



**FR**

**CONSEIL DE DIRECTION**  
**88<sup>ème</sup> session**  
**Rome, 20 - 23 avril 2009**

UNIDROIT 2009  
C.D. (88) 7 Add.1  
Original: anglais  
mars 2009

**Point n° 9 a) de l'ordre du jour: Programme de travail triennal de l'Organisation  
(2009-2011)**

***Proposition d'élaboration d'une Convention sur la compensation des instruments  
financiers***

(Note préparée par le Secrétariat)

<i>Sommaire</i>	<i>Examen d'une proposition sur la compensation des instruments financiers</i>
<i>Mandat</i>	<i>Programme de travail</i>
<i>Action demandée</i>	<i>Travaux futurs</i>
<i>Documents connexes</i>	<i>UNIDROIT 2009 - C.D. (88) 7</i>

## **Introduction**

1. La compensation est un domaine clairement défini et pour ce qui est des contrats types entre professionnels, se trouve en partie traité dans le Chapitre V du projet de Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés. La compensation est au nombre des *principes recommandés* pour le développement des marchés émergents.

2. Reconnaisant l'importance du sujet et en vue d'assister le Conseil de Direction dans sa prise de décision sur les travaux futurs dans ce domaine, le Secrétariat a demandé à l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* de présenter une proposition visant à l'élaboration d'une Convention sur la compensation des instruments financiers. Cette proposition est présentée en Annexe au présent document.

## ANNEXE

**Proposition d'une Convention sur la compensation des instruments financiers****(présentée par la International Swaps and Derivatives Association – ISDA)**

La présente note présente l'opportunité d'une Convention internationale sur la compensation des instruments financiers (**Convention sur la compensation**), le but, l'étendue et les effets de droit matériel souhaités d'une telle Convention, ainsi que certaines questions pratiques et juridiques à considérer lors de son élaboration, et les principaux problèmes qui pourraient se poser dans le cadre de l'interaction entre la Convention sur la compensation avec le droit interne d'un État partie à la Convention, soit que la Convention sur la compensation soit automatiquement applicable en vertu du droit de celui-ci, soit qu'elle requière une mise en oeuvre au moyen d'une législation d'application.

Il existe deux formes principales de compensation utilisées dans les marchés financiers, la compensation avec déchéance du terme ("close-out netting") et la compensation en vertu d'un accord de compensation des positions ("payment netting"). La première est le mécanisme selon lequel les obligations réciproques entre les contreparties du marché financier sont réduites à un solde net par suite de la défaillance de l'une des parties; dans la deuxième, l'accord prévoit que les montants dûs dans la même monnaie le même jour entre des contreparties du marché financier sont réduits à un solde net aux fins du règlement<sup>1</sup>.

Chaque forme de compensation a un rôle essentiel dans la réduction des risques au sein des systèmes financiers: la compensation avec déchéance du terme réduisant le risque de crédit en cas de défaillance, et la compensation des positions réduisant le risque de règlement, qui peut être très élevé compte tenu des grands volumes de paiements effectués chaque jour sur les marchés financiers.

L'importance de la compensation, et notamment de la compensation avec déchéance du terme, pour l'efficacité et la réduction des risques de crédit, et donc pour la réduction des risques systémiques des systèmes financiers, a été consacrée par plusieurs organismes nationaux et internationaux, dont la Banque des règlements internationaux, qui ont adopté des documents en la matière. Les principales autorités de supervision bancaire ont reconnu que la compensation avec déchéance du terme avait pour effet de réduire le risque en permettant d'affecter les fonds propres réglementaires à la couverture des expositions nettes et non pas seulement brutes, sous réserve que certaines conditions soient remplies (notamment l'existence d'un cadre juridique solide dans tous les pays concernés par toute convention de compensation visant à bénéficier de cet avantage concernant les fonds propres). Ainsi, dans leurs relations avec les banques internationales, les participants aux marchés financiers dans des pays qui disposent de régimes juridiques solides pour la compensation se trouvent dans une situation clairement plus avantageuse que leurs concurrents dans des pays n'offrant pas une semblable certitude juridique.

Au cours des vingt dernières années environ, plus de 30 pays, dont les pays les plus développés et certains pays parmi les marchés émergents, se sont dotés d'une législation reconnaissant ou renforçant la compensation, de telle façon à assurer son opposabilité à l'égard d'une contrepartie

---

<sup>1</sup> Il existe également une forme particulière de compensation qui est la compensation par novation. Elle est pour l'essentiel confinée au marché des changes internationaux et n'est pas très répandue du fait de la relative lourdeur de son application. Elle a surtout été développée par les institutions financières contrôlées en vue de répondre aux exigences réglementaires concernant les fonds propres, du fait qu'il s'agit de la seule forme de compensation reconnue par l'Accord de Bâle sur les fonds propres d'origine en 1988. Avec l'introduction de la reconnaissance de la compensation avec déchéance du terme ("*close-out netting*") en vertu de l'amendement de 1994 à l'Accord de Bâle sur les fonds propres de 1988, l'analyse du rapport coûts-bénéfices de la compensation par novation montre qu'elle ne présente guère d'avantages.

locale en cas d'insolvabilité de celle-ci. Un certain nombre d'autres pays envisagent actuellement l'adoption d'une législation sur la compensation. Le site Internet de l'ISDA reporte une liste de pays qui ont adopté une loi sur la compensation ([http://www.isda.org/docproj/stat\\_of\\_net\\_leg.html](http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html)). L'ISDA a participé de près à la plupart de ces initiatives, en fournissant information et soutien aux législateurs, aux autorités de régulation et aux associations locales du marché financier ainsi qu'aux participants du marché. Le *Model Netting Act* de l'ISDA ([http://www.isda.org/docproj/model\\_netting.html](http://www.isda.org/docproj/model_netting.html)), publié en 1996 puis révisé en 2007, a servi de modèle lors de la préparation de la législation correspondante dans un certain nombre de pays.

