les deux parties sont solvables, et dans le cas de l'insolvabilité de l'une d'elles, puisque ce sont les parties à l'accord de compensation elles-mêmes qui déterminent l'événement qui déclenchera la mise en œuvre du mécanisme, le 'cas de résiliation'. Cet événement peut consister par exemple dans l'inexécution par l'une des parties de l'une ou plusieurs de ses obligations, le dépôt de bilan, la mise en place d'un administrateur pour gérer les actifs ou une intervention semblable d'un organe public, ou l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité ou d'une procédure d'administration, de résolution ou de restructuration. Les accords de compensation prévoient en outre d'autres événements de résiliation qui sont des circonstances extérieures, ainsi l'impossibilité objective d'exécuter une obligation en vertu d'un des contrats financiers, ou la baisse de la notation financière de l'une des parties après sa fusion avec une autre société. Compte tenu des multiples cas de résiliation qui peuvent se présenter, il va de soi que les accords de compensation peuvent être conçus pour s'appliquer aussi bien à des situations de pré-insolvabilité que d'insolvabilité.

Les accords de compensation sont en général soumis à la liberté contractuelle des parties : toutefois, des limites sont communément appliquées à ce principe pour des raisons de politique générale et sont imposées par des règles de droit impératif qui restreignent l'autonomie des parties.

En général, les considérations de politique générale ne s'opposent pas à ce qu'un accord prévoyant la résiliation de contrats réciproques à la réalisation d'une condition prédéterminée, puisse prévoir qu'ils soient évalués et que soit calculée leur valeur globale, tout comme le fait un accord de *netting*. En conséquence, on peut dire qu'il n'existe pas d'obstacle particulier à l'efficacité et à la mise en œuvre des accords de compensation soumis à des conditions générales, c'est-à-dire dans le cas de deux parties *solvables*. Il existe toutefois certaines limites qui dérivent souvent des principes généraux du droit : par exemple, un accord de compensation pourra être considéré invalide si l'un ou plusieurs des contrats couverts par l'accord sont eux-mêmes invalides. En outre, dans le cadre des débats en cours concernant les effets préjudiciables que peut exceptionnellement produire la compensation sur la stabilité systémique (*cf. infra*, p. 16 *et seq.*), on pourrait réfléchir à la possibilité de limiter la possibilité de déterminer les cas de résiliation en situation de pré-insolvabilité lorsque ceux-ci sont liés à un mécanisme de résiliation automatique.

La situation est différente en cas d'*insolvabilité* d'une partie, puisque le but même du droit de l'insolvabilité est de mettre en œuvre des principes politiques concernant la hiérarchie entre les créances, en déterminant celles qui recevront un traitement privilégié par rapport aux autres créances. Le droit de l'insolvabilité pourrait empêcher la compensation, permettre à l'administrateur de choisir les contrats qui sont favorables à la masse de l'insolvabilité (technique dite du '*cherry picking*'), invalider les paiements faits à la contrepartie durant une période suspecte

---

– 'Lors du dénouement [*close-out*], aucun paiement ou livraison [...] concernant les Transactions Résiliées ne pourra être exigé [...]. Le montant qui pourrait être dû à la Date de Résiliation Anticipée sera déterminé conformément à [...].' (Convention-cadre de l'ISDA, article 6(c)).

avant l'ouverture de la procédure etc. Le conflit est évident entre ces instruments relevant du droit de l'insolvabilité d'une part, et le principe de l'application de la compensation à l'ensemble des contrats financiers des parties d'autre part, et dans la pratique des accords de compensation valables peuvent se trouver privés d'effet par le jeu de différentes règles du droit de l'insolvabilité. Or le but de réduire les risques systémiques et des contreparties prévaut *surtout* en cas d'insolvabilité de la contrepartie.

#### **E. Règlement-livraison par accord bilatéral et compensation centrale**

Les contrats financiers conclus entre deux contreparties peuvent faire l'objet d'une opération bilatérale de règlement-livraison, entre les parties elles-mêmes ou par l'intermédiaire d'une entité centrale. La compensation est *également importante* dans les deux cas.

Jusqu'ici, la présente analyse a tacitement tenu pour acquise l'opération bilatérale de règlement-livraison. Elle reflète la situation classique mettant en présence deux parties, entre lesquelles existent tout un ensemble de droits et d'obligations réciproques de livraison et de paiement, dont certains sont dus et d'autres sont prévus pour être exécutés à l'avenir. Dans le cours normal des affaires, les obligations de paiement qui sont dues peuvent faire l'objet de compensation traditionnelle et de compensation contractuelle. En cas de défaillance, la compensation avec déchéance du terme peut également intervenir.

On utilise dans la présente étude les termes de 'compensation centrale' pour désigner en substance les fonctions exécutées par les contreparties centrales, les systèmes de paiements nets et les systèmes de compensation et de règlement-livraison en général, qui assurent que les risques de règlement-contrepartie existant entre les parties sur le plan contractuel, sont concentrés au niveau d'une autorité centrale et sont maintenus constamment à un solde net. La compensation centrale intervient en vertu des conventions entre les participants du marché ou par l'effet de la loi. De ce fait, le résultat visé plus haut est obtenu en interposant l'autorité centrale entre les parties à tout contrat financier, de sorte qu'elle devient 'l'acheteur de tous les vendeurs, et le vendeur de tous les acheteurs'. L'exposition nette au risque est calculée sur une base bilatérale, de sorte que l'exposition de chaque participant existe exclusivement vis-à-vis de l'autorité centrale. Ceci s'applique tant dans le cours normal des affaires où joue la compensation contractuelle, qu'à des cas de défaillance dans lesquels des mécanismes de compensation avec déchéance du terme peuvent être mis en œuvre. Ainsi, étant donné que sur le plan juridique, la compensation centrale reste strictement bilatérale, les considérations qui s'appliquent aux opérations bilatérales de règlement-livraison s'appliquent en général à la compensation centrale.

#### **F. La compensation entre les succursales**

Le plus souvent, les participants du marché financier ont des succursales dans d'autres pays que celui de leur siège principal. Un accord de compensation peut s'appliquer à l'ensemble des contrats financiers conclus (avec une même contrepartie) par le siège principal et ses succursales étrangères. Les succursales, à la différence des filiales, ne sont pas juridiquement indépendantes du siège principal, les succursales et le siège constituant une même entité juridique. Hors situation d'insolvabilité, la compensation multi-succursales devrait probablement être reconnue par le cadre juridique de la même façon que l'est la compensation généralement. En revanche, lorsqu'une partie multi-succursale devient insolvable, la question se pose de savoir si le siège et les succursales sont soumis à une seule procédure d'insolvabilité (les succursales étant soumises au droit de

l'insolvabilité du siège) ou à des procédures différentes<sup>9</sup>. Dans ce dernier cas, un système de "cordon de sécurité" (*ring fencing*) peut être appliqué, selon lequel l'administrateur de l'insolvabilité de la succursale ne permettra pas que soient imputés les créances et les actifs au patrimoine du siège ou d'une autre succursale.

### G. Compensation multilatérale

Le concept de 'compensation multilatérale' n'est pas précisément défini et est souvent utilisé pour désigner la compensation centrale, telle que décrite ci-dessus. Pourtant, la véritable compensation multilatérale vise une situation bien spécifique. La situation type, appliquée dans une certaine mesure dans certains systèmes de paiement, consiste en ce qu'un certain nombre de participants indépendants du marché financier calculent leur exposition réciproque sur une base multilatérale, et appliquent des fonctions semblables à celles qui sont utilisées dans la compensation avec déchéance du terme, assorties d'un système de cessions réciproques.

*Exemple 4 : La Banque A, la Banque B et la Banque C concluent un accord de compensation multilatéral en vertu duquel les créances existant sur une base bilatérale sont remplacées par des créances nettes calculées sur une base multilatérale. A un certain moment, A doit 20 EUR à B; B doit 60 EUR à C; et C doit 40 EUR à A. Selon leur accord, et après les cessions réciproques et le calcul, ces créances sont compensées de telles sortes que A ne paie rien, B paie 40 EUR à C, et C paie 20 EUR à A.*

Il faut souligner que si, dans cet exemple, c'est la Banque A qui encourt la plus faible exposition, il serait possible de faire en sorte en vertu de l'accord, que ce soit la Banque C qui encoure la moindre exposition (auquel cas, la Banque C n'aurait rien à payer et aurait une créance de 20 EUR sur B, tandis que B devrait 40 EUR à A).

Cela montre que la compensation multilatérale peut être utilisée comme instrument pour limiter l'exposition d'un participant du marché vis-à-vis d'un ensemble d'autres participants indépendants du marché, le plus souvent une banque qui gère son exposition au risque par un accord de compensation unique vis-à-vis de plusieurs entités appartenant au même groupe de sociétés. A première vue, cette forme de compensation (aussi dénommée '*cross-affiliate netting*') ressemble à la compensation multi-succursales, avec la différence importante que les filiales sont juridiquement indépendantes l'une de l'autre.

