

3 septembre 2018

Actualité juridique – juillet-août 2018

A lire, dans cette édition

- Intérêt négatifs et CSA
- Swap de taux d'intérêt
- Consultation de l'ensemble des acteurs de marché par l'ISDA relative aux indices de référence de substitution pour les contrats de dérivés
- Document consultatif de l'ESMA sur les obligations de compensation du règlement EMIR
- L'ESMA met à jour les règles de validation EMIR
- Déclaration de l'ESMA relative aux obligations de compensation des fonds de pension
- Publication par l'EIOPA de la première série de Q&A relative à la directive sur la distribution d'assurance
- Publication par l'EIOPA du Consultation paper sur les fonds de résolution et les systèmes nationaux de garantie
- Les autorités de surveillance européennes publient des orientations supplémentaires sur le document d'informations clés DICI pour les PRIIPs

Pour toute information sur l'un des sujets couverts par cette lettre, n'hésitez pas à nous contacter :

Gilles Kolifrath, Avocat Associé

T : +33 (0)1 44 09 46 44, M : +33 (0)6 75 18 84 12

E : gkolifrath@kramerlevin.com

Kramer Levin – 47 avenue Hoche, 75008 Paris

www.kramerlevin.com

Nos séminaires récents...

- 04/07/2018 – **Petit-Déjeuner des Dérivés Kramer Levin #2 - Legal & Regulatory update sur les dérivés : 2018 n'est pas encore terminé...** – G. Kolifraith et J. Blanchet
- 09/07/2018 – **Séminaire franco-américain "The Impact of Extraterritorial Application of National Legal Norms on International Business Transactions: A Transatlantic View"** – N. Lenoir

... et à venir

- 07/09/2018 – **Conférence annuelle de l'Institut européen du droit (ELI) - Panel Blockchain technology and smart contracts** – H. de Vauplane
- 09/10/2018 – **Colloque AEDBF - Les données à l'heure de la DSP2 et du RGPD** – G. Kolifraith, M. Plankensteiner et P. Storrer
- 18/10/2018 – **Séminaire Assurance - DDA et la gouvernance produits** – G. Kolifraith, H. Bouchetemple
- 18/10/2018 – **Conférence AEDBF Luxembourg - Les Monnaies Virtuelle** – H. de Vauplane

Marchés de capitaux

Intérêt négatifs et CSA

L'épineux problème de l'application des intérêts négatifs vient d'être remis sur le devant de la scène par une décision de la Haute Cour anglaise du 25 juillet 2018 opposant les Pays-Bas à Deutsche Bank sur l'application des intérêts négatifs dans un contrat de garantie d'instruments dérivés Credit Support Annex (CSA) ISDA.

La problématique de l'applicabilité des intérêts négatifs a été très largement débattue en Europe depuis leur existence dans la zone euro. Elle a notamment été partiellement prise en compte par le protocole d'accord sur les intérêts négatifs ISDA de 2014, mais de façon lacunaire cependant, le protocole ne reprenant pas tous les types de CSA et seulement un nombre limité de contreparties (y ayant adhéré).

Dans sa décision fortement motivée, reprenant les mécanismes clés de l'interprétation du droit des contrats de droit anglais applicables à la convention-cadre ISDA et ses annexes, la Haute Cour anglaise a précisé le champ d'application des intérêts négatifs dans le cadre d'un contrat CSA non soumis au protocole sur les intérêts négatifs : il n'existe aucune obligation de payer des intérêts négatifs au vu du contrat CSA qui lui avait été soumis. En voici les raisons.

La Haute Cour a examiné si le constituant était tenu, en l'absence de dispositions et stipulations expresses prévues à cet effet, de payer des intérêts pour le bénéficiaire de la garantie (en espèces) dans les cas où le taux stipulé dans le CSA était négatif. La Haute Cour, pour les raisons exposées ci-après, a conclu que le constituant n'était pas soumis à une telle obligation.

En l'espèce, Deutsche Bank et les Pays-Bas avaient conclu un CSA obligeant Deutsche Bank à fournir du cash en garantie aux Pays-Bas pour couvrir l'exposition en risque sur certains produits dérivés (cas classique). Le taux d'intérêt contractuel stipulé dans le CSA était alors négatif, mais le protocole portant sur les intérêts négatifs (généralement en vigueur pour la plupart des transactions postérieure à 2014) n'était pas applicable car le CSA avait été conclu antérieurement et les parties n'avaient pas voulu se soumettre, postérieurement à la signature du protocole ce CSA, à ses stipulations.