Ce processus a toutefois procédé de façon fragmentaire, avec l'adoption de nombreuses solutions différentes. Les lois ne sont pas toutes de qualité équivalente et leur portée, leurs principes de base et le degré de certitude qu'elles réalisent sont extrêmement variables. Cela s'explique par un certain nombre de raisons, tenant le plus souvent à des facteurs indépendants d'ordre politique, économique ou historique au moment de l'adoption de la loi (les premières législations ayant été adoptées il y a maintenant près de 20 ans). En d'autres termes, il n'existe pas d'obstacle conceptuel à la mise en place au niveau international d'un ensemble de règles juridiques communes pour la compensation sur les marchés financiers.

La préparation d'un instrument international – idéalement une Convention –, ayant pour objet d'énoncer des règles fondamentales en matière de compensation et traitant de certaines questions étroitement liées (telles que l'effet incident éventuel des lois sur les jeux, les restrictions affectant la capacité juridique et l'application non recherchée des lois en matière d'assurance sur les transactions licites des marchés financiers) aurait pour effet:

- d'augmenter le nombre de pays où la compensation est opposable, en réduisant ainsi davantage le risque systémique pour les marchés financiers dans lesquels interviennent les participants de ces pays
- d'améliorer la certitude juridique pour les transactions financières transnationales en créant un ensemble commun de normes internationales pour la compensation
- d'étendre les avantages de la compensation aux marchés des pays émergents qui s'efforcent de développer et renforcer les infrastructures de leurs marchés financiers dans le cadre plus général de leurs programmes de développement
- d'aider à créer des conditions de concurrence adéquates sur les marchés financiers transnationaux, permettant aux entreprises des marchés émergents d'avoir un meilleur accès aux marchés financiers internationaux
- d'améliorer l'efficacité des marchés financiers et d'améliorer ainsi les conditions d'accès des petites et moyennes entreprises aux services financiers à un coût raisonnable pour leur permettre de se développer et de gérer les risques financiers en jeu.

Il faut rappeler que les avantages de la compensation sur la réduction des risques ne se limitent pas aux marchés des produits dérivés mais peuvent trouver application dans pratiquement tous les secteurs des marchés financiers, comme les transactions au comptant sur le marché des changes, des titres, de l'énergie, des métaux et autres matières premières, ainsi que dans le contexte des opérations de prêts ou de mises en pension (repo) de titres ou de matières premières.

Une Convention sur la compensation présente un clair avantage sur d'autres instruments internationaux éventuels qui pourraient être envisagés, tels qu'un ensemble de principes modèles. Une Convention sur la compensation, à condition qu'elle soit bien rédigée, apporterait une solution pratique et ciblée amplement justifiée par les études empiriques existantes (notamment celles de la Banque des règlements internationaux, visée plus haut) qui illustrent les avantages de la compensation avec déchéance du terme, et attestée par le nombre de pays qui ont déjà adopté une législation en matière de compensation.

Dans la présente note, dans l'intérêt de la simplicité et de la transparence de l'analyse, la compensation est envisagée principalement dans le cadre d'un accord bilatéral hors bourse, entre deux participants financiers du marché, portant sur des transactions "en gros" sur les marchés financiers telles que les dérivés négociés de gré-à-gré (OTC *'over-the-counter'*), les transactions au comptant sur le marché des changes, les opérations à terme ou à titre optionnel, les opérations de vente et mise en pension (repo) de titres et de matières premières et des opérations de prêts de titres et de matières premières. Les principes brièvement exposés ci-dessous, toutefois, doivent également être examinés au regard des accords multilatéraux en matière de compensation tels que ceux qui sont appliqués dans le cadre des systèmes de compensation et règlement-livraison, des chambres de compensation et des systèmes multilatéraux de négociation. La compensation multilatérale soulève bien entendu également d'autres questions, mais un bon nombre d'entre elles relèvent des systèmes, et est sans incidence sur l'application de base des principes discutés ci-dessous.

Les références qui suivent à la Convention sur la compensation visent une Convention sur la compensation proposée avec le champ d'application et les dispositions matérielles présentées à l'Annexe 1 (en anglais seulement), et ce afin simplement de fournir une base pour la discussion, et étant entendu que l'analyse et l'élaboration de cette proposition pourraient mener à de nouvelles idées et propositions concernant le champ d'application et le contenu matériel de la Convention.

## **1. CONSIDERATIONS PRELIMINAIRES**

### **1.1 Objectifs d'une Convention sur la compensation**

L'objectif premier d'une Convention sur la compensation devrait être celui d'assurer l'opposabilité de la compensation avec déchéance du terme en cas de survenance de tout cas de résiliation ou de défaillance prévu par un accord de compensation conclu entre des participants du marché financier, aussi bien avant qu'après l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, et chaque fois conformément aux termes de l'accord entre les parties. Cet objectif peut être atteint de différentes façons, mais pour l'essentiel deux approches ont été suivies dans les pays qui ont adopté une législation sur la compensation, qui sont:

- (a) l'identification des dispositions du droit national qui font spécifiquement obstacle à la reconnaissance de la compensation, et l'exclusion de l'application de ces dispositions s'agissant précisément de ces accords de compensation; et
- (b) la mise en place d'un régime distinct pour les accords de compensation.

La première approche pourrait être mise en oeuvre en apportant des variations aux dispositions du droit national allant au-delà de la simple protection des accords de compensation, par exemple en éliminant les lois sur le jeu, ou tout au moins en restreignant leur application de telle sorte qu'elles ne s'appliquent pas aux opérations commerciales et financières (indépendamment de la compensation). En revanche, pour l'essentiel, la deuxième approche ne touche pas au droit interne pour les opérations ne relevant pas du régime de la compensation.

L'approche "chirurgicale" visée au (a) ci-dessus ne peut évidemment pas être réalisée au moyen d'une Convention internationale. L'approche du (b) impliquant l'application d'un régime particulier est, en tout état de cause, la solution la plus répandue et est illustrée par les législations qui s'inspirent (et même dans un certain nombre de cas reprennent) la loi modèle sur la compensation de l'ISDA.