Les difficultés juridiques de la compensation multilatérale apparaissent clairement : en premier lieu, l'accord contractuel est extrêmement complexe, du fait qu'il met en œuvre des cessions et des sûretés personnelles réciproques ; deuxièmement, la reconnaissance d'un accord de compensation multilatérale par le droit de l'insolvabilité applicable dépend de la question de savoir si la compensation en général et la compensation multilatérale en particulier sont juridiquement reconnues ; troisièmement, dans la mesure où les cessions réciproques s'effectuent au cas par cas seulement en cas de défaillance de l'une des parties, l'administrateur de l'insolvabilité peut annuler ces accords comme constituant des préférences injustifiées ; quatrièmement, dans une situation internationale, les lois applicables à l'insolvabilité peuvent exacerber toutes ces difficultés. Ce sont ces difficultés qui contribuent à l'utilisation croissante de la compensation centrale, décrite plus haut.

---

<sup>9</sup> Cf. la Loi type de la CNUDCI sur l'insolvabilité internationale, en particulier l'article 20; la Directive UE concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, en particulier l'article 10.

## II. Avantages dérivant de l'utilisation de la compensation

Comme on l'a dit plus haut, le but primordial des accords de compensation est de réduire le risque en cas de défaillance de la contrepartie, en assurant que ce sont les expositions nettes et non pas les expositions brutes, qui constitueront le risque maximum en cas d'insolvabilité de la contrepartie. En outre, la compensation, surtout en cas d'utilisation généralisée, produit des effets positifs non seulement pour les participants du marché mais pour l'ensemble du marché, car la limitation des risques individuels contribue à enrayer les implications systémiques de la défaillance d'une institution d'importance systémique.

### A. Perspective individuelle : l'avantage sur le plan de la concurrence

Lorsque les deux parties dépendent de systèmes juridiques qui appliquent aux accords de compensation des règles cohérentes, ces parties peuvent conclure des contrats financiers en bénéficiant de tous les avantages offerts par la possibilité de conclure un accord de compensation soumis à des règles juridiques claires. Il s'agit essentiellement de la réduction du risque de la contrepartie d'une part, et d'une position plus favorable pour ce qui est de la capitalisation sous-jacente d'autre part. Si une partie est soumise à une loi qui est obscure, indifférente ou même défavorable aux accords de compensation, la conclusion d'un accord de compensation, pour autant qu'elle soit possible, ne produira pas de tels avantages. En conséquence, les parties appartenant au premier groupe contractent entre elles bien plus facilement qu'avec des parties de pays appartenant au second groupe. De sorte que les participants des marchés financiers soumis à des systèmes juridiques qui forment un environnement juridique cohérent pour la compensation bénéficient individuellement d'*avantages concurrentiels*.

#### Réduction du risque de contrepartie

La compensation réduit le risque de la contrepartie de deux façons. Pour commencer, la compensation contractuelle est utilisée pour réduire le risque de règlement-livraison, c'est-à-dire limiter la perte potentielle causée par le fait qu'une partie n'exécutera pas ses obligations de paiement ou de livraison (*cf. supra*, p. 8).

La compensation avec déchéance du terme, en outre, fait rempart au risque de crédit. L'analyse de cette fonction prend comme point de départ le fait que tout contrat, financier ou autre, est favorable à l'une des parties, de sorte que le contrat pour cette partie produit une valeur positive (on dit de la partie qu'elle est 'dans la monnaie'). En cas d'insolvabilité de l'autre partie, le montant positif sera probablement perdu à moins qu'il soit garanti. En revanche, quand une partie est 'en dehors de la monnaie', l'insolvabilité de la contrepartie ne change rien, puisqu'elle devra remplir ses obligations à l'égard de la masse de l'insolvabilité. Les accords de compensation avec déchéance du terme visent la situation courante où de nombreux contrats financiers lient les deux parties, certains favorables à une partie, les autres favorables à l'autre partie. Sans la compensation avec déchéance du terme, la partie solvable perdrait sur tous les contrats qui lui sont favorables, mais resterait obligée pour tous les contrats qui sont dans l'intérêt de la masse de l'insolvabilité.

#### Adéquation de fonds propres et coûts du capital

La supervision bancaire a toujours généralement reconnu que la compensation avec déchéance du terme a un effet de réduction des risques. En conséquence, les banques peuvent calculer leurs exigences de fonds propres sur la base des expositions nettes – et non pas brutes – au risque de crédit. Toutefois, la possibilité théorique d'utiliser la compensation en cas de défaillance de la

contrepartie doit être soutenue par la certitude qu'une banque sera *effectivement* en mesure de limiter son exposition aux montants nets. Afin d'assurer que les exigences de fonds propres reflètent de façon adéquate l'exposition des prêts et des dépôts, l'Accord de Bâle II <sup>10</sup> exige des banques :

- qu'elles aient des fondements juridiques solides pour conclure que l'accord de compensation est valide dans chaque juridiction concernée, indépendamment d'une insolvabilité ou d'une faillite de la contrepartie;
- qu'elles soient en mesure de déterminer, à tout moment, les éléments d'actif et de passif vers la même contrepartie qui sont soumis à l'accord de compensation;
- qu'elles surveillent et contrôlent leurs risques dérivant d'une hausse soudaine de l'exposition lorsque des obligations à court terme, qui ont été compensées avec des créances à plus long terme, viennent à échéance (risque lié à l'échéance de positions - 'roll-off risks') ;
- surveillent et contrôlent les expositions correspondantes sur une base nette.

Ce n'est que si ces conditions sont réunies qu'elles peuvent utiliser l'exposition nette des prêts et des dépôts comme base pour le calcul de leurs fonds propres selon les formules prescrites. Des exigences de fonds propres inférieures entraînent aussitôt un coût inférieur du capital et une liquidité accrue. En outre, la compensation réduit le coût de chacun des contrats financiers parce qu'il ne sera pas nécessaire de fournir la même quantité de sûretés si les positions nettes peuvent être compensées.

## **B. La perspective du marché : amélioration de la stabilité systémique et de la liquidité**

Du point de vue plus large du système financier, les avantages de la mise en œuvre des accords de compensation avec échéance du terme ne se limitent pas non plus aux situations de crise, mais se produisent aussi dans les conditions normales du marché.

### **Stabilité systémique**

Le risque systémique se produit lorsque les participants du marché sont exposés à la défaillance des autres participants par une réaction en chaîne de faillites. L'utilisation de la compensation avec échéance du terme peut éviter que le risque de contagion prenne une ampleur systémique, c'est-à-dire qu'il affecte le marché financier au point de compromettre son fonctionnement. Les avantages tiennent au principe que la compensation avec échéance du terme protège les participants du marché systématiquement importants des conséquences de l'insolvabilité de leurs contreparties.

C'est la raison pour laquelle le *Cross-border Bank Resolution Group (CBRG)*, dans son rapport récent, mentionne la validité des accords de compensation parmi la liste des mécanismes permettant d'atténuer le risque systémique *en tout premier lieu*, avec la constitution de sûretés, la ségrégation des actifs des clients et la standardisation et la régulation des opérations de gré à gré portant sur produits dérivés. En conséquence, il demande aux autorités nationales de promouvoir

---

<sup>10</sup> Banque des Règlements Internationaux, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* (Version compilée), juin 2006, <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm> ('Accord de Bâle II'), paras 117, 118, 139, 188; *Strengthening the resilience of the banking sector*, (Consultative Document), décembre 2009, <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf?noframes=1>, p. 43.



la convergence des règles nationales régissant la validité des accords de compensation pour ce qui est de leur champ d'application et leur efficacité juridique internationale <sup>11</sup>.

### **Liquidité du marché**

Si la compensation est bénéfique au niveau individuel, ses avantages sont évidents aussi à l'échelle globale. En particulier, étant donné que les exigences de fonds propres diminuent dès lors qu'une institution applique une politique cohérente en matière de compensation, il y aura une plus grande quantité de capital disponible sur le marché du prêt. Deuxièmement, et pour les mêmes raisons, puisque les garanties fournies entre contreparties sont calculées sur la base des expositions nettes, moins d'actifs (en espèces et en titres) seront bloqués dans des accords de garantie. Enfin, les accords de compensation contractuelle diminuent les coûts des transactions et augmentent l'efficacité du marché.

En conséquence, on peut avancer que l'emploi généralisé des accords de compensation sur le marché financier libère des fonds, ce qui augmente la liquidité globale du marché.

## **III. Les inconvénients inhérents à la compensation**

### **A. Modifier les principes généraux applicables aux régimes de l'insolvabilité ?**

Lorsqu'ils ont adopté un régime solide pour la compensation, certains pays ont établi que les accords de compensation devraient être protégés à l'encontre de certaines procédures qui sont mises en œuvre dans l'insolvabilité. Or il apparaît qu'une telle décision accorderait un traitement plus favorable à certains créanciers de la partie insolvable. Les participants du marché d'importance systémique concluent généralement entre eux des accords de compensation pour couvrir leurs contrats financiers mutuels. Lorsque les accords de compensation sont valides dans l'insolvabilité, leur mise en œuvre a pour effet de déplacer le risque de la contrepartie (le risque doit logiquement être supporté par quelqu'un) sur les créanciers qui ne sont pas couverts par un accord de compensation et dont les créances ne sont pas garanties. Ces entités sont en général des institutions non financières et en conséquence sans impact systémique sur le marché financier.