Dans leur demande, les Pays-Bas ont fait valoir :

- premièrement que les intérêts courus mais impayés (y compris les intérêts négatifs) devaient être inclus dans le calcul du Credit Support Balance (et conséquemment dans le Return Amount et le Delivery Amount) ; et
- deuxièmement que le but du CSA était de les protéger du défaut de Deutsche Bank et que les intérêts négatifs avaient vocation à s'appliquer pour permettre un traitement

commercial « équivalent ». À leur soutien, les Pays-Bas se sont en outre appuyés sur la Bonnes pratiques 2013 de l'ISDA sur l'utilisation du CSA (qui contient [aussi] un principe stipulant que les parties doivent se consulter et décider comment traiter les taux d'intérêt négatifs).

A contrario, Deutsche Bank soutenait que :

- la référence à des intérêts négatifs devait être expresse ; et
- le User's Guide du CSA ISDA dans le paragraphe 5 (c) du CSA prévoit que le Cessionnaire doit payer des intérêts sur toute garantie en espèces au taux convenu (taux pouvant être nul).

La Haute Cour a retenu les arguments suivants :

- faisant référence à la jurisprudence Firth Rixson concernant l'interprétation de la convention-cadre ISDA, elle a précisé que l'interprétation des CSA doit suivre les principes contractuels habituels à savoir : étudier les impacts sur la relation commerciale en répondant aux objectifs de clarté, de certitude et de prévisibilité ;
- les Pays-Bas n'avaient pas démontré qu'il existait une obligation de Deutsche Bank de payer les intérêts négatifs – l'utilisation du paragraphe 5c) (ii) prévoyait seulement (sauf indication contraire) le transfert d'intérêt par le bénéficiaire au constituant ; en revanche il n'exigeait pas du constituant le paiement d'intérêt au bénéficiaire (et donc la notion d'intérêt négatif ne pouvait en être déduite) ;
- concernant l'argument des Pays-Bas qui intégrait le calcul des intérêts négatifs dans le Credit Support Balance, ce raisonnement aboutissait à une distinction de régime entre les intérêts positifs (compris dans le paiement direct) et les intérêts négatifs (inclus dans le Return et/ou Delivery Amount par le mécanisme du Credit Support Balance). Privé de réel fondement économique, cet argument ne pouvait pas prospérer ; et enfin
- pour l'argument d'équivalence des conditions commerciales, la Haute Cour a noté que le demandeur ne subirait pas nécessairement de pertes en détenant des liquidités dans un contexte de taux d'intérêts négatifs et qu'il était loisible au demandeur d'investir ces espèces dans d'autres produits afin d'en tirer les intérêts escomptés.

La décision ne surprend pas et tient compte des incertitudes qui existent depuis plusieurs années déjà sur les marchés quant à la façon dont les intérêts négatifs doivent être traités en l'absence de stipulations contractuelles expresses et où lorsque le protocole ISDA ne s'applique pas. Le principe qui découle de cette décision d'espèce pourrait avoir vocation à s'appliquer à toute forme de contrats financiers prévoyant le paiement d'intérêts. Au final on peut noter que la décision de la Haute Cour londonienne s'est fondée sur la rédaction claire du CSA en comparaison d'autres types de contrats sur lesquels plusieurs Cours d'Appel

françaises se sont déjà prononcées en faveur de l'application des intérêts négatifs (dans des contrats de prêt notamment) en l'absence de stipulations contractuelles précises.

En conséquence, et même si on peut encore s'interroger sur la notion d'intérêts négatifs (l'intérêt représentant le prix du temps qui passe), il nous semble qu'il est donc nécessaire d'analyser au cas par cas l'application (éventuelle !) des clauses d'intérêts négatifs et de le faire en fonction du degré de sophistication de la rédaction de celles-ci.

De quoi déclencher la passion des teneurs de plume les plus habiles et de leurs lecteurs...