Plusieurs questions appellent un examen attentif lors de l'élaboration d'un régime particulier pour la compensation. En premier lieu, il est fondamental de déterminer avec précision sa portée, du fait qu'une incertitude pesant sur les limites du régime (pour ce qui est des personnes, des types d'opérations, des types d'accords qui relèveront du régime et en bénéficieront) amoindrirait les avantages d'un régime spécial. Deuxièmement, un régime spécial pour la compensation pourrait

sembler créer un “privilège” pour les participants du marché à qui ce régime serait applicable, notamment au regard du droit national de l’insolvabilité. Ceci dans une certaine mesure peut être résolu par un champ d’application personnel très large du régime, de telle sorte que par exemple les personnes privées et les sociétés de droit ordinaire soient soumises au régime tout aussi bien que les institutions financières supervisées. L’impression que le régime crée un “privilège” pourrait également être résolue (comme l’ont fait de nombreux pays) en énonçant clairement les principes fondamentaux sur lesquels repose le régime, notamment la protection du système financier local (et donc tous les utilisateurs de celui-ci) contre les risques de défaillance d’un participant du marché financier local au moyen de la réduction du risque du crédit grâce à la compensation.

Par conséquent, la démarche proposée pour une Convention sur la compensation serait d’établir un cadre cohérent protégeant le processus de compensation avec déchéance du terme dans ses différentes phases (avant l’insolvabilité pour ce qui est du conflit potentiel entre les lois sur le jeu et l’opposabilité de certains types de contrats financiers, et après l’insolvabilité, aussi bien pour les sociétés à établissement unique que celles à succursales multiples), et qui traiterait de façon systématique les problèmes juridiques que l’on rencontre le plus communément (surtout, bien entendu, les aspects relevant du droit de l’insolvabilité).

Lors de l’élaboration de la Convention sur la compensation, il faudrait examiner attentivement les domaines du droit national susceptibles de faire obstacle à l’efficacité des accords de compensation, de façon à couvrir de façon appropriée toutes les questions en jeu. Celles-ci peuvent être regroupées dans l’une ou plusieurs des catégories suivantes:

- les lois sur l’insolvabilité (y compris les dispositions du droit national concernant la prévention de l’insolvabilité), qui constituent le plus souvent le premier écueil;
- toutes dispositions particulières impératives (autres que celles relevant du droit de l’insolvabilité) tendant à la protection de l’ensemble des débiteurs ou à la protection de certaines catégories de débiteurs;
- les législations sur les jeux, les jeux de hasard et les paris; et
- moins fréquemment, les principes généraux du droit des obligations ou du droit des biens.

## 1.2 Considérations de politique générale

Une attention particulière devra être exercée lors de l’élaboration de la Convention sur la compensation pour identifier les objectifs généraux, de façon à définir précisément la portée de la Convention.

La détermination du champ d’application de la Convention sur la compensation comporte des aspects techniques (identifier au moyen des définitions ou concepts juridiques les transactions ou les parties qui seront soumises au régime proposé) mais également une dimension plus politique, puisque la portée de la loi sur la compensation en vertu de la Convention reflétera nécessairement des positions de principe. Par exemple, les législateurs pourraient décider que, du fait que la loi sur la compensation instituera un régime dérogatoire du droit commun en matière d’insolvabilité, les dérogations seront justifiées seulement:

- en faveur de certaines parties remplissant les conditions requises (auquel cas la portée de la Convention sur la compensation sera déterminée par référence à ces parties – *ratione personae*); et/ou
- dans certains contextes particuliers (auquel cas la portée de la législation sera limitée par référence à ces matières – *ratione materiae*).

Afin de pouvoir définir clairement la portée de la Convention sur la compensation (voir ci-dessous), les rédacteurs de la Convention pourront naturellement envisager la compensation notamment dans le contexte de la politique de régulation et au regard du risque systémique. Alors qu’il peut

être approprié dans un pays donné de limiter par voie législative ou réglementaire, certains types d'activités financières à certains types de participants du marché, sous réserve des conditions et limites appropriées, il peut n'être pas toujours justifié de limiter l'efficacité de la compensation avec déchéance du terme par référence à la qualité des participants du marché. La réduction du risque systémique que permet un mécanisme efficace de compensation avec déchéance du terme est dans l'avantage de tous les participants du marché: les sociétés, les compagnies d'assurances, les institutions constituées avec un but particulier dans le cadre de financements structurés, les autorités gouvernementales, les organisations à but non lucratif intervenant sur le marché, les personnes privées etc. En d'autres termes, il réduit le risque de crédit pour les parties solvables et insolvable, et réduit les risques d'effet domino qu'une faillite de grandes dimensions pourrait avoir sur la solvabilité d'autres participants au marché qui sont en relation avec le participant insolvable.

Bien que les lois existantes en matière de compensation dans certains pays limitent effectivement l'application des avantages de la compensation avec déchéance du terme à certaines catégories de participants du marché, ces limitations ne sont pas nécessairement justifiées sous l'angle des risques encourus par le système. Elles peuvent même mener à des problèmes difficiles de qualification pour ce qui est de certains participants du marché, entraînant ainsi une incertitude juridique, et demandent des mises à jour périodiques pour tenir compte de l'évolution constante d'un marché dynamique.

## **2. DEFINITION DU CHAMP D'APPLICATION DE LA CONVENTION SUR LA COMPENSATION**

### **2.1 Définition du champ d'application *ratione materiae* de la Convention**

Bien qu'il soit théoriquement possible de rédiger une Convention sur la compensation qui couvrirait sans distinction tous les types de transactions financières, la plupart des législations actuelles sur la compensation tendent à limiter d'une façon ou d'une autre les types d'opérations financières qui sont soumis au régime qu'elles instaurent. C'est également l'approche suivie par la loi modèle sur la compensation de l'ISDA. Il est bien sûr important de parvenir au maximum de sécurité juridique pour ce qui est du champ d'application mais également de laisser une place aux développements et aux innovations qui interviennent continuellement sur les marchés financiers.

L'Annexe 2 (en anglais seulement) à la présente note propose une liste possible des différents types de transactions qui pourraient idéalement être soumis à la Convention sur la compensation. Il est également prévu d'insérer une disposition large à la fin de la définition en vue de couvrir tous les types comparables de transactions financières, qui serait suffisamment souple pour répondre à l'apparition de nouveaux produits. Ceci permet d'éviter de devoir procéder périodiquement à des révisions par voie législative pour suivre les évolutions des marchés, comme ont dû le faire plusieurs pays qui avaient été parmi les premiers à introduire des législations sur la compensation de portée relativement limitée.