Une solution fréquemment apportée par le droit de l'insolvabilité consiste à affecter un nombre aussi élevé que possible d'actifs à la masse de l'insolvabilité (ainsi disponibles pour la distribution au *pro rata* entre les créanciers chirographaires) en attribuant une certaine 'préférence' à la masse de l'insolvabilité. Cette préférence résulte de règles qui font obstacle à la compensation dans l'insolvabilité (de deux façons : soit en suspendant le paiement des créances nées avant l'insolvabilité, soit en interdisant la compensation entre des créances nées antérieurement et postérieurement à la déclaration d'insolvabilité), ou bien qui permettent à l'administrateur de l'insolvabilité de choisir les créances dans l'intérêt de la masse (technique du '*cherry picking*'). Lorsque la compensation est opposable, les créances et les actifs ne sont pas intégrés dans la masse de l'insolvabilité (qui est gelée jusqu'à sa distribution) mais demeurent immédiatement disponibles comme biens liquides sur le marché.

Dans cet état des choses, il n'est pas exagéré de dire qu'une décision visant à garantir l'opposabilité de la compensation dans l'insolvabilité constituerait un changement de paradigme dans certains systèmes juridiques. Les deux approches (augmenter la liquidité du marché *ou* augmenter la liquidité de la masse de l'insolvabilité) comportent à la fois des avantages et des

---

<sup>11</sup> Comité de Bâle, Rapport, Recommandation 8, p. 36 *et seq.*

inconvénients, et c'est en dernière instance un choix politique que de décider d'appliquer l'une ou l'autre des approches à certains groupes de contreparties et, en l'occurrence, à des parties d'importance systémique.

## **B. Prééminence de l'intervention de l'autorité de régulation**

Depuis la crise financière 2007/2009, il est clair que l'opposabilité automatique des accords de compensation n'apporte pas que des avantages, et peut même comporter des effets graves dans des situations de tensions sur les marchés financiers. Le *Basel Cross-border Bank Resolution Group (CBRG)* insiste sur le fait que, si on ne leur apporte pas de solution appropriée, de tels dangers pourraient produire des effets considérables<sup>12</sup>.

L'examen critique que fait le CBRG du rôle des accords de compensation envisage en premier lieu le caractère automatique de la résiliation et de la compensation des contrats non exécutés, lors de la survenance du cas de réalisation. Le cas de réalisation est en général défini dans l'accord de compensation et peut viser tout événement, et non pas seulement l'insolvabilité de la contrepartie mais également un simple défaut, la nomination d'un administrateur, l'intervention d'une autorité publique, ou tout autre événement se produisant avant l'insolvabilité. Sa survenance peut déclencher simultanément la résiliation de grandes quantités de contrats financiers. Si un participant majeur du marché est en difficulté, cette situation peut faire obstacle à la gestion ordonnée des défaillances.

Dans certains cas, il pourrait être préférable de transférer les contrats financiers du débiteur à un tiers solvable, une banque-relais (*'bridge bank'*) ou autre entité similaire, et de liquider l'entité insolvable de façon ordonnée tout en préservant les contrats viables et en évitant de soumettre le marché à des tensions. Il s'agit d'une situation instable, ce que peut illustrer le cas où le régulateur hésite à intervenir, sachant que son intervention est susceptible de déclencher une réaction en chaîne de compensations avec déchéance du terme. Le document du CBRG recommande donc que soient introduits les pouvoirs pour les régulateurs nationaux :

- de retarder de 48 heures le moment de la résiliation automatique afin de pouvoir décider si les contrats financiers de la partie en difficulté doivent être transférés à une institution solvable, et,
- d'effectuer ce transfert de contrats, à certaines conditions.

Par exemple<sup>13</sup>, aux Etats-Unis d'Amérique, la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, en tant que liquidateur ou administrateur provisoire d'une banque en défaut participant au fonds d'assurance, a le pouvoir d'exécuter ou de rejeter certains contrats financiers dans un délai raisonnable. Elle a également le pouvoir de transférer à une institution financière en bonne santé les contrats financiers qualifiés (y compris les sûretés connexes et autres instruments semblables) entre la banque et ses contreparties. La FDIC comme liquidateur dispose jusqu'à 17 h du jour ouvré de sa nomination comme liquidateur, pour informer les contreparties du transfert de ces contrats. Les contreparties ne sont pas autorisées à mettre fin ou à résilier et compenser ces contrats avant 17 h le jour ouvré suivant. Après ce moment, tous les droits à résiliation et compensation peuvent être exercés pour les contrats financiers qualifiés qui restent soumis à la liquidation, mais non pas pour les contrats transférés à une institution financière saine ou une banque-relai. Que ce soit en cas de rejet ou en cas de transfert, la décision de FDIC concerne la

---

<sup>12</sup> Comité de Bâle, Rapport CBRG, pp. 39-41 (Recommandation 9).

<sup>13</sup> Cité dans le Comité de Bâle, Rapport CBRG, note 25.

totalité des contrats financiers entre la banque défailante et une contrepartie et la succursale de cette contrepartie.

Du fait que la compensation avec déchéance du terme peut en fait accentuer le risque d'instabilité systémique, les mécanismes automatiques de compensation avec déchéance du terme posent problème comme éléments caractéristiques des accords de compensation. Certains pays ont prévu que l'autorité de régulation peut s'opposer à une telle automaticité, mais la contradiction entre la nécessité d'assurer l'opposabilité des accords de compensation comme instrument de réduction du risque d'une part, et la possibilité que le jeu automatique de la compensation l'emporte sur des mesures de régulation sensées, est loin d'être résolue. Des mesures devraient être envisagées pour concilier ces perspectives antagonistes (*cf. infra*, pp. 20 et seq.).

## **2EME PARTIE – LE BESOIN D'UN INSTRUMENT INTERNATIONAL SUR LA COMPENSATION**

Environ 40 pays ont adopté des législations en matière de compensation<sup>14</sup> en vue de créer un cadre juridique cohérent et fiable permettant la compensation. Le but commun de ces législations est d'assurer l'opposabilité de la compensation ; toutefois, les règles sont hétérogènes en ce qui concerne leur portée tant personnelle que matérielle. D'autres pays n'ont encore adopté aucune législation. Aussi, le panorama général est-il celui d'un environnement disparate, où l'opposabilité de la compensation est problématique lorsque les accords de compensation ne sont pas envisagés par la loi, ou sont soumis à une législation qui ne les permet pas (*cf. infra*, I.).

En outre, l'application de mesures spéciales par les autorités de régulation visant à imposer une suspension provisoire des accords de compensation, comme cela a été récemment envisagé, pourrait exiger des ajustements du cadre juridique afin d'éviter des conflits transfrontaliers dans le domaine du droit privé, notamment en ce qui concerne les aspects des droits réels (*cf. infra*, II.).

Les sections suivantes examinent plus en détail ces questions, de façon à ce que puissent être évaluées la nécessité, la nature et l'étendue de l'harmonisation de règles en matière de compensation (*cf. infra*, III.).

### **I. Le *status quo* : opposabilité de la compensation**

#### **A. Champ personnel et matériel**

Les pays dont les systèmes sont les plus favorables à la compensation limitent l'opposabilité à certains types de parties éligibles. Les banques sont en principe couvertes. D'autres catégories plus ou moins nombreuses de participants peuvent être couvertes : ainsi, les compagnies d'assurance, les entreprises d'investissement, les sociétés commerciales, les *hedge funds*, les *proprietary traders*, les fonds de pension, les banques centrales, les autorités publiques, etc. Les personnes physiques sont en revanche généralement exclues. Sur le plan législatif, cela peut résulter du contexte dans lequel les règles sur la compensation sont placées, celles-ci pouvant par exemple être intégrées dans une vaste réglementation concernant les marchés financiers telle qu'un code bancaire ou autre instrument similaire. Par ailleurs, les législateurs restreignent intentionnellement les règles de compensation à certaines contreparties, donnant ainsi effet au principe politique selon lequel la stabilité systémique du système financier doit être protégée à l'encontre du défaut d'un participant majeur du marché, ce qui signifie que des institutions revêtant une importance systémique doivent être couvertes par une loi sur la compensation.

---

<sup>14</sup> ISDA tient sur son site Internet une liste actualisée des pays qui ont adopté une législation sur la compensation [www.isda.org/docproj/stat\\_of\\_net\\_leg.htm](http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.htm).

Lorsqu'il existe une législation sur la compensation, sa portée matérielle peut varier à deux égards :

- en ce qui concerne la définition de la compensation (quand il y en a une), qui détermine en fin de compte la mesure dans laquelle la compensation est reconnue, et
- les types de contrats financiers qui peuvent être couverts par un accord de compensation.

## **B. Questions concernant les principes généraux du droit**

Actuellement dans de nombreux pays, la compensation n'est pas reconnue en tant que concept juridique, ou du moins pas complètement, ou pas de façon claire. Parce qu'elle est assimilée à des concepts juridiques existants comme la compensation traditionnelle (*set off*) et que l'on tente traiter la compensation entre instruments financiers (*netting*) sans introduire de modification législative, la reconnaissance de l'opposabilité des accords de compensation sur le seul fondement de leurs stipulations, est incertaine. On expose ci-après la plupart des obstacles typiques à la mise en œuvre des mécanismes de compensation. Toutefois, une telle liste ne sera jamais exhaustive, et il existe probablement d'autres obstacles à l'opposabilité d'un accord prévoyant qu'un solde net est dû par une partie à une autre, calculé sur la base de la compensation entre toutes les obligations dues et la valeur de tous les contrats non exécutés.