Swap de taux d'intérêt

Le 20 juin 2018 la chambre commerciale de la Cour de cassation a eu l'occasion de statuer en matière de conseil en investissement et de préciser que si le banquier n'est pas tenu en sa seule qualité de prestataire de services d'investissement d'une obligation de conseil, il doit néanmoins, lorsqu'il conseille un client, que ce soit à sa demande ou spontanément, le faire avec pertinence, prudence et loyauté, en s'enquérant de ses connaissances, de son expérience en matière d'investissement ainsi que de sa situation financière et de ses objectifs, afin de s'assurer que l'instrument financier est adapté.

La présente espèce concernait un client, crédit-preneur, qui souhaitait modifier son exposition sur des taux d'intérêt variables (Euribor). La banque a alors proposé à son client comme solution financière :

- un swap de taux variable contre taux fixe ; ou
- un tunnel (le tunnel permettant de *cap* et *floor* le montant des intérêts dus en fonction de leur variation).

Le client, sur les conseils de sa banque, choisit le *swap* de taux et renonça à l'intérêt variable (à la hausse comme à la baisse contre un intérêt fixe). À la suite d'une baisse des taux dont le client ne pouvait donc plus profiter, le client a assigné sa banque en dommages et intérêts estimant que cette dernière avait manqué à son devoir de conseil.

La Cour d'appel a reconnu que la banque a manqué à son devoir d'information. À la suite d'un pourvoi en cassation de la banque, la Cour de cassation a précisé dans quelle mesure les éléments en l'espèce étaient de nature à justifier le manquement reproché, à savoir :

- la banque s'était abstenue de proposer à son client un *cap*, instrument financier usuel en la matière et beaucoup moins onéreux pour le client, au profit d'un *swap*, qui assurait à la banque une rémunération maximum ;
- le *cap* était adapté à la situation du client, répondait à sa demande et s'inscrivait dans le courant de prévision de baisse des taux dont la banque avait connaissance dès le 8 février 2008 ;

- la banque proposait le *swap* pour 1 400 000 euros de notionnel, alors que 250 000 euros devaient faire l'objet d'un financement à taux zéro par les collectivités locales, de sorte que la souscription d'un *swap* de taux était inutile pour cette portion ; et enfin
- la banque proposait le *swap* de taux pour une durée de cinq ans, alors que le contrat de crédit-bail prévoyait la possibilité de transformer le taux variable en taux fixe dès le 1^{er} janvier 2010, de sorte que la souscription du *swap* était inutile pour près de deux tiers de sa durée.

La Cour de cassation rappelle ainsi que :

« L'information délivrée par le banquier prestataire de services d'investissement doit être objective, suffisante et compréhensible, afin de permettre à son client de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé, ainsi que les risques y afférents, et de prendre sa décision en toute connaissance de cause ».

Cet arrêt s'inscrit dans la stricte lignée du renforcement des obligations d'information envers les investisseurs tel que voulu au niveau européen par la directive MiFID II.

L'arrêt est cependant cassé sur le fondement de l'article 1147 du Code civil (sur le calcul du quantum de la réparation) dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance du 10 février 2016. La Cour de cassation précise, en effet, que si le préjudice résultant du non-respect des obligations d'information de la banque est une perte de chance d'un taux favorable, son quantum ne peut être, en revanche, uniquement déduit de la seule différence entre le montant des sommes versées au titre de l'instrument défavorable (*swap*) et l'instrument favorable (le *cap* éventuel). En effet, la Haute Cour reproche à la Cour d'appel de ne pas avoir recherché si le client aurait pu décider de ne pas souscrire de contrat de couverture ou encore de privilégier un autre instrument que le *cap* retenu. Ce faisant la Cour d'appel n'avait pas mesuré le préjudice de la chance perdue d'éviter le dommage qui s'était réalisé mais l'avait réparé dans son intégralité.

Il appartient donc aux juges du fond de quantifier, selon leur appréciation souveraine, la « chance », plus financièrement la probabilité, du choix de l'investisseur pour estimer le quantum de la réparation. Ce principe n'est pas nouveau mais il sera particulièrement difficile à mettre en œuvre en matière financière en raison de la complexité des solutions financières proposées et des motivations inhérentes à chaque investisseur.