L'Annexe 2 couvre non seulement les transactions portant sur les dérivés, mais également la vente et les mises en pension (repo) de titres et de matières premières, ainsi que les prêts de titres et de matières premières. Toutes ces opérations devraient pouvoir bénéficier du même régime favorable de la compensation, tout comme les accords de garantie financière qui s'y rapportent, avec constitution de sûreté ou avec transfert de propriété.

La Convention sur la compensation devrait adopter une approche fonctionnelle dans la définition du champ d'application *ratione materiae* compte tenu de la nécessité que la Convention puisse s'appliquer dans des pays très variés, où ces types de transactions peuvent recevoir des qualifications différentes. Certains termes, tels que "contrat à terme", pourraient être entendus différemment selon les pays. Par exemple dans de nombreux pays de droit civil, le concept de "contrat à terme" couvre en règle générale l'ensemble des dérivés (à l'exception des options) mais ne couvre pas de nombreux produits énumérés à l'Annexe 2 tels que les opérations d'achat ou de

vente au comptant (“spot”), le prêt de titres, les opérations de mises en pension, les actifs remis en garantie, les opérations de compensation et règlement-livraison, etc. Un panachage des concepts sera dans la plupart des cas inévitable.

Des concepts juridiques traditionnels conçus il y a plusieurs dizaines d’années peuvent s’avérer inadéquats pour décrire de façon claire et certaine les produits les plus récents énumérés par la Convention sur la compensation ou pour couvrir les innovations financières futures. En conséquence, certains pays qui continuaient d’utiliser les concepts juridiques existants dans la législation et dans la réglementation financières ont trouvé, lors de la mise en oeuvre de leur loi sur la compensation, qu’il était souhaitable d’adopter une approche plus pragmatique pour ce qui est de la définition des produits couverts.

Outre l’utilisation d’une description générique telle que celle qui est proposée à la fin de l’Annexe 1, la Convention sur la compensation pourrait également prévoir qu’une banque centrale locale ou une autre autorité locale compétente aura la faculté de désigner des transactions, des accords et des contrats particuliers comme relevant du champ d’application de la Convention sur la compensation. Lorsque l’autorité compétente dispose d’une telle faculté, elle pourra aussi en faire usage pour un produit nouvellement développé, ce qui améliorera la certitude juridique pour ce marché en développement.

La description générique et la faculté de désignation donneront davantage de souplesse à la détermination du champ d’application de la Convention sur la compensation.

Finalement, il nous paraît que la définition du champ d’application *ratione materiae* de la Convention sur la compensation offrira opportunément l’occasion de clarifier certaines questions juridiques qui peuvent faire obstacle à l’efficacité de certaines des transactions financières présentées à l’Annexe 2. Par exemple, il existe une certaine incertitude dans certains systèmes juridiques où des opérations dérivées sont susceptibles d’être qualifiées de contrats de jeu frappés d’inefficacité. Il a également été débattu dans certains pays la possibilité de qualifier des opérations de protection du crédit telles que les dérivés sur événement de crédit (les *credit default swaps* (CDS)) de contrats de garantie ou d’assurance. Bien que l’objectif d’une loi sur la compensation ne devrait pas en principe être de traiter de ces questions, la définition des transactions couvertes pourrait être l’opportunité pour le législateur de clarifier certaines incertitudes qui sont apparues à cet égard.

## **2.2 Définition du champ d’application *ratione personae* de la législation locale**

Après la définition des types de transactions financières qui devraient relever de la Convention sur la compensation, il faudrait réfléchir aux parties qui pourront bénéficier du régime spécial sur la compensation. Cette question risque fort d’être sérieusement influencée par des considérations politiques. Le champ d’application *ratione personae* a par exemple fait l’objet d’après discussions durant la rédaction et pour la mise en oeuvre de la Directive sur les contrats de garantie financière (DCGF) qui régit un certain nombre de questions en matière de compensation. La DCGF offre aux Etats membres européens la possibilité d’exclure les entités qui ne sont pas soumises à régulation (à savoir, essentiellement les sociétés) du champ d’application de la loi nationale d’application de la Directive (par le jeu de la disposition d’exclusion de l’article 1(3) de la Directive). Dans la mise en oeuvre de la Directive, la plupart des pays européens ont décidé d’inclure aussi bien les entités financières que non financières dans le champ de la loi sur la compensation. Certains pays, tels que l’Autriche, la République slovaque et la Suède ont exclu les entités non financières. Une solution différente a été adoptée par la France et l’Allemagne (par le biais de techniques législatives différentes), selon laquelle, en gros, les entités non financières sont soumises au régime de la compensation pour les transactions réalisées avec une entité réglementée (à savoir, pour l’essentiel, une institution financière, un fonds d’investissement ou certains organismes du secteur public) lorsque ces opérations portent sur des instruments financiers.

Comme cela a été dit plus haut dans la présente note, il existe de bons arguments pratiques et de principe en faveur de l'adoption d'un champ d'application aussi large que possible pour la Convention sur la compensation alors que les autres préoccupations de caractère politique pourraient être traitées au moyen d'une réglementation financière ou d'autres instruments législatifs appropriés qui n'affecteront pas l'efficacité de la compensation, notamment la compensation avec échéance du terme, pour la grande masse des participants du marché financier.

### 2.3 Compensation et contrats de garantie

Après avoir défini les transactions et les parties (le cas échéant) qui lui seront soumises, la Convention sur la compensation devrait définir les types d'accords de compensation ou de contrats qui seront couverts. L'Annexe 1 propose une définition large de l' "accord de compensation", de façon à couvrir les accords cadres, les accords cadres "globaux" (entendus comme accords "chapeau" qui prévoient la compensation entre les accords cadres) ainsi que les contrats de garantie se rapportant à tous ces types d'accords ou d'accords cadres.