### **Association avec les règles sur la compensation**

S'il est vrai que la compensation entre instruments financiers (*netting*) possède ses propres mécanismes de fonctionnement avec un domaine d'application plus large que le concept traditionnel de compensation (*set-off*), ces deux notions offrent de nombreuses similitudes. Cette impression est renforcée par le fait que le *netting* est nouveau pour la plupart des systèmes juridiques, ce qui fait peser le risque qu'à sa place soit transposé tout simplement dans la législation nationale la forme et la dénomination de compensation qui est un concept bien établi (*cf. supra*, p. 7 *et seq.*). Cependant, ce dernier ne peut pas adéquatement refléter toutes les fonctions du *netting*, et les limites conceptuelles qui s'attachent à la compensation, appliquée – à défaut de règles juridiques permettant de faire la distinction –, aux accords de *netting* par les juges et les administrateurs de l'insolvabilité, affectent le plus souvent l'un des trois éléments suivants du mécanisme de *netting* :

- la compensation traditionnelle s'applique seulement aux obligations qui sont dues, et non pas aux contrats à terme : l'application d'une telle règle au *netting* ferait obstacle à la résiliation de contrats financiers couverts par l'accord de *netting* ;
- la compensation traditionnelle s'applique seulement aux obligations nées du même contrat, ou à des obligations 'connexes' : l'application de ce principe au *netting* signifierait que l'accord de *netting* ne peut pas couvrir tous les contrats financiers entre les parties mais seulement ceux qui sont connexes ;
- la compensation traditionnelle s'applique seulement aux obligations de paiement ou à des obligations de même nature : l'application de ce principe au *netting* empêcherait l'élément d'évaluation des contrats financiers inclus dans l'accord et leur transformation en une obligation de paiement unique.

### **Les contrats qui ne peuvent pas être couverts par un accord de *netting* : les jeux de hasard**

Même dans les pays dont le cadre juridique est favorable à la compensation (*netting*), les accords de compensation ne peuvent être appliqués que pour autant qu'ils se rapportent à des types de contrats financiers autorisés. Ceux-ci diffèrent selon les pays, soit en raison d'un choix politique, soit parce que la façon dont est libellé l'objet sur lequel peut porter la compensation ne reflète pas les tendances récentes du marché.

Lorsque des contrats non autorisés sont visés par l'accord de compensation, les conséquences sont incertaines : puisque l'accord de compensation et tous les contrats financiers qu'il couvre sont souvent considérés comme un contrat *unique*, les principes généraux du droit peuvent faire obstacle à la validité du groupe de contrats, au lieu d'exclure du jeu du mécanisme de compensation seulement les contrats non autorisés après qu'ils ont été identifiés.

Une catégorie exclue est celle des contrats financiers qui seraient frappés d'une impossibilité d'exécution dans certains pays. Il s'agit pour l'essentiel de certains contrats portant sur des produits dérivés qui risqueraient d'être considérés comme des contrats portant sur des jeux de hasard et d'argent. Lorsque la loi applicable qualifie un type de contrat portant sur des produits dérivés de contrat de jeu invalide, la validité de l'accord de compensation ne devrait pas être affectée pour ce qui est des autres contrats financiers.

### **C. Questions en relation avec l'opposabilité en vertu de droit de l'insolvabilité**

Les accords de compensation, du fait qu'ils sont inclus dans des conventions-cadres, sont habituellement soumis au droit anglais, ou au droit de New York, et au niveau régional aussi au droit de Hong Kong, au droit japonais, allemand, espagnol, italien ou français. Toutefois, le droit applicable aux droits et obligations en vertu du contrat n'est pas nécessairement le même que le droit qui régit la procédure de l'insolvabilité de l'une des parties, et qui est déterminé selon le principe de l'universalité ou de la territorialité. De ce fait, et dans un cas comme dans l'autre, on pourra s'interroger sur l'efficacité d'un accord de compensation conclu en vertu de la Loi A (la loi du contrat) dans une procédure d'insolvabilité en vertu de la Loi B (la loi de l'insolvabilité), notamment lorsque la loi de l'insolvabilité n'a pas de dispositions spécifiques en matière de *netting*.

#### **Le '*cherry picking*' et la prohibition de la résiliation anticipée**

Dans une procédure d'insolvabilité, l'administrateur de l'insolvabilité a souvent le droit de 'choisir les cerises du gâteau' (*cherry picking*), c'est-à-dire choisir parmi les contrats non exécutés de la partie insolvable, en insistant vis-à-vis de la contrepartie sur l'exécution des contrats qui sont dans l'intérêt de la masse de l'insolvabilité. Dans de nombreux pays, cette faculté rend caduque la possibilité de résilier les contrats en cours et de calculer leurs valeurs pour obtenir une position nette unique. Lorsque cette faculté s'applique à des contrats financiers couverts par un accord de compensation, le groupe des contrats financiers qui était visé se trouve morcelé et la partie solvable doit exécuter tous les contrats qui ne lui sont pas favorables, tandis que ceux qui lui seraient favorables ne sont pas exécutés par l'administrateur de l'insolvabilité – de sorte qu'en définitive, elle devra faire face au risque entier de la contrepartie. Les pays qui reconnaissent le *netting* tendent à résoudre le conflit entre le *cherry picking* et l'efficacité des accords de compensation en interdisant de choisir des contrats isolés mais en donnant à l'administrateur de l'insolvabilité le droit de décider si le solde net doit être payé ou non.

## Préférences et périodes suspectes

Les droits nationaux de l'insolvabilité contiennent souvent des règles permettant à un administrateur de l'insolvabilité ou à un tribunal d'annuler des transferts ou des paiements effectués avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, notamment au motif qu'ils constituent des préférences injustifiées en faveur de l'un ou plusieurs des créanciers au détriment des autres créanciers. Dans certains pays, seuls les transferts et les paiements qui sont intervenus dans une 'période suspecte' juridiquement définie peuvent être annulés, tandis que dans d'autres pays, il n'existe aucune restriction temporelle. S'agissant du *netting*, le danger est que celui-ci soit assimilé à l'exécution des obligations résultant du contrat financier. Du fait que les accords de compensation désignent souvent un cas de résiliation qui intervient chronologiquement avant mais très proche de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité (par exemple, la défaillance d'une des parties), il est fort probable que la mise en œuvre du mécanisme de compensation sera soumise aux règles susmentionnées. Même lorsque la décision de l'administrateur de l'insolvabilité d'annuler le transfert ou le paiement se trouve successivement renversée par le tribunal, l'accord de compensation ne réalise pas sa fonction de diminuer l'exposition au risque des contreparties et d'éviter la contagion entre une partie et les autres participants du marché financier.

## II. Implications de droit privé et suspension temporaire par l'autorité de régulation

Ainsi qu'on l'a décrit plus haut, les régulateurs des marchés financiers revendiquent l'exercice de pouvoirs spéciaux sur les contrats financiers couverts par des accords de compensation lorsque la mise en œuvre automatique de la compensation aurait pour effet d'aggraver la situation d'une institution financière et mettrait davantage en danger la stabilité systémique (*cf. supra*, page 16):

- tout d'abord, il faudrait pouvoir retarder la mise en œuvre des accords de compensation afin d'éviter la résiliation immédiate d'un nombre considérable de contrats financiers, qui anéantirait tout effort de redresser une institution financière en défaut ;
- deuxièmement, il faudrait pouvoir transférer les contrats financiers de la partie en défaut à une institution financière saine, après quoi la résiliation des contrats transférés devrait être impossible.

Plusieurs questions restent cependant en suspens, dont certaines seulement relèvent du droit privé de l'insolvabilité, et ce sont celles-ci qui seront discutées dans le présent document. La première, la plus évidente, est celle de savoir si le but d'assurer l'efficacité des accords de compensation peut être rendu compatible avec la nécessité d'éviter précisément ce caractère automatique à l'égard de certains participants du marché dans des situations d'importance systémique, au moyen d'une mesure réglementaire qui suspend la compensation. La seconde question <sup>15</sup> concerne la reconnaissance d'un transfert d'actifs (en vertu de pouvoirs réglementaires) par des juridictions, des tribunaux et administrateurs de l'insolvabilité à l'étranger.

---

<sup>15</sup> Cf. Comité de Bâle, Rapport CBRG, paras 115 et note 25. Le Rapport soulève d'autres questions, notamment (a) si et comment les pouvoirs réglementaires peuvent s'appliquer à des filiales de banques qui ne sont pas elles-mêmes soumises à la réglementation bancaire et qui concluent des contrats financiers (notamment sur les produits dérivés). En vertu des législations actuellement en place, on peut fortement douter que les autorités de régulation aient le pouvoir de transférer des contrats conclus par une telle entité avec une entité en bonne santé ; (b) si des contreparties insolubles ou la masse devraient être autorisées à réaliser les contrats sur produits dérivés 'dans la monnaie' après la compensation. Cf. aussi Document de travail du personnel de la Commission accompagnant la Communication de la Commission européenne, Un cadre de l'Union européenne pour la gestion des crises transfrontalières dans le secteur bancaire, 20.10.2009, document COM(2009) 561 final, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0561:FIN:FR:PDF>, page 38 para. 113.