Consultation de l'ensemble des acteurs de marché par l'ISDA relative aux indices de référence de substitution pour les contrats de dérivés

À la demande de l'*Official Sector Steering Group* du Conseil de Stabilité depuis 2016, l'ISDA mène une action afin de mettre en œuvre des indices de référence de substitution robustes pour les contrats dérivés faisant référence à certains IBOR. Après consultation avec les parties prenantes, les régulateurs et l'*Official Sector Steering Group* ont décidé que les taux

de substitution seront les taux sans risque « RFR » pour les IBOR concernés. Ces indices de substitutions seront inclus dans les définitions ISDA pour les dérivés de taux d'intérêt et s'appliqueront aux nouvelles transactions IBOR. L'ISDA publiera également un protocole permettant aux participants d'inclure, sur option, ces indices de substitution dans les contrats IBOR existants.

L'ISDA présente à cet égard, dans sa consultation du 12 juillet 2018 adressée à l'ensemble des acteurs de marché, des options possibles pour ajuster les RFR afin de garantir que les contrats dérivés existants, faisant référence à un IBOR, continuent de fonctionner de façon identique après une substitution d'indice. Ces modifications reflètent la pluralité des maturités des IBOR - par exemple, un, trois, six et douze mois – alors que les RFR sont des taux journaliers (*overnight*). Les IBOR intègrent également une prime de risque de crédit (bancaire) et divers autres facteurs (tels que la liquidité et les fluctuations de l'offre et de la demande) contrairement aux RFR.

La consultation propose quatre options pour tenir compte du passage d'un taux à terme à un taux *overnight* :

- un taux *overnight* ;
- un taux *overnight* ajusté à la convexité ;
- un taux d'intérêt composé avec paiement en fin de période ; et
- un taux d'intérêt composé avec paiement en début de période.

Trois options sont également proposées pour calculer un ajustement des écarts :

- une approche prévisionnelle ;
- une approche historique moyenne/médiane ; et
- une approche instantanée.

Dans chaque cas, l'ajustement de l'écart est réalisé au moment de la substitution de l'indice de référence.

La consultation dure trois mois. Les réponses à la consultation détermineront l'approche choisie et l'ISDA travaillera ensuite avec un fournisseur tiers indépendant afin de créer un système qui assurera la diffusion publique de ces ajustements. L'ISDA publiera l'approche finale pour examen et commentaires avant toute modification de sa documentation standard.

Document consultatif de l'ESMA sur les obligations de compensation du règlement EMIR

Le 11 juillet 2018, l'ESMA a publié un document consultatif relatif aux obligations de compensation du règlement EMIR.

Ce document consultatif concerne un projet de NTR relatif au traitement des transactions intragroupes avec une entité d'un groupe de pays tiers.

À la date de publication du présent document consultatif, il existe trois règlements délégués relatifs à l'obligation de compensation (deux relatifs aux dérivés de taux d'intérêt et un relatif aux dérivés de crédit). Ces règlements délégués contiennent une date d'application différée de l'obligation de compensation pour les transactions intragroupes satisfaisant à certaines conditions notamment :

- lorsqu'une des contreparties se trouve dans un pays tiers ; et
- en l'absence de la décision d'équivalence correspondante.

A l'approche de l'entrée en vigueur différée des obligations pour les transactions intragroupes et en l'absence de décisions d'équivalence, ce document propose de proroger la date d'application différée au 21 décembre 2020 (au lieu du 21 décembre 2018).

L'ESMA met à jour les règles de validation EMIR

Le 9 août 2018, l'ESMA a mis à jour ses règles de validation des NTR relatives à la déclaration de l'article 9 du règlement EMIR. Les modifications introduites seront applicables à partir du 5 novembre 2018 et concernent les domaines suivants :

- horodatage ;
- identification de la contrepartie ;
- identification de l'Autre Contrepartie ;
- identification des sous-jacents ; et
- moyens de confirmation.

Déclaration de l'ESMA relative aux obligations de compensation des fonds de pension

Le 8 août, l'ESMA a publié des précisions sur l'obligation de compensation et l'obligation de négociation pour les régimes de retraite. Dans sa déclaration, l'ESMA reconnaît les défis auxquels certains régimes de retraite seront confrontés à partir du 17 août 2018, date d'expiration de l'exemption actuelle. L'ESMA encourage les autorités compétentes à ne pas prioriser la surveillance de ces entités qui devraient être exemptées à nouveau et d'appliquer cette surveillance de manière proportionnée.