Ainsi que cela est indiqué à l'Annexe 1, dans la définition même de la "compensation", il est important d'éviter le recours à tout concept juridique spécifique à un pays donné, pour adopter au contraire une approche fonctionnelle décrivant l'objectif économique poursuivi par les parties, à savoir l'obtention d'un solde net, indépendamment du mécanisme juridique par lequel celui-ci aura été obtenu.

Cette approche peut s'avérer difficile à transposer dans certains systèmes juridiques qui appliquent les règles de droit commun en matière de compensation, au sens par exemple du code civil français, qui visent un mécanisme de paiement par lequel les obligations respectives peuvent être libérées. Pour de tels cas, il serait utile d'utiliser une définition pour la "compensation", spécifiant que celle-ci, dans ce contexte particulier, est une réalité complexe comportant:

- la résiliation ou l'exigibilité immédiate des obligations futures de paiement et de livraison en vertu des transactions spécifiques concernées (mais non pas de l'accord de compensation lui-même, qui ne devrait pas être soumis à la résiliation);
- la quantification des positions respectives des parties à l'accord au moment de la résiliation (qui pourrait également être envisagée comme la quantification des coûts que comporterait pour chaque partie le remplacement de chaque transaction résiliée par une nouvelle transaction à conclure avec une autre partie sur le marché à ce moment);
- suite à la résiliation, le calcul d'un solde net exprimé dans une monnaie unique reflétant les positions nettes, ainsi que la compensation des obligations respectives à l'égard des dettes échues et exigibles.

La Convention sur la compensation ne devrait pas se référer à des types particuliers d'accords (tels que, par exemple, l'accord cadre de l'ISDA de 2002) ni exiger l'utilisation de normes professionnelles ou d'accords cadres reconnus au niveau national ou international pour qu'une opération donnée relève du champ d'application de la Convention. De nombreux accords de compensation sont faits sur mesure et bien des domaines financiers sont dépourvus de documents modèles d'une association professionnelle de référence, ce qui est le cas par exemple pour le *prime brokerage* et les conventions de centralisation de trésorerie (*cash pooling arrangements*). Cependant, les raisons politiques pour protéger de tels accords de compensation sont les mêmes que celles qui concernent les accords conclus sur la base de la documentation normalisée des secteurs professionnels.

Il arrive dans certains pays que la loi prévoit l'utilisation d'une documentation standardisée particulière. La Convention sur la compensation devrait donc inclure une définition large pour l' "accord de compensation", permettant que celui-ci soit ou non basé sur un formulaire modèle du secteur professionnel, indépendamment de la loi applicable, sans exiger que le document utilisé soit approuvé par une autorité locale etc.



Dans les pays où de telles restrictions ont été initialement introduites (par exemple la France), elles se sont avérées inappropriées à la fois pour des raisons de principe et au regard des objectifs pratiques: on peut en effet se demander si une quelconque autorité publique a la compétence requise pour déterminer l'adéquation de telle ou telle norme pour régir des contrats conclus entre des personnes privées. En outre, de telles restrictions sont source d'insécurité juridique, car l'autorité publique concernée prendra inévitablement beaucoup plus de temps pour approuver la nouvelle documentation ou les évolutions de la documentation existante que celui qui sera nécessaire aux marchés pour élaborer une telle documentation.

Pour ce qui est de la compensation avec déchéance du terme, comme on l'a dit plus haut, la loi sur la compensation devra préciser que les opérations remplissant les caractéristiques requises pourront être régies par un ou plusieurs accords cadres, de façon à permettre l'utilisation d'accords cadres globaux ou conventions cadres de place. Ce type d'instrument permet d'effectuer une nouvelle compensation après la compensation intervenue en vertu de chacun des accords cadres soumis à l'accord cadre global.

La définition d' "accord de compensation" devrait également faire référence aux accords de garantie afin de renforcer la réduction de risque obtenu par l'accord de compensation, en incorporant les expositions en vertu des accords de garantie. En particulier, les accords de garantie avec transfert de propriété sont souvent intégrés dans le mécanisme du contrat de compensation auxquels ils se rapportent (et par conséquent, la définition d' "accord de compensation" à l'Annexe 1 et la liste des opérations éligibles à l'Annexe 2, y font référence) et l'incorporation de ces accords dans la protection de la Convention sur la compensation donne davantage de solidité à ces accords.

### **3. AFFIRMATION DE L'OPPOSABILITE DES ACCORDS DE COMPENSATION**

Une fois défini le champ d'application de la Convention sur la compensation, les dispositions de droit matériel appropriées devront mettre en oeuvre de façon efficace l'objectif décrit ci-dessus, à savoir l'opposabilité de la compensation avec déchéance du terme lors de la survenance d'un cas de résiliation ou de défaillance en vertu de l'accord de compensation, aussi bien avant qu'après l'ouverture des procédures d'insolvabilité, dans chaque cas conformément aux termes du contrat des parties.

Dans de nombreux pays, les principaux obstacles tiennent à la situation où l'une des parties fait l'objet d'une procédure d'insolvabilité. La Convention sur la compensation devra être suffisamment large pour assurer que les accords de compensation se trouveront à l'abri des effets des règles locales sur l'insolvabilité.

#### **3.1 Aspects généraux**

La Convention sur la compensation devrait confirmer l'opposabilité de la compensation par déchéance du terme lors de la survenance d'un cas de résiliation ou de défaillance en vertu de l'accord de compensation, tant avant qu'après l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, dans chaque cas conformément aux termes du contrat des parties. En d'autres termes, la Convention devrait affirmer expressément que les dispositions d'un accord de compensation seront opposables conformément à ses termes même si la contrepartie fait l'objet d'une procédure d'insolvabilité.

La Convention sur la compensation ne doit pas nécessairement énumérer les événements donnant lieu à résiliation ou constitutifs de défaillance, qui autoriseraient les parties à l'accord de compensation à résilier les transactions sous-jacentes. Ces événements seront prévus par l'accord de compensation conclu entre les parties.

La Convention sur la compensation ne devrait pas exiger la "résiliation" de l'accord de compensation mais seulement la résiliation des transactions visées par l'accord de compensation. L'accord de compensation lui-même devrait survivre de telle sorte que les dispositions relatives à la compensation puissent effectivement être exécutées après la résiliation.