### Convergence internationale des mesures réglementaires de protection

Pour ce qui est de la première question, le problème sous l'angle du droit privé et du droit de l'insolvabilité n'est pas tant en soi l'introduction d'un pouvoir de suspension temporaire; de tels pouvoirs sont courants dans les procédures d'insolvabilité et dans le domaine réglementaire. La difficulté est davantage d'introduire la possibilité d'une telle suspension, tout en évitant le risque de porter atteinte aux avantages du *netting* dans des cas particuliers, *et* (ce qui est probablement encore plus important) sa fiabilité en général <sup>16</sup>.

La conciliation de ces deux aspects, qui sont en définitive tous deux des instruments de réduction des risques, demanderait de préserver autant que possible l'efficacité des accords de compensation malgré l'existence des pouvoirs réglementaires de faire obstacle à la compensation pendant de courtes périodes. Parmi les facteurs qui pourraient contribuer à donner cette assurance on peut indiquer <sup>17</sup>:

- la limitation pendant un laps de temps relativement court du pouvoir du régulateur de suspendre le jeu de l'accord de compensation (les régulateurs parlent d'une période de 24 à 48 heures) ;
- les contrats financiers comportant un accord de compensation ne peuvent être transférés qu'en bloc, c'est-à-dire qu'en cas de transfert, l'accord de compensation et tous les contrats qu'il couvre doivent être transférés ensemble ;
- le cas de résiliation qui est intervenu dans la sphère de la première contrepartie (désormais insolvable) ne produit pas d'effets à l'égard de la nouvelle contrepartie (solvable) ; toutefois, si par la suite un cas de résiliation intervient à l'égard de la nouvelle contrepartie, les clauses originelles de l'accord de compensation s'appliquent ;
- lorsqu'un ensemble consistant en un accord de compensation et des contrats financiers couverts n'est *pas* transféré et reste dans le patrimoine de la contrepartie d'origine, le jeu du mécanisme de compensation est préservé et est permis dès que la suspension provisoire prend fin ; toutefois, il faut établir clairement les modalités d'évaluation en vertu d'un accord de compensation car la valeur d'un bien peut changer durant la période de suspension.

La convergence du cadre juridique au niveau international se trouverait considérablement affectée si les éléments ci-dessus n'étaient pas coordonnés de façon appropriée, et la certitude juridique liée à la mise en œuvre de la compensation pourrait même diminuer au regard de la situation actuelle.

### Droits régis par le droit étranger

La deuxième question est étroitement liée à la première et part du principe qu'un accord de compensation et les contrats financiers qu'il couvre forment un tout qui ne devrait pas être démantelé. Lorsqu'une autorité de régulation s'apprête à transférer cet ensemble à une institution-relais, il est très probable que certains des contrats concernés se trouveront régis par une loi étrangère <sup>18</sup>. De ce fait, il faudra que la loi étrangère pertinente et un tribunal étranger puissent

---

<sup>16</sup> Ce double objectif est celui que se fixent les régulateurs eux-mêmes, ainsi que cela résulte de la lecture combinée des Recommandations 8 et 9 du Rapport CGRG. Cf. HM Treasury, *Special Resolution Regime, safeguards for partial property transfer*, novembre 2008, pp. 11-14 pour une discussion des solutions en vertu du droit du Royaume-Uni.

<sup>17</sup> Cf. Comité de Bâle, Rapport CGRG, pp. 40 *et seq.*

<sup>18</sup> Cf. HM Treasury, *Special Resolution Regime, safeguards for partial property transfer*, novembre 2008, p. 12 para. 2.11, qui analyse le transfert à une institution-relais de contrats qui ne sont *pas* régis par une loi étrangère.

reconnaître l'efficacité du transfert en vertu des pouvoirs de régulation à une nouvelle partie, faute de quoi les contrats étrangers ne pourront pas (valablement) être transférés et resteront dans le patrimoine de la banque défailante, ce qui dissociera ces contrats de l'ensemble.

La question est encore plus claire lorsque la totalité des contrats financiers renferme des droits réels sur des biens meubles, des immeubles ou des titres, notamment en vertu d'un droit de gage ou autre type de sûreté : la loi régissant une sûreté est déterminée par le lieu où est tenu le compte de titres – et il est loin d'être acquis que cette loi reconnaîtra un transfert de droits réels à une institution-relais en vertu des pouvoirs spéciaux d'une autorité des marchés financiers étrangère. En conséquence, en vertu de la loi régissant les droits réels, les droits de sûreté pourraient rester attachés à l'entité défailante, là encore causant le démantèlement du bloc des contrats financiers couverts par l'accord de compensation d'origine.

### **III. Evaluation : le besoin d'un instrument international**

L'évaluation commence par une distinction : le besoin d'un instrument international dans le domaine du droit des marchés financiers peut provenir :

- (i) de la perception que les conditions de fonctionnement et la stabilité du marché financier dans son ensemble, y compris pour ce qui est des opérateurs *et* du rôle du droit et de la supervision, se trouvent améliorées par un cadre juridique harmonisé, et/ou
- (ii) de la conviction qu'un cadre juridique non coordonné fait peser une menace quantifiable sur la certitude juridique.

Par contraste, le seul fait de faciliter la vie aux opérateurs du marché constituerait un faible argument en faveur d'une harmonisation internationale.

L'analyse des sections suivantes porte sur deux volets : l'objectif d'améliorer et de promouvoir l'efficacité des accords de compensation d'une part, et celui de transposer de façon appropriée en droit privé les pouvoirs spéciaux de régulation pour la gestion des défaillances.

#### **Objectif de promouvoir l'efficacité des accords de compensation**

L'objectif de promouvoir l'efficacité des accords de compensation et leur acceptation globale relève probablement de la première des catégories décrites ci-dessus, puisqu'il concerne le fonctionnement de l'ensemble du marché financier. L'analyse dans l'introduction de ce document a montré d'une part que leur meilleure efficacité fournit des avantages de concurrence aux participants du marché et aux marchés qui peuvent se prévaloir de leurs droits de l'insolvabilité reconnaissant la compensation, du fait qu'ils font peser un moindre risque de contrepartie et permettent une meilleure évaluation des fonds propres. La promotion et la généralisation de la reconnaissance étendrait progressivement ces avantages à d'autres participants dans d'autres marchés et régions, jusqu'à la disparition des avantages relatifs de concurrence parce que la compensation serait acceptée presque partout.

D'autre part, l'analyse a montré que des accords de compensation opposables produisent des effets positifs sur l'ensemble du marché financier du fait qu'ils réduisent le risque systémique. C'est pourquoi les autorités de régulation et les forums internationaux compétents tels que la Banque des règlements internationaux soutiennent les accords de compensation comme instrument de réduction des risques, et l'on s'accorde à dire que le niveau de protection de la stabilité systémique globale du marché financier va de pair avec le degré de reconnaissance de la compensation dans le pays.



Comme on l'a vu, ces avantages s'acquièrent au prix de changer de paradigme, de telle sorte que la liquidité ne soit pas concentrée dans la masse de l'insolvabilité mais reste disponible sur le marché : il s'agit là en définitive d'un choix politique qui ne peut pas être considéré comme un inconvénient fondamental du *netting* (cf. *supra*, p. 15).

Dans ce contexte, on peut affirmer qu'un instrument international serait justifié par les avantages considérables pour l'ensemble du marché et par l'absence d'inconvénients importants.

En revanche, il semblerait qu'il n'existe pas de besoin d'harmonisation pour résoudre une *incertitude juridique* internationale particulière qui serait liée à la question de l'opposabilité. En vérité, les difficultés juridiques sembleraient limitées à des incohérences internes entre le cadre juridique général et le concept relativement nouveau de *netting*. A cet égard, il est important qu'un instrument international offre des orientations globales et neutres aux marchés qui se proposent d'introduire une législation sur la compensation (*netting*).

### **Objectif de transposer de façon appropriée en droit privé les pouvoirs spéciaux de régulation pour la gestion des défaillances**

L'idée de transposer dans des dispositions légales les pouvoirs de gestion des défaillances qui ont été récemment développés par les autorités de régulation – la suspension temporaire et le transfert de l'ensemble des contrats financiers à une institution-relais –, répond à des objectifs différents. Ici, l'analyse révèle que l'absence de critères juridiques communs génère des incompatibilités susceptibles de causer une profonde incertitude concernant l'opposabilité de la compensation et l'efficacité des sûretés. Contrairement à l'aspect évoqué au paragraphe précédent, cette situation est clairement le produit des divergences juridiques au niveau *international* (cf. *supra*, p. 20 et seq.).

Etant donné le contexte concret décrit ci-dessus, qui touche notamment à des questions de droits réels et droit international privé, il apparaît fort improbable que les divergences entre les pays puissent disparaître sans l'intervention d'un modèle international faisant l'objet d'un accord commun. En outre, un instrument international aurait pour effet, non seulement (idéalement) de résoudre les divergences juridiques, mais de contribuer à faciliter le règlement des situations d'insolvabilité transfrontalières, en améliorant la coordination entre les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil pour ce qui est du cadre juridique applicable à la compensation.