Assurances

Publication par l'EIOPA de la première série de Q&A relative à la directive sur la distribution d'assurance

Le 11 juillet 2018, l'EIOPA a publié les premières questions et réponses concernant les exigences en matière de supervision des produits et de gouvernance.

Parmi les 10 questions/réponses, certains des sujets traités concernent notamment :

- la granularité des marchés ;

- l'identification du marché cible dans le cas où le produit d'assurance est obligatoire ;
- les moyens de preuves établissant la prise en compte par le fournisseur du niveau d'information disponible pour le consommateur ;
- les exigences de supervision des produits et de gouvernance pour les contrats de groupe ;
- les délais entre les contrôles des produits d'assurance ; et
- la création d'examen pratique pour le test des produits d'assurance.

L'EIOPA continuera la publication des réponses à d'autres questions. Pour ce faire, les parties prenantes sont priées de les soumettre via l'outil de l'EIOPA accessible en ligne sur leur site.

Publication par l'EIOPA du Consultation paper sur les fonds de résolution et les systèmes nationaux de garantie

Le 30 juillet 2018, l'EIOPA a publié son document de réflexion sur les fonds de résolution et les systèmes nationaux de garantie des assurances dans le prolongement de l'avis EIOPA sur l'harmonisation du recouvrement et de la résolution des (ré)assureurs.

À ce jour, en Europe, il existe différentes sources de fonds de résolution pour les assureurs défaillants. En effet, le paysage des systèmes de garantie d'assurance est également très fragmenté, les régimes existants se différenciant sensiblement en termes de financement, de fonctions, de mandat et de couverture.

Dans son document de réflexion l'EIOPA a analysé la nécessité d'une harmonisation potentielle des systèmes de garantie d'assurance sur la base des trois options suivantes :

- conserver le paysage fragmenté actuel avec certains États membres dotés de système de garantie et d'autres non ;
- mettre en place un réseau européen de systèmes nationaux de garantie d'assurance financés de manière adéquate et suffisamment harmonisés (niveau minimum d'harmonisation) ; ou
- mettre en place un système de garantie d'assurance unique à l'échelle de l'Union européenne (harmonisation maximale).

Sur la base de cette analyse, l'EIOPA propose un minimum d'harmonisation pour l'Union européenne. Cela profiterait aux assurés, au marché de l'assurance et plus largement à la stabilité financière dans l'Union européenne.

À cette fin l'EIOPA invite les parties prenantes à fournir leurs commentaires concernant les caractéristiques des systèmes de garantie à savoir notamment leur champ d'application, leur financement et leur couverture.

Les autorités de surveillance européennes publient des orientations supplémentaires sur le document d'informations clés DICI pour les PRIIPs

Le 20 juillet 2018, les AES ont publié de nouvelles orientations sur les exigences relatives aux DICI de PRIIPs.

Les lignes directrices visent à promouvoir des approches et des pratiques de supervision communes fondées sur les travaux en cours relatifs à la surveillance de la mise en œuvre des DICI et complètent les documents publiés l'année dernière. Les nouvelles lignes directrices incluent désormais :

- de nouvelles Q&A ; et
- les mises à jour des diagrammes de flux pour les calculs de risque et de rendement (exemple : nouvel exemple de calcul pour le scénario de performance de stress PRIIP de catégorie 3).

Le dernier document, très technique financièrement et réglementairement, sur les modalités de calcul de certains paramètres financiers, notamment pour les produits financiers non linéaires (catégorie 3) concerne la gestion du risque et de la conformité.

Ces dernières informations permettront de peaufiner les procédures de conformité et de contrôle des risques avant la mise en œuvre finale de PRIIPs.

Contacts

Gilles Kolifrath

Associé
gkolifrath@kramerlevin.com

François Poudelet

Counsel
fpoudelet@kramerlevin.com

Jérôme Blanchet

Avocat
jblanchet@kramerlevin.com

Linda Sharkey

Admitted to the New York Bar
lsharkey@kramerlevin.com