La Convention sur la compensation devrait également disposer que l'inclusion de transactions non éligibles en vertu de l'accord de compensation ne devrait pas avoir pour effet d'annuler la compensation pour les opérations qui seraient, elles, éligibles en vertu de l'accord de compensation. Ce principe permettra que l'avantage global offert par l'accord de compensation ne sera pas annulé en raison d'une incertitude concernant l'éligibilité d'une transaction particulière. L'Irlande est un exemple de pays où ce risque de "contamination" existait précédemment, et qui a choisi d'amender sa législation sur la compensation de façon à l'éliminer.

Enfin, les dispositions des accords de compensation prévoient en règle générale que la résiliation des transactions concernées entraîne le calcul d'un seul montant net qui, en principe, est dû par une partie à l'autre partie. En conséquence, la loi sur la compensation devrait préciser qu'après la compensation des transactions, les seuls droits et obligations à la charge des parties à l'accord de compensation sont respectivement la créance ou la dette nette, telles que déterminées conformément aux termes de l'accord de compensation. Il serait utile que la Convention sur la compensation entérine ce principe. Une fois encore, il faut souligner que la loi sur la compensation ne devrait pas se limiter à affirmer la possibilité de compenser les différentes obligations dues en vertu de chaque transaction, mais devrait reconnaître le montant net unique, à titre de créance ou de dette, résultant de la compensation pour déchéance du terme entre toutes les transactions. Cela est particulièrement important compte tenu des différentes façons dont la compensation peut être effectuée, ainsi qu'on l'a vu plus haut.

### **3.2 Opposabilité en dehors des procédures d'insolvabilité**

La plupart si ce n'est la totalité des pays, reconnaissent l'efficacité des accords de compensation en dehors des procédures d'insolvabilité. Mais la Convention sur la compensation devrait consacrer l'opposabilité de la compensation avec déchéance du terme et des accords de garantie connexes, lors de la survenance d'un cas de résiliation ou de défaillance prévu par l'accord de compensation des parties et conformément à ses termes. En conséquence, la Convention devrait confirmer que nonobstant les règles de droit national qui s'opposeraient à l'efficacité des dispositions en matière de compensation et de garantie, ces dispositions seront opposables. L'Annexe 1 mentionne les lois sur les paris et les jeux et autres lois semblables et indique qu'une transaction éligible ne devrait pas être privée d'effet en raison de l'une de ces lois.

En outre, la Convention sur la compensation devrait aussi assurer que la loi sur la compensation permettra de reconnaître l'efficacité de l'accord de compensation même si des droits de la partie défaillante font l'objet d'une procédure de saisie par un tiers créancier.

### **3.3 Opposabilité dans une procédure d'insolvabilité**

Comme on l'a vu ci-dessus, la protection d'un accord de compensation est cruciale lorsqu'une partie à l'accord de compensation fait l'objet d'une procédure d'insolvabilité. Ceci explique l'accent mis par la Convention sur la compensation sur le principe de l'opposabilité vis-à-vis d'une partie insolvable et de l'administrateur d'insolvabilité.

Le droit de l'insolvabilité, en particulier dans les pays où les règles sur l'insolvabilité sont plus favorables au débiteur insolvable qu'au créancier de celui-ci, pourrait ne pas autoriser, en l'absence d'une législation particulière, la compensation des transactions lorsqu'une partie fait l'objet d'une procédure d'insolvabilité.

#### *Prohibition de résiliation anticipée*

En règle générale, les lois sur l'insolvabilité peuvent limiter l'efficacité des dispositions contractuelles en matière de résiliation lorsque leur application est déterminée par l'ouverture des procédures d'insolvabilité. Compte tenu de l'importance de la résiliation dans la compensation avec déchéance du terme, la Convention sur la compensation devrait aller plus loin qu'une simple affirmation générale de l'efficacité des accords de compensation avant l'insolvabilité, et prévoir

qu'un liquidateur ne peut s'opposer à la résiliation d'une transaction éligible ou à l'exigibilité immédiate de tout paiement dû en vertu d'une transaction éligible ou d'un accord de compensation connexe.

#### *"Cherry-picking"*

En outre, sous l'empire du droit de l'insolvabilité, le liquidateur a souvent la faculté d'exiger la poursuite des transactions profitables à la partie en liquidation et celle de refuser les transactions qui lui sont défavorables. Dans ce dernier cas bien sûr, normalement, les transactions refusées ne sont pas annulées, mais le créancier aura simplement un droit non privilégié en réparation pour les opérations refusées.

Une telle faculté du liquidateur est habituellement désignée sous le nom de "cherry-picking" (à savoir, le fait de ne prendre que les cerises du gâteau). Un tel pouvoir porte bien entendu atteinte aux effets de l'accord de compensation. La Convention sur la compensation devrait donc inclure une clause interdisant au liquidateur de choisir certaines transactions (ou certaines créances et/ou dettes) en vertu de l'accord de compensation. Tout au plus pourrait-on, le cas échéant, envisager la possibilité pour le liquidateur soit de donner effet à l'ensemble de l'accord de compensation, soit de le rejeter dans sa totalité. Dans ce dernier cas, le créancier devrait pouvoir faire valoir une créance nette valable à l'encontre de la société insolvable.

#### *Limitations à la compensation*

De nombreux droits de l'insolvabilité imposent des restrictions à la compensation dans l'insolvabilité. Par exemple dans certains pays de droit civil, les obligations ne peuvent être compensées que lorsqu'elles sont exigibles. Même lorsqu'elles sont exigibles, la compensation pourra être opérée seulement entre créances et dettes dérivant d'un même contrat, ou encore suffisamment connexes entre elles (condition du "lien de connexité"). Ces exigences sont de nature à mettre en péril l'efficacité des accords de compensation. La Convention sur la compensation devrait régler cette question.