### **Résultat**

Il semblerait que les objectifs exposés ci-dessus pourraient tous deux bénéficier de la mise en place d'un instrument international, ou même l'exiger. Les arguments en faveur du second aspect sont probablement plus impérieux que pour le premier du point de vue de la certitude juridique, tandis que le premier aspect est particulièrement important sur le plan pratique pour les opérations courantes. Toutefois les deux volets se rapportent en définitive à la même question fondamentale, qui est celle de l'opposabilité et des effets juridiques des accords de compensation dans les principales branches du droit. Ce parallélisme suggère que les deux volets, bien qu'ayant été décrits séparément, sont dans la pratique naturellement largement liés. De ce fait, étant donné que le second volet concerne des incompatibilités juridiques concrètes au niveau international, il est d'autant plus justifié d'élaborer un instrument international pour traiter l'ensemble de la question.

### 3<sup>EME</sup> PARTIE – LIGNES DIRECTRICES POUR UN INSTRUMENT INTERNATIONAL

#### I. Approche

Un instrument international concernant l'opposabilité de la compensation et les effets de droit privé au niveau international de la suspension temporaire par les autorités de supervision pourrait être élaboré, dans un premier temps sous forme d'un instrument non contraignant, par exemple par des Principes ou une Loi type. Dans un deuxième temps, des questions particulières se rapportant à ces deux aspects pourraient être traitées dans un instrument contraignant, par exemple une Convention internationale.

L'élaboration d'un instrument international portant sur le cadre juridique de la compensation exigerait probablement une approche mixte, le résultat final pouvant être atteint en deux temps.

On utilise ici la notion d'approche mixte pour viser la question de savoir si un instrument contraignant (une Convention internationale) ou non contraignant (une loi type, des principes) devrait être envisagé. Une première impression est que des travaux ayant en vue les deux types d'instruments pourraient permettre de dégager les avantages de l'un comme de l'autre, pour les différents aspects de chaque domaine. En même temps on pourrait éviter certains écueils, notamment celui de heurter des choix politiques de fond dans les différents pays.

En ce qui concerne les aspects généraux liés à l'opposabilité des accords de compensation, il faut rappeler qu'il n'existe pas d'incertitude juridique spécifique au niveau international – ou très peu – qui poserait un risque particulier. Ce qui est surtout important pour réduire le risque systémique, c'est de réaliser un accord sur le principe de base de l'opposabilité. De nombreux éléments qui sont liés se réduisent en fait à l'élaboration d'une approche *fonctionnelle* commune portant sur la façon dont certaines questions doivent être traitées pour renforcer efficacement la compensation comme instrument d'atténuation des risques.

L'analyse est différente s'agissant de la reconnaissance par des règles de droit privé, des pouvoirs spéciaux de régulation en matière de gestion des défaillances : ici, les divergences entre les droits des pays peuvent être quantifiées, notamment en ce qui concerne les aspects ayant trait aux droits réels (les garanties détenues à l'étranger), et un instrument contraignant serait la solution la plus efficace pour résoudre ces divergences. Toutefois, les questions qui se posent dans ce domaine relèvent de problématiques d'ordre politique dans lesquelles des solutions contraignantes pourraient être difficiles à atteindre. En conséquence, dans ce contexte également il pourrait être préférable de traiter un nombre très limité de questions essentielles dans un instrument contraignant, en laissant les autres questions à un instrument de forme non contraignante.

La distinction entre les questions qui pourraient utilement être traitées dans une Convention et celles qui pourraient relever de principes ou d'une loi type suppose en soi déjà qu'existe un certain degré de compréhension commune pour parvenir à un accord. En outre, les questions de droit privé en jeu dans l'attribution de tout nouveau pouvoir de régulation demandent à être explorées davantage, parallèlement à (ou peut-être même après) l'examen de l'évolution de l'approche de régulation elle-même. En conséquence, dans la démarche en deux temps, les travaux pourraient d'abord porter sur un instrument non contraignant passant en revue toutes les questions de fond, tandis que la phase suivante serait la préparation additionnelle d'un instrument contraignant sur certains aspects clés isolés.

## II. Champ d'application personnel

Un instrument international pourrait s'appliquer à un large éventail de participants du marché financier. Au regard de considérations importantes de caractère politique, la possibilité d'écartier certaines de ses dispositions ('*opt-out*') devrait être envisagée.

La plupart des pays limitent l'efficacité des accords de compensation à certains types de parties éligibles à un titre ou à un autre ; les banques sont en principe couvertes. D'autres catégories plus ou moins nombreuses de participants peuvent être couvertes : ainsi, les compagnies d'assurance, les entreprises d'investissement, les sociétés commerciales, les fonds d'investissement, les *hedge funds*, les *proprietary traders*, les fonds de pension, les banques centrales, les autorités publiques, etc. Les personnes physiques sont en revanche généralement exclues.

Un instrument international ne peut pas intégrer toutes ces considérations dans son champ d'application personnel. En premier lieu, les raisons de restreindre son application sont trop nombreuses, et des motivations de caractère politique justifiées dans un pays n'auront pas de sens dans d'autres. En deuxième lieu, les restrictions portant sur les personnes demandent le plus souvent que soient établies des catégories entre parties éligibles et parties non éligibles ('banques', 'sociétés d'investissement', 'organisations caritatives', 'investisseurs individuels', 'systèmes de compensation'). Or il n'existe pas de nomenclature générale permettant une définition des parties concernées et il est improbable qu'un instrument sur la compensation pourrait inclure un ensemble de définitions de tous les participants du marché qui soit généralement acceptable. Une façon incohérente d'appréhender la portée personnelle d'un instrument international amoindrirait considérablement la certitude juridique qu'il vise à établir. Troisièmement, comme on l'a dit plus haut, l'un des principaux objectifs d'une harmonisation de la législation en matière de compensation est son effet préventif au regard des implications systémiques de l'insolvabilité des participants du marché. S'il est vrai que l'argument systémique est plus évident dans le cas des institutions financières, il n'est pas conceptuellement limité à cette catégorie de participants du marché. D'autres types de parties qui sont associées à des institutions financières dans une mesure plus (par exemple les sociétés d'assurance) ou moins (par exemple les constructeurs automobiles) peuvent produire des effets semblables dans l'édifice financier global s'ils deviennent insolubles et ne peuvent pas exercer la compensation.

Un instrument international devrait donc en premier lieu poser le principe qu'il s'applique à *tous* les types de parties. Pour les pays qui estiment qu'il est vraiment nécessaire pour eux d'exclure certaines parties de ce domaine des marchés financiers, il faudrait tout d'abord déterminer si ce choix politique est de nature réglementaire (au motif par exemple que certains instruments doivent être restreints à certains participants du marché) ou s'il est précisément lié au régime de la compensation et son efficacité juridique comme mécanisme d'atténuation des risques. Dans ce dernier cas, des mécanismes devraient être mis en place pour permettre des dérogations afin que ces pays soient en mesure de participer à un instrument impératif. Cependant de telles dérogations au champ d'application rendraient son application plus difficile et pourrait annuler certains de ses effets positifs au regard des objectifs de certitude et de stabilité systémique.

## III. Portée matérielle

Dans un instrument international, il faudra d'abord envisager les caractéristiques de la compensation et sa signification, et ensuite les types d'accords que l'on vise, et enfin les types de contrats que la compensation peut concerner.

#### D. Compensation (*'netting'*)

Un instrument international devra contenir une définition de la compensation. Une définition fonctionnelle pourrait prendre comme point de départ les éléments de base que sont : la résiliation, l'évaluation et le calcul d'un montant global net. L'article 33(3)(j) de la Convention de Genève sur les titres offre un premier modèle pour une définition.

Un instrument international portant sur l'opposabilité de la compensation devrait renfermer une définition claire, qui ne se prêterait pas à des interprétations divergentes risquant de s'opposer à une notion communément comprise et de porter atteinte à la certitude juridique. La définition de la compensation devrait se référer à un mécanisme dans lequel tous les éléments suivants – ou certains d'entre eux – sont présents :

- le mécanisme de compensation est déclenché par la survenance (souvent de façon non automatique, et exigeant la notification de la part du cocontractant) d'un cas de résiliation, qui peut être défini par l'accord de compensation ;
- la résiliation des contrats financiers non exécutés ; toutefois, l'accord de compensation lui-même ne devrait pas être résilié, afin que le mécanisme de compensation puisse opérer convenablement;
- la déchéance du terme et l'exigibilité immédiate des obligations de paiement et de livraison en vertu de ces contrats;
- l'évaluation des contrats résiliés (autres que les obligations de paiement mais couvrant les opérations de change);
- le calcul d'un solde net dans une seule monnaie reflétant la valeur des contrats financiers résiliés, de même que les droits et obligations réciproques déjà échus.

L'article 31(3)(j) de la Convention de Genève sur les titres combine ces éléments en formant une définition fonctionnelle de la compensation, et constitue un modèle qui pourrait être utilisé pour une future définition dans un instrument international sur la compensation :

'clause de compensation' désigne une clause d'un contrat de garantie, ou d'un ensemble de contrats connexes dont le contrat de garantie fait partie, selon laquelle, lors d'un cas de réalisation, l'un ou l'autre des effets suivants se produira, ou les deux, automatiquement ou selon la décision du preneur de garantie, que ce soit par compensation, par novation ou autrement:

- i) la déchéance du terme des obligations respectives des parties intervient, de sorte que lesdites obligations deviennent immédiatement exigibles et sont exprimées comme une obligation de payer une somme d'argent correspondant à leur valeur courante estimée, ou elles sont éteintes et remplacées par une telle obligation;
- ii) un relevé des sommes que se doivent mutuellement les parties en vertu de ces obligations est établi et un montant égal au solde net doit être versé par la partie dont la dette est la plus élevée.

#### B. Accord

Un instrument international, afin de garantir une large application, devrait considérer qu'un accord de compensation est un contrat négocié entre les parties, sans se référer seulement aux accords types de compensation qui sont inclus dans les documents des associations du marché. Il faudrait prêter une attention particulière aux conditions de forme, et examiner s'il est nécessaire de prescrire d'autres conditions que la forme écrite. L'instrument devrait envisager la question de la validité des conventions-chapeaux qui combinent deux ou plusieurs accords de compensation.

Malgré le fait que les accords de compensation sont habituellement insérés dans des documents juridiques types (les 'conventions-cadres') établis par les associations des marchés financiers (*cf. supra*), l'accord de compensation même est en général un contrat négocié entre les parties selon le principe de la liberté contractuelle. Il ne serait donc pas nécessaire de s'étendre sur les caractéristiques de l' 'accord' dans l'instrument international.

Toutefois, il pourrait être utile d'examiner si la pratique courante de regrouper plusieurs conventions-cadres entre des mêmes parties (dans une 'convention-chapeau') mérite une définition particulière, afin d'éliminer une incertitude éventuelle en ce qui concerne la validité de ce type de conventions. Cela est particulièrement important car une convention-chapeau pourrait aussi modifier les termes des différents accords de compensation qu'elle couvre. Sur le plan des principes de droit contractuel, il ne semble pas que des problèmes se posent dans la pratique. Toutefois il pourrait être opportun d'inclure une précision concernant les conventions-chapeaux car, si elles ont pour fonction de réaliser le calcul des soldes par suite du jeu des accords de compensation qu'elles couvrent, en revanche elles ne réalisent pas la compensation des contrats financiers entre eux. En d'autres termes, une convention-chapeau permet de réaliser une nouvelle compensation après que la compensation est intervenue par l'effet de chaque accord de compensation.

Etant donné que les accords de compensation doivent en principe conserver leur validité en cas d'insolvabilité de l'une des parties, ils produisent certains effets à l'égard des tiers, notamment les créanciers chirographaires dans une procédure d'insolvabilité (*cf. supra*). En conséquence, on pourra réfléchir aux exigences de preuve auxquels ils devraient être soumis. Dans un contexte transfrontalier, des exigences telles qu'un acte notarié ou une inscription dans un registre public risquent d'être inappropriées car ces procédures ne sont pas harmonisées, et pourraient aussitôt entraîner la nullité de l'accord de compensation pour des raisons de forme, même lorsque les parties se sont accordées sur ses termes. Un vice de forme n'apparaissant qu'au moment où survient la défaillance d'une partie pourrait produire un préjudice désastreux. Un instrument international devrait donc prescrire que les accords de compensation doivent être établis dans un écrit ou de toute façon équivalente, ce dernier élément étant important afin de couvrir non seulement les messages de poste électronique mais également la messagerie électronique appliquée aux systèmes de règlement-livraison ou à des réseaux similaires utilisés par les participants du marché.

### C. Contrats financiers

Un instrument international devrait avoir une large portée et faire en sorte que les accords de compensation puissent couvrir tous types de contrats financiers. Pour la définition du concept de 'contrat financier' toutes les possibilités devraient être envisagées, dont celles de retenir une liste exhaustive, une description générale ou fonctionnelle, ou encore une combinaison des deux procédés.

Il existe fondamentalement deux questions : tout d'abord, quels types de contrats financiers devraient être couverts, et deuxièmement, quelle technique devrait être employée pour définir le champ d'application matériel de l'instrument international.

La nécessité d'assurer l'opposabilité des accords de compensation est probablement ressentie de façon particulièrement urgente pour les opérations de mise en pension (*repo*) et les contrats sur produits dérivés. Cela parce que, du fait de la nature même de ces instruments, le risque du crédit associé à ces contrats – et donc l'exposition potentielle en cas de défaillance de la contrepartie –

peut être particulièrement élevé. Toutefois, les mises en pension et les produits dérivés ne sont pas les seuls contrats financiers concernant lesquels il est justifié de réduire le risque de crédit de la contrepartie. Il existe plusieurs autres types de contrats financiers qui peuvent être soumis à une exposition brute très dommageable, mais dont l'exposition nette est bien plus contenue, en cas de défaillance de la contrepartie. Pour faire face à ces risques, il est souhaitable d'inclure tout l'éventail des contrats financiers, en particulier :

- les contrats sur produits dérivés ;
- les contrats de vente, de mise en pension et de prêt, portant sur des titres ou des matières premières ;
- les contrats fournissant une garantie ou une sûreté ;
- les contrats portant sur la gestion d'instruments financiers dans des comptes pour la contrepartie, sur le règlement-livraison et la compensation d'instruments financiers ou sur la conservation de certificats matériels <sup>19</sup>.

Il est particulièrement important de réfléchir à la possibilité d'inclure les contrats de garantie parmi les contrats financiers éligibles <sup>20</sup>. Ainsi, la loi permettrait d'inclure dans le mécanisme de la compensation la garantie fournie en relation avec un accord de compensation. Si ce n'était pas le cas, les contrats financiers sous-jacents seraient soumis à la compensation et donneraient lieu à une seule obligation de paiement, tandis que la garantie fournie en relation avec les contrats sous-jacents (qui portent parfois sur des montants considérables) devrait être liquidée séparément. Toutefois, l'intention n'est pas de modifier les conditions de validité et d'opposabilité des droits de garantie. En conséquence, la possibilité d'inclure des contrats de garantie dans l'accord de compensation s'appliquerait seulement pour les droits de garantie constitués conformément à la loi applicable.

La deuxième question a trait à la définition technique du champ d'application matériel des contrats éligibles. Bien que le marché s'accorde en général sur le contenu des différents contrats financiers visés ci-dessus, la terminologie juridique est hétérogène. Un instrument international devrait donc adopter une approche cohérente dans sa délimitation du champ d'application matériel des contrats éligibles : en effet, une incertitude affectant le champ d'application risquerait de se traduire en une incertitude quant à l'opposabilité de l'accord de compensation.

Il existe fondamentalement trois options pour définir le champ d'application matériel de façon à couvrir tous les contrats financiers.

---

<sup>19</sup> Dans le contexte de la compensation, du règlement-livraison et de la conservation des instruments financiers, il faudra prêter la plus grande attention au régime des conflits de lois. La loi applicable à la conservation etc. ... de titres (pour ce qui est des droits réels) est déterminée dans de nombreux systèmes juridiques selon le principe de la *lex rei sitae*, qui diffère des règles de conflits de lois applicables aux contrats. En conséquence, le fait d'inclure ces types de contrats impliquant des droits réels comme contrats financiers éligibles dans un accord de compensation ne devrait pas influencer la distinction opérée par les règles de conflits de lois et ne pourrait donc pas modifier le droit matériel régissant la détention et la disposition de titres. Des considérations semblables s'appliquent aux dispositions effectuées en vertu d'un contrat de prêt.

<sup>20</sup> Les articles 2(1)(n) et 7 de la Directive UE sur les contrats de garantie financière contiennent une règle spéciale protégeant (seulement) la garantie fournie en vertu d'un transfert de propriété. Des espèces ou des titres fournis en vertu de contrats de garantie avec transfert de propriété peuvent être compris dans le mécanisme de la compensation, en même temps que les créances garanties. La portée de la Directive en ce qui concerne la compensation est donc limitée et la compensation n'est pas généralement protégée en vertu du droit de l'UE, ce qui mène à une situation hétérogène pour ce qui est du traitement de la compensation dans l'UE. Certains pays se limitent à assurer l'opposabilité des accords de compensation pour ce qui est des contrats de garantie, tandis que d'autres pays permettent la compensation de façon beaucoup plus large.

La première option est une clause générale combinant la description des catégories d'accords avec une description du fondement du contrat. Les catégories comprendraient notamment les produits dérivés (contrats à terme, contrats d'options, contrats d'échange, contrats à terme ferme – *forwards*, et autres contrats similaires), la vente, la mise en pension, le prêt, la fourniture de garantie, et l'acceptation pour la compensation, le règlement-livraison ou la conservation. Le fondement du contrat concerne en général des catégories telles que des devises, des titres (actions, obligations), des matières premières dont les métaux, des taux, des prix (autorisations d'émission, taux d'inflation) ou autres statistiques économiques officielles (défaut de crédit, variation climatique etc.)

La seconde option consisterait à établir une liste complète de tous les instruments financiers qui sont actuellement utilisés sur les marchés financiers.

La troisième option serait de déferer la définition des types de contrats financiers éligibles aux autorités nationales compétentes telles que les banques centrales et les autorités de supervision.