#### *Préférences*

La loi sur la compensation devra également assurer qu'un paiement ou un transfert d'actifs remis en garantie se rapportant aux transactions éligibles durant la "période suspecte" ne sera pas considéré comme accordant une préférence, et de ce fait considéré comme nul ou inefficace, ainsi que c'est souvent le cas sous l'empire du droit de l'insolvabilité. La Convention sur la compensation devrait prévoir qu'un liquidateur ou une partie insolvable ne peut s'opposer au transfert ou au paiement d'une garantie financière liée à un accord de compensation au motif qu'il constituerait une préférence ou un transfert réalisé pendant la période suspecte par la partie insolvable à sa contrepartie.

#### *Autres considérations*

La Convention sur la compensation devrait affirmer dans chaque cas la validité des accords de compensation et de garantie nonobstant toute disposition en matière d'insolvabilité allant à l'encontre des dispositions sur la compensation. Il s'agit là d'un principe habituel dans les législations en matière de compensation.

Le droit français par exemple affirme dans un article de son Code monétaire et financier, la validité de la compensation avec déchéance du terme et, dans un autre article, énonce que les dispositions en matière d'insolvabilité sont écartées au profit de l'application du premier article. En conséquence, en écartant toutes les dispositions du droit de l'insolvabilité au lieu d'affirmer la validité des accords de compensation et de garantie dans certains cas particuliers, le droit français énonce clairement que le droit de l'insolvabilité ne peut être appliqué pour faire obstacle au principe de la validité de la compensation, et évite ainsi le risque d'omettre de citer des cas spécifiques, ce qui serait problématique.

Enfin, il est important – comme le note l'Annexe 1 –, que la référence au droit de l'insolvabilité dans la Convention sur la compensation soit aussi large que possible de telle sorte à couvrir toutes les mesures en matière de liquidation et de réorganisation qui pourraient être appliquées dans un pays devenant partie à la Convention sur la compensation. La définition devrait donc comprendre non seulement les procédures judiciaires mais également les accords conclus entre les créanciers sur une base contractuelle. Les procédures d'insolvabilité devraient en conséquence couvrir la faillite, la liquidation (judiciaire ou volontaire), l'administration, la réorganisation, la composition, le redressement judiciaire, la réhabilitation, la mise sous tutelle ou sous séquestre et toute mesure semblable ou additionnelle en vertu des lois de l'Etat concerné. Une telle solution est dans la ligne de l'approche fonctionnelle recommandée plus haut pour la Convention sur la compensation.

#### **4. LA COMPENSATION ENTRE LES SUCCURSALES**

La Convention sur la compensation devrait protéger la compensation entre les succursales c'est-à-dire la compensation en vertu d'un accord cadre dont une partie au moins a son siège principal dans un pays et des succursales dans d'autres pays, y compris le pays concerné. Un exemple de telles dispositions se trouve contenu dans la loi modèle sur la compensation de l'ISDA.

De telles dispositions sont particulièrement importantes pour les pays qui appliquent un mécanisme isolant dans une sorte de "cordon de sécurité" (*ring fencing*) les créances et/ou les dettes d'une succursale locale insolvable. A défaut de telles dispositions, l'efficacité du système de compensation se trouverait compromise, puisqu'il est censé opérer de façon globale entre la totalité des créances et des dettes des parties, quel que soit le lieu où ont été réalisées les différentes transactions.

Les dispositions "multi-succursales" de la loi modèle de l'ISDA sur la compensation s'inspirent du droit bancaire de New York qui permet expressément la compensation avec déchéance du terme entre les succursales pour les transactions sur produits dérivés, réalisant ainsi une tentative réussie de concilier le principe de l'isolation des succursales de New York et l'utilité de donner effet à la compensation entre les succursales.

20 février 2009

## ANNEXE 1

## OUTLINE OF A CONVENTION ON NETTING ARRANGEMENTS

**Subject matter and scope**

- The proposed convention on netting of financial instruments (the **Netting Convention**) should apply to bilateral close-out netting arrangements and the transactions entered into under such arrangements.
- It should also cover multilateral close-out netting arrangements, for example, in clearing and settlement systems and clearing houses and under multilateral trading facilities.
- The coverage of close-out netting arrangements should be as broad as possible and include close-out netting arrangements where one or both parties are natural persons.
- The transactions that qualify for inclusion within the scope of the Netting Convention (Qualifying Transactions) could be defined in a separate Annex to the Netting Convention. The definition should be broad in order to cover all types of transactions irrespective of the type of underlying and of whether the relevant transaction is exchange-traded or concluded 'over the counter' or whether cash settlement or physical settlement applies to the transaction. The definition should also be broad enough to cover foreseeable future market developments. An example of such an Annex (the Qualifying Transactions Annex) is attached as Appendix 2 to this memorandum.
- It should also be clarified that the inclusion in any close-out netting arrangement of any transaction not listed in the Qualifying Transactions Annex should not affect the enforceability of the arrangement in relation to all transactions that are within the scope of the Qualifying Transactions Annex.
- The Netting Convention should clarify in relation to a multibranch entity (which would typically be a bank) that the enforceability of close-out netting against the multibranch entity in the jurisdiction of the main proceedings (in relation to a non-bank company) or home country proceedings (in relation to a bank or insurance undertaking) should not be affected by the laws of any jurisdiction where a branch of that entity might be located (whether that jurisdiction is in a state that is a signatory to the Netting Convention or otherwise).
- See also 'Definitions' below for additional points relating to scope of the Netting Convention.