Chacune de ces trois options comporterait des avantages et des inconvénients au regard de la certitude de l'interprétation, de la cohérence des éléments couverts et de la capacité d'intégrer les nouveaux développements du marché. Si la troisième option est celle qui offrirait probablement les meilleurs résultats du point de vue de la certitude du champ matériel, elle risquerait aussi de produire des incompatibilités importantes car les différentes autorités nationales pourraient adopter des conceptions plus larges ou plus restreintes du champ d'application, produisant en définitive un panorama disparate. La deuxième option offrirait un champ d'application cohérent, mais les termes employés dans la définition, qui reprendraient pour l'essentiel les termes du marché, laisseraient une certaine marge d'interprétation, et du fait que les accords de compensation sont négociés entre les parties, les définitions d'une liste établie par des associations du marché seraient également susceptibles de modifications. En outre, une liste fixe ne pourrait pas intégrer les nouveaux développements du marché. Ce dernier problème ne pourrait être résolu qu'en prévoyant une clause ouverte complétant une énumération des contrats financiers. Cette clause fournirait en substance une description générale du champ d'application matériel, qui est la première option.

C'est donc en définitive une définition générale qui pourrait constituer la solution la plus appropriée, tandis qu'une liste détaillée de contrats financiers connus pourrait figurer dans le texte explicatif qui accompagnerait l'instrument. En élaborant la définition, une attention particulière devrait être accordée à la neutralité terminologique et à la fonctionnalité des concepts, du fait que des termes du marché tels que 'à terme' (*forward*) ou 'comptant' (*spot*) pourraient être entendus différemment dans différents pays.

#### **IV. Le principe de l'opposabilité des accords de compensation**

Un instrument international pourrait avoir comme l'un de ses éléments centraux, une règle assurant l'opposabilité des accords de compensation dans des situations tant d'insolvabilité que de pré-insolvabilité. Il existe différentes approches possibles, et les dispositions de l'article 33(1) et (3) de la Convention de Genève sur les titres pourraient être prises comme modèle pour cette règle.

L'objectif d'assurer l'opposabilité des accords de compensation est primordial dans le cas d'insolvabilité de la contrepartie. Toutefois, bien que la compensation dans l'insolvabilité soit la situation la plus importante, il faut préciser que les accords de compensation devraient aussi être opposables en dehors des procédures d'insolvabilité.

Des tentatives ont été faites d'obtenir ce résultat par le biais de règles de conflits de lois. Par exemple, l'article 25 de la Directive UE sur la liquidation des établissements de crédit prescrit que 'Les conventions de compensation et de novation (*'netting agreements'*) sont régies exclusivement par la loi applicable au contrat régissant ces conventions'. Cependant, les principaux risques juridiques pesant sur l'opposabilité des accords de compensation tiennent à ce que c'est le droit de l'insolvabilité qui s'applique à la contrepartie en défaut, et non pas le droit du contrat. En conséquence, la solution de la Directive n'établit pas de façon suffisamment claire si les instruments prévus par la procédure de l'insolvabilité de la *lex concursus* sont effectivement écartés. En même temps, la loi régissant l'accord de compensation n'est pas nécessairement favorable à la compensation, et l'interaction entre cette loi et la *lex concursus* n'est pas assurée. En conséquence, faute d'être clarifiée, cette approche n'apparaît pas satisfaisante pour résoudre les obstacles à l'opposabilité des accords de compensation dans l'insolvabilité <sup>21</sup>.

Une première façon d'harmoniser le droit matériel consisterait à préciser, dans chaque cas, les règles juridiques (dans une procédure d'insolvabilité ou autre) qui ne devraient pas porter préjudice au jeu de la compensation. L'avantage de cette démarche est que toutes les implications recherchées, à savoir les règles juridiques générales qui seraient supplantées par l'opposabilité des accords de compensation, se trouveraient explicitement indiquées dans la loi.

Une autre approche serait d'inclure dans le droit matériel une disposition générale selon laquelle aucune règle de droit – même pas celles du droit de l'insolvabilité – ne peut faire obstacle à l'opposabilité des accords de compensation. L'avantage évident de cette approche serait qu'elle ne risquerait pas d'omettre l'une ou l'autre des règles problématiques. C'est cette approche qui a été adoptée dans la Convention de Genève sur les titres, dont les paragraphes 1 et 3 de l'article 33 prescrivent :

'Lors de la survenance d'un cas de réalisation [...] une clause de compensation peut être mise en œuvre'; et

'[...] une clause de compensation peut être mise en œuvre [...] nonobstant l'ouverture ou la poursuite d'une procédure d'insolvabilité relative au constituant ou au preneur de garantie'

On pourrait réfléchir à l'idée qu'un instrument international spécifiquement consacré à la compensation pourrait avantageusement réaliser ces deux résultats, en combinant l'illustration par l'énumération – afin de faciliter une compréhension partagée des situations susceptibles de poser problème –, et une règle générale de base, garantissant une couverture exhaustive.

Dès lors que les termes 'procédure d'insolvabilité' devraient être précisés, un instrument international devrait opter pour une définition large. S'agissant d'un domaine étroit, la définition de l'insolvabilité retenue dans la Convention de Genève sur les titres pourrait être un bon point de départ.

## V. Opposabilité vis-à-vis d'une contrepartie à succursales multiples

Un instrument international pourrait mettre en place des mécanismes permettant d'améliorer l'efficacité d'un accord de compensation envers une entité à succursales multiples dans le pays de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, en limitant les effets visant à isoler la succursale dans le cadre des mesures de gestion des défaillances.

Aussi longtemps que l'entité à succursales multiples est solvable, la compensation à l'égard de l'ensemble des succursales ne semble pas poser de difficultés juridiques particulières. En revanche,

<sup>21</sup> *European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG), Protection for bilateral insolvency set-off and netting agreements under EC law, octobre 2004, para. 134. (en anglais seulement)*



lorsqu'une telle entité devient insolvable, l'efficacité de l'accord de compensation dépend essentiellement de la compatibilité entre les différentes lois de l'insolvabilité qui s'appliquent au siège et à ses succursales étrangères, notamment lorsque des procédures d'insolvabilité différentes sont ouvertes dans deux pays ou plus.

Certains pays prévoient un 'cantonement juridique' des actifs et/ou des engagements de la succursale locale insolvable d'une entité étrangère. Lorsque les actifs sont soumis au cantonnement juridique, ils peuvent être dissociés de l'ensemble des contrats financiers couverts par l'accord de compensation, ce qui pourrait bloquer le mécanisme de la compensation ou le rendre inopérant. En conséquence, afin d'améliorer le fonctionnement des accords de compensation multi-succursales transnationaux, il faudrait envisager la possibilité de limiter au niveau national le cantonnement des droits dérivant d'un contrat financier inclus dans un accord de compensation multi-succursales.

## VI. Prise en compte des pouvoirs de régulation

Un instrument international pourrait contenir des règles garantissant qu'une suspension temporaire imposée par une autorité publique à l'efficacité des accords de compensation et que le transfert d'un ensemble de contrats financiers à une institution-relais soient reconnus de façon adéquate par le droit privé et le droit de l'insolvabilité étranger au regard du pays dans lequel la suspension est imposée et/ou dans lequel le transfert est effectué. Cette solution devrait probablement impliquer une combinaison des dispositions de droit matériel et de droit international privé.

Les pouvoirs de régulation qui se sont développés récemment dans la gestion des défaillances des institutions financières et qui ont été décrits plus haut, comportent le risque que les droits des parties solvables ou des tiers se trouvent affectés par une suspension provisoire des accords de compensation ou par le transfert à une institution-relais de tous les contrats financiers couverts par un accord de compensation. Pour une situation purement interne, le droit national pourrait assez facilement résoudre ces problèmes, puisque la loi qui établit des pouvoirs réglementaires spéciaux détermine aussi les effets de droit privé et dans l'insolvabilité de la suspension et du transfert, ce qui fournit un cadre cohérent sur le plan interne.

Toutefois, certains contrats financiers impliquant des droits réels pourraient se trouver soumis à une loi étrangère, en vertu de la règle de conflits de lois applicable. Certains pays appliquant l'analyse selon laquelle le transfert de ces contrats financiers fait partie du transfert de l'ensemble du patrimoine, appliqueraient le droit du pays avec lequel le patrimoine a le lien le plus étroit. D'autres en revanche – et notamment pour ce qui est des droits réels – suivraient des règles différentes, par exemple le principe de la *lex rei sitae* (ou, pour ce qui est des titres intermédiés, le *lieu de l'intermédiaire pertinent*) en vertu duquel la loi étrangère serait applicable.

En outre, dans le cas d'une insolvabilité transfrontalière, on pourrait assister à une complication supplémentaire, à savoir l'application simultanée des principes de l'universalité et de la territorialité des deux côtés de la frontière. La solution tiendrait ici probablement à une combinaison de l'harmonisation du droit matériel et de la prise en compte des différences des règles de conflits de lois. Un instrument international devrait en premier lieu identifier des solutions mixtes dans ce sens. Comme il est peu probable que les questions en jeu seraient résolues en dehors d'un cadre contraignant, on pourrait réfléchir à l'élaboration d'une Convention impérative sur ce point.