**Definitions**

- A term such as 'Qualifying Transaction' may be introduced to help define the scope *ratione materiae* of the Netting Convention. This is comparable to the definition "qualified financial contract" used in ISDA's Model Netting Act. As indicated above in this memorandum, a model scope of transactions covered is set out in Appendix 2 to this memorandum.
- The definition of 'netting agreement', that is, the type of agreement that would fall within the scope of the Netting Convention, needs to be sufficiently broad. A possible definition would be

*'netting agreement' means (i) any agreement between two parties that provides for netting of present or future payment or delivery obligations or entitlements arising under or in connection with one or more [Qualifying Transactions] entered into under the agreement by the parties to the agreement (a 'master netting agreement'), (ii) any master agreement between two parties that provides for netting of the amounts due*

*under two or more master netting agreements (a 'master-master netting agreement') and (iii) any collateral arrangement related to one or more of the foregoing.*

- The definition of 'close-netting' in the Netting Convention needs to be broad enough to recognise that there are various possible legal approaches to effecting a close-out netting arrangement, including the use of a contractual set-off provision, the use of conditional clauses (sometimes referred to as a 'flawed asset' approach), conditional remission of debt (used in some settlement systems), statutory netting (where netting is effected if certain statutory conditions are met) and so on.
- The 'flawed asset' approach, for example, is the primary approach of the ISDA Master Agreements as well as the European Master Agreement, while contractual set-off provisions are the principal netting mechanism of the 2000 Global Master Repurchase Agreement used for securities repurchase (repo) transactions and the 2000 ISLA Global Master Securities Lending Agreement used for securities lending transactions.
- The definitions of liquidation and reorganisation measures need to be broad enough to encompass the wide variety of such measures internationally.
- Consideration should be given to extending these to cover pre-insolvency intervention measures by financial supervisory authorities in relation to banks, investment firms, insurance companies and other financial institutions, or these should be covered by a separate definition.

#### **Formal requirements**

- The Netting Convention should ensure that the validity and enforceability or the admissibility in evidence of a close-out netting arrangement or transactions governed by it are not dependent on the performance of any formal act.
- Formal acts include, amongst other requirements, registration, notarization or the provision of a 'certain date'.
- The Netting Convention should be applicable to all close-out netting arrangements and transactions, which can be evidenced in writing or in a legally equivalent manner. As far as transactions are concerned, 'legally equivalent' should also cover trades that have been concluded orally and that are evidenced by tape recordings or statement of a witness only or otherwise.

#### **Enforceability of close-out netting arrangements**

- The Netting Convention should ensure that, on the occurrence of a close-out event, the close-out netting arrangement comes into effect and is enforceable as provided in the terms agreed therein.
- The Netting Convention should explicitly name those specify examples of events or actions that should not constitute a requirement for the enforceability of the close-out netting arrangement.
- Specified examples should include (i) prior notices of the intention to terminate and close-out (ii) approvals of a court, public officer or other person and (iii) the determination of current values, costs or losses as of a prescribed date or point in time or in a prescribed manner.
- It should also be ensured that close-out netting arrangements can take effect notwithstanding the commencement or continuation of liquidation proceedings or reorganisation measures or any purported assignment, attachment or other disposition of or in respect of the close-out netting arrangement.

- The Netting Convention should also ensure that covered transactions are not void or voidable or otherwise unenforceable just by reason of a law relating to gaming, gambling, wagering or any similar law.

#### **Certain insolvency provisions disapplied**

- The Netting Convention should ensure that any transfer of cash, or financial instruments or commodities under the close-out netting arrangement or any transaction should not be declared invalid or void on the sole basis that the transfer was made on the day of the commencement of winding-up proceedings or reorganisation measures in a prescribed period prior to the commencement of such proceedings.
- It should also be provided that the operation of a close-out netting arrangement shall not be affected by any moratorium, stay, freeze or any decree or order with a similar effect made by any administrative or judicial authority or liquidator or similar official.

#### **Conflict of laws**

- The Netting Convention should ensure that all questions arising in relation to the enforceability of a close-out netting arrangement shall be governed solely by the substantive civil law chosen by the parties of the close-out netting arrangement.
- The relevant matters governed by such laws should be explicitly named, including (i) the legal nature of a close-out netting arrangement, (ii) the requirements and legal steps necessary to render a close-out netting arrangement and the transactions thereunder effective and enforceable and (iii) the rules relating to whether a transaction detrimental to other creditors is void, voidable or unenforceable.

**ANNEXE 2****TRANSACTIONS WITHIN THE SCOPE OF THE NETTING CONVENTION**

The following would be 'qualifying transactions' for the purposes of the Netting Convention:

1. a currency, cross-currency or interest rate swap;
2. a basis swap;
3. a spot, future, forward or other foreign exchange transaction;
4. a cap, collar or floor transaction;
5. a commodity swap;
6. a forward rate agreement;
7. a currency or interest rate future;
8. a currency or interest rate option;
9. an equity derivative, such as an equity or equity index swap, equity forward, equity option or equity index option;
10. a derivative relating to bonds or other debt securities or to a bond or debt security index, such as a total return swap, index swap, forward, option or index option;
11. a credit derivative, such as a credit default swap, credit default basket swap, total return swap or credit default option;
12. an energy derivative, such as an electricity derivative, oil derivative, coal derivative or gas derivative;
13. a weather derivative, such as a weather swap or weather option;
14. a bandwidth derivative;
15. a freight derivative;
16. an emissions derivative, such as an emissions allowance or emissions reduction transaction;
17. an economic statistics derivative, such as an inflation derivative;
18. a property index derivative;
19. a spot, future, forward or other securities or commodities transaction;
20. a securities contract, including a margin loan and an agreement to buy, sell, borrow or lend securities, such as a securities repurchase or reverse repurchase agreement, a securities lending agreement or a securities buy/sell-back agreement, including any such contract or agreement relating to mortgage loans, interests in mortgage loans or mortgage-related securities;
21. a commodities contract, including an agreement to buy, sell, borrow or lend commodities, such as a commodities repurchase or reverse repurchase agreement, a commodities lending agreement or a commodities buy/sell-back agreement;
22. a collateral arrangement;
23. an agreement to clear or settle securities transactions or to act as a depository for securities;



24. any other agreement, contract or transaction similar to any agreement, contract or transaction referred to in paragraphs 1 to 23 with respect to one or more reference items or indices relating to (without limitation) interest rates, currencies, commodities, energy products, electricity, equities, weather, bonds and other debt instruments, precious metals, quantitative measures associated with an occurrence, extent of an occurrence, or contingency associated with a financial, commercial or economic consequence, or economic or financial indices or measures of economic or financial risk or value;
  25. any swap, forward, option, contract for differences or other derivative in respect of, or combination of, one or more agreements or contracts referred to in paragraphs 1 to 24; and
  26. Any agreement, contract or transaction designated as such by the [central bank or other relevant local authority] for the purposes of the Netting Convention.
-